

Michał Zygmunt

Sytuacja gospodarcza w Polsce po pierwszym półroczu 2014 r.

Finanse i Prawo Finansowe 1/3, 113-117

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

pierwszy bank centralny wprowadził ujemną stopę depozytową dla banków komercyjnych ($-0,10\%$) zachęcając je w ten sposób do zwiększenia akcji kredytowej.

W drugim obszarze działań EBC zdecydowanie zwiększył podaż pieniądza. Prowadzone w latach 2009–2011 programy skupu obligacji miały ograniczony charakter (75 mld euro w ciągu trzech lat). Od listopada 2014 r. EBC planuje zwiększenie podaży pieniądza o około 1 bln euro. Mechanizm transmisji polityki pieniężnej opierałby się na dwóch elementach:

- długoterminowych warunkowych pożyczek dla banków komercyjnych (tzw. LTRO);
- skupowania z rynku tzw. ABS-ów i obligacji zabezpieczonych.

Wyraźne zaznaczenie się deflacji w Polsce staje się również dużym wyzwaniem dla polityki pieniężnej NBP. Już po wrześniowym posiedzeniu RPP zasygnalizo-

wano możliwość obniżenia stóp procentowych (podstawowa stopa procentowa wynosi w dalszym ciągu 2,5%). Podkreśla się, że bieżący wskaźnik inflacji (deflacji) w tak istotny sposób nie różnił się od stałego celu inflacyjnego, co stwarza potrzebę bardziej radykalnych działań.

Analitycy są zgodni co do potrzeby istotnej obniżki stóp procentowych (o 50 lub nawet 100 punktów bazowych). Byłyby to najniższe stopy procentowe w historii polityki pieniężnej w Polsce.

Kwestią bardziej otwartą jest rozpoczęcie programów ilościowego poluzowywania polityki pieniężnej. Ale wymagałoby to zmian prawnych i instytucjonalnych funkcjonowania NBP i zwiększenia jego roli w stabilizowaniu gospodarki. Zjawiska deflacji mogą być więc inspiracją do takich zmian systemowych, które pozwolą NBP sprostać wyzwaniom procesowi deflacji i ożywienia koniunktury gospodarczej w Polsce.

Sytuacja gospodarcza w Polsce po pierwszym półroczu 2014 r.

Michał Zygmunt

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania
Gospodarczego 4Future, Uniwersytet Łódzki, Wydział
Ekonomiczno-Socjologiczny

Wzrost gospodarczy

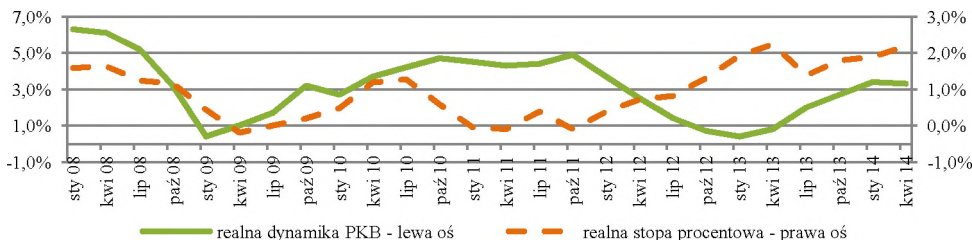
Polska gospodarka w drugim kwartale br. dostała zadyszki. Dotychczasowy dynamiczny wzrost Produktu Krajowego Brutto utrzymujący się od ponad roku wyhamował – w drugim kwartale był niższy niż w pierwszym o 0,1 p.p. i wyniósł 3,3% w ujęciu realnym r/r. Na dynamikę złożyły się następujące składniki: spożycie indywidualne – 1,7 p.p. udziału

we wzroście, spożycie publiczne – 0,1 p.p. udziału we wzroście, nakłady brutto na środki trwałe – 1,4 p.p. udziału we wzroście, przyrost rzeczowych środków obrotowych – 1,7 p.p. udziału we wzroście. Jedynie saldo obrotów z zagranicą miało ujemny wpływ na dynamikę realną PKB – obniżyło ją o 1,6 p.p. Jest to pierwszy ujemny wpływ salda eksportu i importu na wzrost PKB od kilku lat. Wytłumaczenie takiej sytuacji jest oczywiste. Konflikt za naszą wschodnią granicą zdecydowanie ograniczył możliwość eksportu towarów na Ukrainę. Ponadto rosyjskie embargo na polską żywność będzie zapewne wyraźnie widoczne w danych za III kwartał br. Pogorszenie się sytuacji eksporte-

rów na pewno wpłynie na wzrost gospodarczy w całym 2014 r. Zmniejszenie się dynamiki wzrostu podczas ożywienia gospodarczego nie jest sytuacją wyjątkową. Zdarzyło się tak już w I kwartale 2010 r. Jednak tym razem ze względu na niepewną sytuację polityczną dynamika PKB może wyhamować na dłużej. Lipcowa projekcja PKB opublikowana w Raporcie o Inflacji [http://nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/raport_lipiec_2014.pdf] NBP wskazuje, że w najbliższych kwartałach nie powinniśmy oczekiwać już wzrostu dynamiki powyżej 3,5%. Pozytywnym zjawiskiem jest fakt, że spożycie indywidualne jest motorem napędowym polskiego wzrostu gospodarczego. Badania koniunktury GUS w sierpniu wskazują niestety na pogorszenie się nastrojów konsumenckich – spadły wskaźniki ufności zarówno bieżące jak i wyprzedzające. Ankietowani bardziej pesymistycznie oceniają przyszłą sytuację gospodarczą kraju, jak i poziom bezrobocia. Dynamika sprzedaży detalicznej w II kwartale była niższa niż w pierwszych trzech miesiącach roku. W kwietniu odnotowano wzrost aż o 8,4% głównie ze względu na Święta Wielkanocne jednak już w kolejnych miesiącach dynamika spadła poniżej 4%, a w lipcu wyniosła tylko 2,1%. Dynamika sprzedaży detalicznej nie pogorszyła się jednak tak, jak dynamika produkcji przemysłowej. W czerwcu pro-

dukcja sprzedana przemysłu była tylko o 1,7% wyższa niż przed rokiem. Wzrost w lipcu wyniósł 2,3%. O recesji, która miałaby nadejść w I kwartale 2015 r. ostrzegali już w czerwcu w raporcie „Instrument Szybkiego Reagowania” [<http://www.isr.parp.gov.pl/89-prognozowane-spadek-produkcji-przemyslowej-w-15>] zespół analityków pod przewodnictwem profesora Jerzego Hausnera. Istotny udział inwestycji w środki obrotowe w dynamice PKB może wskazywać, że przedsiębiorstwa zainwestowały w zapasy, a nie wyprodukowały bądź nie sprzedały zamierzonej ilości produktów i towarów. Wskaźnik koniunktury Purchasing Managers Index spadł w sierpniu do poziomu 49 p. (poziom poniżej 50 p. oznacza recesję) i jest to nieprzerwany spadek od lutego br. Warunki w polskim sektorze przemysłowym ulegają pogorszeniu, głównie ze względu na spadek liczby zamówień, co przekłada się na spadek produkcji i aktywności zakupowej przedsiębiorstw.

Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły w drugim kwartale o 8,4% i był to wzrost mniejszy niż w pierwszym kwartale o 2,3 p.p. Dynamika inwestycji na pewno cieszę, ponieważ ostatni raz tak wysokie odczyty odnotowano w 2011 r. Natomiast można zadać pytanie, czy wzrostu inwestycji oraz całego PKB nie ograniczyła wysoka realna stopa procentowa (por. wykres 1).



Wykres 1. Dynamika Produktu Krajowego Brutto i realna stopa procentowa*

Źródło: opracowanie własne, dane GUS.

* Realna stopa procentowa obliczona została wg wzoru $r_{re} = \frac{r_{ref} - i}{1+i}$ gdzie r_{re} – realna stopa procentowa, r_{ref} – referencyjna stopa NBP obowiązująca na koniec kwartału, i – kwartalna stopa inflacji.

Chociaż nie ma bezpośredniej korelacji pomiędzy tymi zmiennymi, jednak wyższy koszt długu w porównaniu do krajów strefy euro może powodować ograniczenie realizacji projektów inwestycyjnych, być może powoduje też u przedsiębiorców chęć poczekania na obniżki stopy referencyjnej NBP.

Rynek pracy

Zgodnie z oczekiwaniami ekonomistów oraz prognozami gospodarczymi stopa bezrobocia w II kwartale wyraźnie spadła. Na koniec czerwca wyniosła ona 12%, a w lipcu i sierpniu odnotowano dalsze spadki – odpowiednio 11,9% i 11,7%. Ostatni raz stopa bezrobocia rejestrowanego poniżej 12% była obserwowana w 2011 r. Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy spadła już poniżej 2 mln osób. Natomiast wg badania aktywności ekonomicznej ludności, liczba bezrobotnych pod koniec półroczna wyniosła 1 585 tys. Największa stopa bezrobocia wg BAEL jest wśród osób w wieku do 24 lat – aż 23,1%. Można oczekiwać, że ogólny spadek bezrobocia jest uwarunkowany nie tylko czynnikami sezonowymi, ale również zmianą trendu. W ślad za zmniejszeniem liczby zarejestrowanych bezrobotnych rośnie liczba osób zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw, która w lipcu wyniosła 5 531 tys. Od początku roku dynamika zatrudnienia utrzymuje stały poziom 0,7–0,8%. Jeśli trend się utrzyma w dalszych miesiącach, należy się spodziewać historycznie najwyższego zatrudnienia w kraju (do tej pory najwyższe zatrudnienie odnotowano w styczniu 2012 r. – 5 551 tys. osób). Ogółem w całej gospodarce w II kwartale br. pracowało 15 793 tys. osób i było to o 220 tys. więcej pracujących niż w I kwartale oraz o 263 tys. więcej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Średnie nominalne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w lipcu wyniosło 3964,91 zł. Roczna dynamika nominalnych wynagrodzeń utrzymuje się na poziomie 3,5%. Realne wynagrodzenia, dzięki niskiej inflacji od początku roku rosną w tempie zbliżonym do wynagrodzeń nominalnych – realny wzrost wynagrodzeń w lipcu wyniósł 3,6%.

Inflacja i stopy procentowe

Po raz pierwszy w historii polskiej gospodarki odnotowano deflację. Spadek cen dóbr i usług konsumpcyjnych miał miejsce w lipcu i wyniósł 0,2%. Deflacja nie zaskoczyła analityków, którzy od dłuższego czasu przewidywali, że nastąpi ona w miesiącach wakacyjnych. Głównym powodem jest efekt bazy. W lipcu ubiegłego roku inflacja skokowo wzrosła ze względu na koszty wywozu śmieci. W lipcu br. taniała przede wszystkim żywność oraz odzież i obuwie. Pozostałe kategorie w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych nie rosły ponad 1% oprócz paliw (1,5%) oraz łączności (1,2%). Ceny paliw mogłyby być niższe, jednak spadek cen ropy został skompensowany przez wzrost kursu dolara względem złotego. Rosyjskie embargo na polską żywność będzie powodować w najbliższych miesiącach spadek cen niektórych artykułów spożywczych. Ograniczona presja kosztowa, brak wyraźnej presji na wzrost wynagrodzeń oraz wyhamowanie dynamiki gospodarczej wskazują, że niska inflacja (czy też deflacja) może utrzymać się dłużej niż tylko przez okres wakacyjny. Taki scenariusz przedstawiony jest w Raporcie o Inflacji NBP. Projekcja centralna zakłada minimalnie ujemną dynamikę CPI aż do końca roku.

W tej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej po wrześniowym posiedzeniu zapowiedziała, że jeśli napływające dane z go-

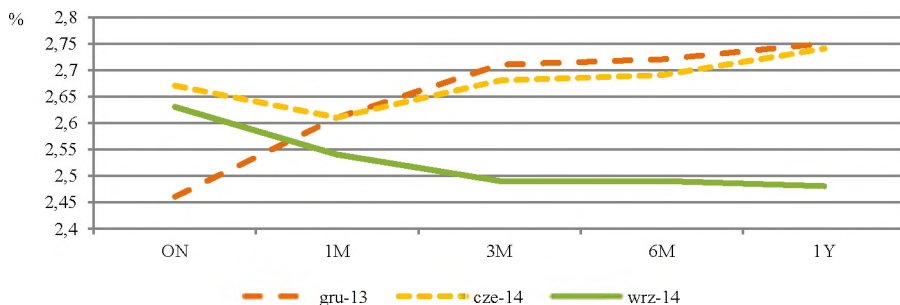
spodarki będą potwierdzały spowolnienie gospodarcze oraz jeśli inflacja będzie nadal odbiegać znacząco od celu, to RPP rozpocznie dostosowywanie polityki pieniężnej – a więc cięcie stóp procentowych. Obecne stopy procentowe ustalone zostały w lipcu ubiegłego roku. Większość uczestników życia gospodarczego oczekuje obniżek stóp od dłuższego czasu. Kwotowania ceny pieniądza na rynku międzybankowym spadają już od połowy sierpnia. Stawka WIBOR 3M, która przez dłuższy czas utrzymywała się na poziomie około 2,70% na koniec sierpnia wyniosła 2,59% i systematycznie spada – w połowie września była już poniżej 2,50%. Krzywa stóp procentowych ma nachylenie ujemne (por. wykres 2). Rynek terminowy stóp procentowych przewiduje, że stopa WIBOR 3M za rok wyniesie około 1,87% (kontrakty FRA 12x15). Oznaczałoby to, że inwestorzy oczekują dość znacznego poluzowania polityki pieniężnej – spadku stopy referencyjnej aż o 1 p.p. W tym momencie jednak bardzo trudno jest przewidywać jakie dokładnie ruchy wykona RPP, cięcia wydają się jednak nieuniknione. Oprócz deflacji, odnotowaliśmy jeszcze jeden historyczny moment dla polskiej gospodarki. Podaż pieniądza M3 w lipcu przekroczyła już bilion zł. Natomiast

podaż pieniądza gotówkowego wzrosła od początku roku o 7,8 mld zł i wynosi obecnie 122 mld zł. Wraz ze spadającymi stopami procentowymi możemy oczekiwać szybszego wzrostu agregatów pieniężnych.

Finanse publiczne

Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2015 r., która zakłada deficyt budżetowy na poziomie 46 mld zł – niższy o 1 mld niż w roku bieżącym, jednak nadal rekordowo wysoki. Można zapominąć o jakiegokolwiek próbie ograniczenia deficytu w roku wyborczym. Deficyt budżetowy jest tylko częścią potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, które w ujęciu netto mają wynieść 54 mld zł. Należy pamiętać, że oprócz finansowania deficytu budżetowego i rozchodów budżetowych Ministerstwo Finansów musi znaleźć finansowanie dla rolowania obecnego długu.

Zadłużenie Skarbu Państwa pod koniec czerwca wyniosło 750,2 mld zł, co stanowi 87% zadłużenia publicznego Polski. Od lutego, kiedy to umorzono obligacje skarbowe będące w aktywach OFE, dług SP wzrósł o 16,8 mld zł. 65% obecnego zadłużenia jest denominowana w złotym,



Wykres 2. Krzywe stóp procentowych na podstawie kwotowania WIBOR

Źródło: dane bankier.pl.

jednak 60% długu jest w posiadaniu nierezydentów. Uzależnienie się od finansowania zagranicznego może być niebezpieczne zarówno w długim, jak i krótkim okresie. Fluktuacje na rynku wtórnym obligacji wpływają znacząco na zmiany na rynku walutowym.

Niesłabnącym zainteresowaniem inwestorów cieszą się polskie obligacje. 10-latkę we wrześniu osiągnęły rentowność poniżej 3%. Podobne tendencje można zaobserwować na rynkach obligacji krajów Europy Zachodniej. Hossa na rynku papierów dłużnych przekłada się na niższe rentowności obligacji skarbowych na rynku pierwotnym. Seria dziesięcioletnich obligacji o stałym kuponie 3,25% wyemitowanych na początku września została uplasowana z rentownością 3,1%.

Perspektywy na przyszłość

Ostatni kwartał będzie niezwykle ciekawy dla obserwatorów i uczestników życia gospodarczego. Pierwszą niewiadomą jest jak głębokie będą cięcia stóp procentowych oraz jak szybko i w jakim stopniu na niższe stopy zareaguje gospodarka.

Niższy koszt kredytu może wpłynąć na wzrost akcji kredytowej i wzrost popytu globalnego. Poprawa koniunktury za granicą może wpłynąć na wzrost eksportu na zachód oraz na większą ilość inwestycji bezpośrednich w Polsce. Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw może skłonić je do realizacji projektów i zakupu środków trwałych.

Drugą niewiadomą jest przyszły poziom cen – wszystko wskazuje, że nieznaczna deflacja może zadomowić się w Polsce na dłużej. Z drugiej strony, jeśli zrealizuje się optymistyczny scenariusz wzrostu PKB, powinna też wzrosnąć presja na podwyżki cen dóbr konsumpcyjnych. W obecnej sytuacji niewykluczony jest też nagły wzrost cen energii.

Czynniki zagrożenia dla gospodarki pozostają niezmiennie. Na sytuację gospodarczą w Polsce będą wpływać czynniki polityczne – konflikt na Ukrainie oraz na Bliskim Wschodzie. Wśród zagrożeń o charakterze ekonomicznym wymienić można słabnący wzrost gospodarczy w Chinach i wycofanie się FED z programów QE.

Zmiany w świecie finansów (podatków)

Radosław Witczak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Okres wakacji zwykle nie zachęca do nadmiernego wysiłku intelektualnego, jednak reguła ta nie dotyczy zmian w podatkach. Ministerstwo Finansów przez ten okres prowadziło intensywne prace legislacyjne związane z wprowadzeniem klauzuli obejścia prawa podat-

kowego. Generalnie obejścia prawa polega na podjęciu czynności nieobjętej zakazem prawnym, ale przedsięwziętą w celu osiągnięcia skutku zakazanego przez prawo. Obejście prawa stanowią również czynności prawne, które zmierzają do skutku dozwolonego przez prawo, ale w sposób przez prawo nieprzewidziany w sytuacji, gdy istnieją ograniczenia stawiane przez ustawodawcę dla osiągnięcia określonego skutku [Wycisłok 2013: 42–43]. Kwalifikacja oraz nazewnictwo obejścia prawa podatkowego