

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2015 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej (RPP) dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 26 czerwca 2015 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	7
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	7
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	9
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	10
Ramka 1: Ujemne stopy procentowe banków centralnych	13
1.4 Światowe rynki surowców	16
2 Gospodarka krajowa	19
2.1 Procesy inflacyjne	19
2.2 Popyt i produkcja	22
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	27
2.4 Rynek pracy	28
2.5 Rynki aktywów	30
2.6 Kredyt i pieniądz	33
2.7 Bilans płatniczy	36
Ramka 2: Ocena nierównowag makroekonomicznych: Polska na tle krajów Unii Europejskiej	37
3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2015 r.	41
4 Projekcja inflacji i PKB	57
4.1 Synteza	58
4.2 Otoczenie zewnętrzne	61
4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017	64
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	75
4.5 Źródła niepewności projekcji	78
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2015 r.	85

Synteza

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany. W Stanach Zjednoczonych – po przejściowym spadku PKB w I kw. – dynamika aktywności gospodarczej zaczęła w ostatnim okresie ponownie rosnąć. W strefie euro koniunktura stopniowo się poprawia, jednak wzrost gospodarczy pozostaje umiarkowany z uwagi na problemy strukturalne w części krajów członkowskich, w tym wysoki poziom zadłużenia. Poprawa koniunktury w strefie euro sprzyja ożywieniu wzrostu gospodarczego w innych krajach Unii Europejskiej, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej. W głównych krajach rozwijających się, w tym w Chinach i w Rosji, dynamika PKB obniżyła się w I kw.

Wzrost cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach spowodował wzrost dynamiki cen w wielu krajach. Mimo to dynamika cen na świecie pozostaje niska. W Stanach Zjednoczonych kształtowała się ona nadal w pobliżu zera. Niska dynamika cen utrzymuje się również w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, tj. w strefie euro i krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Nominalne stopy procentowe głównych banków centralnych pozostają na poziomie zbliżonym do zera. Jednocześnie Fed wskazuje na możliwość podwyższenia stóp w kolejnych kwartałach, choć termin oczekiwanego przez uczestników rynku rozpoczęcia podwyżek w ostatnich miesiącach odsunął się nieco w czasie. EBC kontynuuje natomiast program zakupu aktywów finansowych, a banki centralne niektórych krajów europejskich silnie powiązanych ze strefą euro złagodziły swoją politykę pieniężną. Politykę pieniężną łagodził również Bank Chin, co było związane głównie z pogłębiającym się w tym kraju spowolnieniem gospodarczym.

Poprawa perspektyw gospodarczych w krajach rozwiniętych i odsunięcie oczekiwanego terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych sprzyjały poprawie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym wzrostowi cen akcji i wyhamowaniu obserwowanej w pierwszych miesiącach br. aprecjacji dolara amerykańskiego w relacji do euro i głównych walut. Jednak obawy o ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję przyczyniały się do wzrostu niepewności, oddziałując w kierunku osłabienia euro oraz walut krajów powiązanych ze strefą euro, a także spadku cen akcji, szczególnie na rynkach europejskich. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych, zwłaszcza w krajach strefy euro i gospodarkach z nią powiązanych, wzrosły po silnym spadku w pierwszych miesiącach br. związanym z wprowadzeniem programu łagodzenia ilościowego przez EBC.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce pozostaje ujemna, choć od marca br. roczne tempo spadku cen stopniowo się zmniejsza. Największy wpływ na kształtowanie się dynamiki cen konsumpcyjnych w Polsce mają wciąż niższe niż przed rokiem – pomimo pewnego wzrostu – ceny paliw i żywności. Utrzymywaniu się deflacji cen konsumpcyjnych sprzyja także umiarkowany wzrost popytu, brak presji kosztowej oraz niska inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki. Większość miar inflacji bazowej kształtuje się na historycznie niskim poziomie, czemu towarzyszy dalsza deflacja cen producenta i spadek cen importu. Ponadto oczekiwania inflacyjne wciąż pozostają niskie.

Wzrost gospodarczy w Polsce w I kw. nieco przyspieszył, przede wszystkim z powodu silnego wzrostu dynamiki eksportu wspieranego przez ożywienie w otoczeniu polskiej gospodarki. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał jednak popyt krajowy wspierany przez stabilną dynamikę konsumpcji, w warunkach

poprawy sytuacji na rynku pracy i przyspieszenia wzrostu płac realnych, a także przez istotne przyspieszenie wzrostu inwestycji, w tym zwłaszcza inwestycji przedsiębiorstw. Ożywienie gospodarcze w Polsce wspierało wzrost akcji kredytowej, który jednak pozostaje umiarkowany. Jednocześnie dane napływające w II kw. wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do I kw.

Po obniżeniu stóp procentowych o 0,50 pkt proc. w marcu br., w tym stopy referencyjnej do poziomu 1,5%, Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wygaszenie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych NBP w połączeniu ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych za granicą przyczyniły się do wzrostu nachylenia krzywej dochodowości polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach. Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeksy giełdowe w Polsce nieznacznie wzrosły, do czego przyczyniło się przyspieszenie wzrostu gospodarczego w I kw. br. wspierające dobrą sytuację finansową polskich przedsiębiorstw. Jednak w kierunku obniżenia cen akcji oddziaływał wzrost niepewności związany z możliwym ogłoszeniem niewypłacalności przez Grecję. Niepewność ta powodowała również deprecjację kursu złotego w relacji do głównych walut.

W I kw. 2015 r. saldo na rachunku obrotów bieżących wyraźnie wzrosło i po raz pierwszy od 2004 r. było dodatnie. Do znaczącej poprawy salda na rachunku obrotów bieżących przyczyniło się w głównej mierze silne zwiększenie nadwyżki handlowej. Było ono związane z utrzymującym się istotnym wzrostem sprzedaży eksportowej i spadkiem wartości importu ropy naftowej na skutek jej niższych cen na rynkach światowych. Konsekwencją nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w I kw. br. była poprawa wskaźników nierównowagi zewnętrznej.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2015 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 20 sierpnia 2015 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie luty–maj 2015 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono dwie ramki: *Ujemne stopy procentowe banków centralnych* i *Ocena nierównowag makroekonomicznych: Polska na tle krajów Unii Europejskiej*.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2015 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-1,1 \div -0,4\%$ w 2015 r. (wobec $-1,0 \div 0,0\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $0,7 \div 2,5\%$ w 2016 r. (wobec $-0,1 \div 1,8\%$) oraz $0,5 \div 2,6\%$ w 2017 r. (wobec $0,1 \div 2,2\%$). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $3,0 \div 4,3\%$ w 2015 r. (wobec $2,7 \div 4,2\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $2,3 \div 4,5\%$ w 2016 r. (wobec $2,2 \div 4,4\%$) oraz $2,5 \div 4,7\%$ w 2017 r. (wobec $2,4 \div 4,6\%$).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

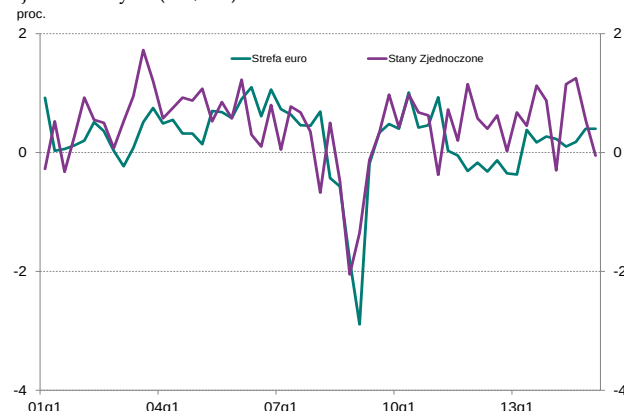
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

Dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowana, przy czym utrzymuje się zróżnicowanie koniunktury między poszczególnymi gospodarkami.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. br. spadła poniżej zera, jednak było to spowodowane głównie czynnikami o charakterze przejściowym (Wykres 1.1)¹. Głównym powodem spowolnienia wzrostu gospodarczego był spadek dynamiki popytu krajowego, związany z nadzwyczajnie mroźną zimą oraz ograniczeniem inwestycji przez amerykańskich producentów ropy naftowej spowodowanym wcześniejszym spadkiem cen tego surowca². Ponadto w kierunku niższego wzrostu gospodarczego oddziaływało istotne umocnienie dolara związane ze zbliżającym się zacieśnieniem polityki pieniężnej przez Fed, którego efektem był wyraźny spadek eksportu.

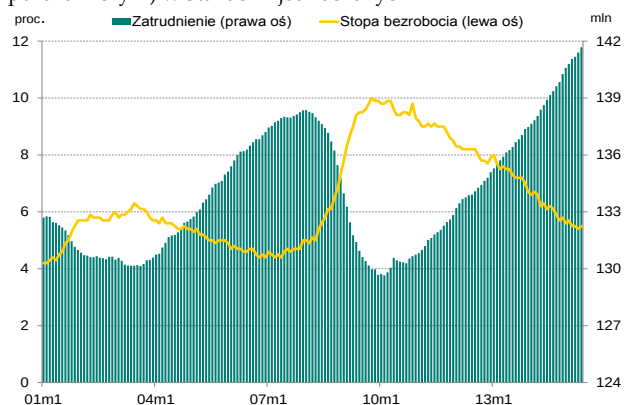
Dane napływające w II kw. br. wskazują na ponowny wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Sytuacja na rynku pracy dalej się poprawiała (Wykres 1.2), czemu towarzyszyło utrzymanie się dobrych nastrojów konsumentów oraz wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej. Nastroje przedsiębiorców również wskazywały na kontynuację ożywienia gospodarczego, choć produkcja przemysłowa obniżyła się, co można wiązać ze spadkiem aktywności w sektorach związanych z wydobywaniem ropy naftowej i gazu.

Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy w strefie euro i Stanach Zjednoczonych (kw/kw)



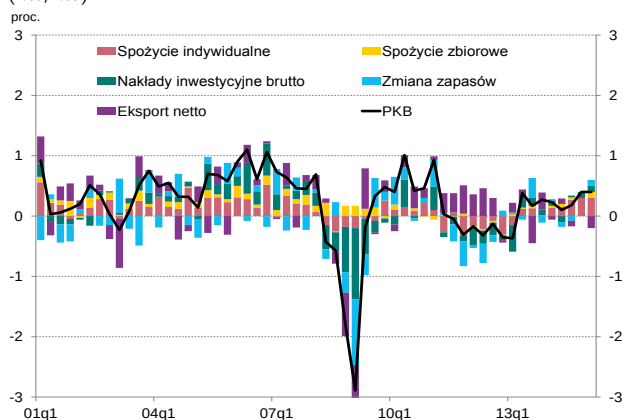
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.2 Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia (w sektorze pozarolniczym) w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Dane BLS.

Wykres 1.3 Dekompozycja dynamiki PKB w strefie euro (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

¹ Prezentowane w tym rozdziale dane dotyczące kwartalnej dynamiki PKB są wyrównane sezonowo.

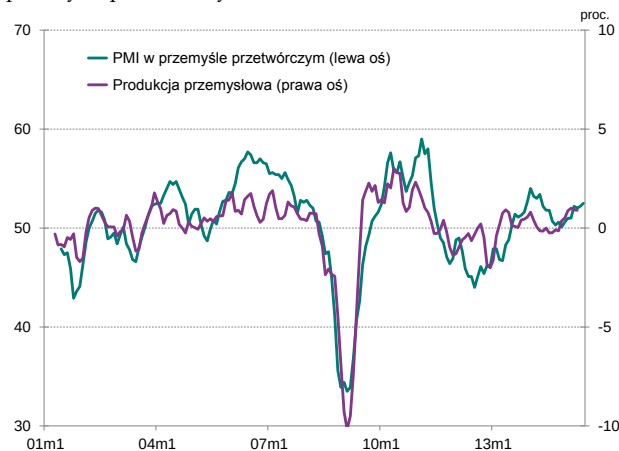
² Niższe ceny paliw doprowadziły wprowadzić do przyspieszenia wzrostu realnych dochodów do dyspozycji, jednak nie przełożyły się one dotychczas na wyższą dynamikę konsumpcji, a jedynie na wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych.

W strefie euro wzrost gospodarczy w I kw. br. był zbliżony do obserwowanego w IV kw. ub.r. (Wykres 1.3). Dynamika aktywności w tej gospodarce pozostała umiarkowana, co można wiązać z problemami strukturalnymi w części krajów, w tym wysokim poziomem zadłużenia.

Wzrost gospodarczy w strefie euro w I kw. br. wynikał głównie ze wzrostu dochodów gospodarstw domowych oraz poprawy nastrojów konsumentów, które były wspierane przez stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Na wzrost realnego dochodu wpływ miało także obniżenie cen paliw związane ze spadkiem cen ropy naftowej. Dodatkowo w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego oddziaływała deprecjacja euro związana z luzowaniem ilościowym EBC, która wspierała wzrost eksportu i ożywienie produkcji przemysłowej. Dane napływające w II kw., w tym przede wszystkim o sprzedaży detalicznej, bezrobociu oraz nastrojach konsumentów i przedsiębiorców wskazują na utrzymanie ożywienia aktywności gospodarczej w strefie euro (Wykres 1.4, Wykres 1.5).

Poprawa koniunktury w strefie euro, w tym wzrost dynamiki produkcji przemysłowej, sprzyjały wyraźnemu ożywieniu wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, będących istotnymi partnerami handlowymi Polski (Wykres 1.6). Głównym motorem wzrostu w tych krajach był jednak nadal wzrost popytu wewnętrznego, związany z poprawą sytuacji na krajowych rynkach pracy (w tym systematycznym obniżaniem się bezrobocia i wzrostem zatrudnienia). Rosnące zatrudnienie wraz ze spadkiem cen energii i żywności zwiększało dynamikę realnych dochodów gospodarstw domowych i poprawiało nastroje konsumentów. W wielu gospodarkach popyt krajowy był także zwiększany przez wysoki wzrost inwestycji.

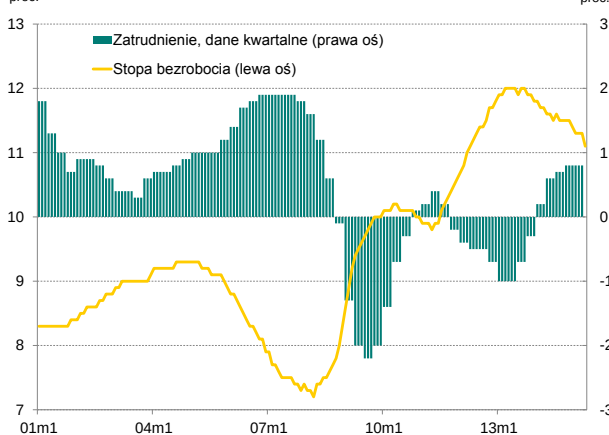
Wykres 1.4 Wzrost produkcji przemysłowej* i indeks PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

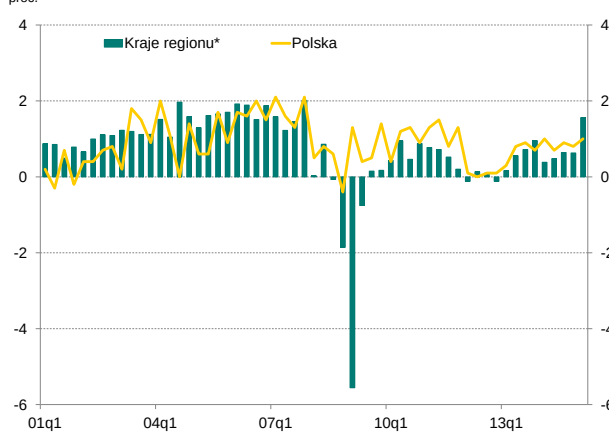
* / Zmiana trzymiesięcznej średniej ruchomej indeksu produkcji sprzedanej przemysłu w stosunku do analogicznej średniej sprzed trzech miesięcy.

Wykres 1.5 Zatrudnienie (t/r) i stopa bezrobocia w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.6 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Dane Bloomberg.

* / Kraje regionu obejmują: Czechy, Słowację, Węgry, Litwę, Rumunię, Łotwę, Estonię, Bułgarię. Agregat został policzony jako średnia ważona udziałem poszczególnych krajów w eksporcie Polski.

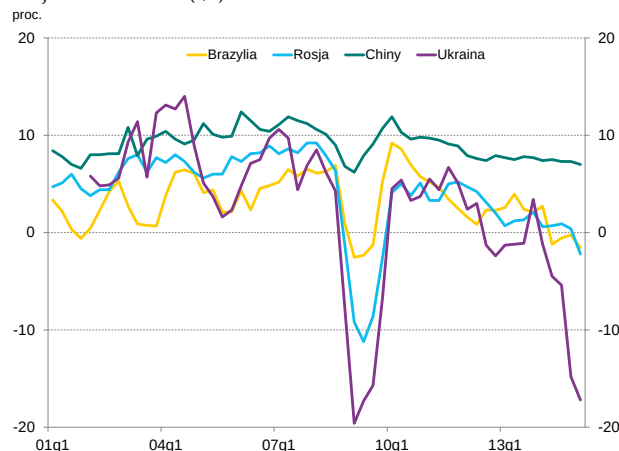
Jednocześnie w części gospodarek wschodzących dynamika aktywności gospodarczej osłabiła się w ostatnim okresie. W Chinach wzrost PKB obniżył się kolejny raz z rzędu, co związane jest z trwającym tam spowolnieniem inwestycji, w tym inwestycji na rynku nieruchomości (Wykres 1.7). W Brazylii pogłębił się spadek PKB, do czego przyczyniło się dalsze zacieśnianie polityki makroekonomicznej przekładające się na spadek popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Z kolei w Rosji, ze względu na wcześniejszy silny spadek cen ropy naftowej, znaczące osłabienie rubla oraz sankcje gospodarcze, dynamika PKB w I kw. br. obniżyła się poniżej zera. Na Ukrainie utrzymał się natomiast głęboki spadek aktywności gospodarczej spowodowany konfliktem zbrojnym na wschodzie tego kraju.

1.2 Procesy inflacyjne za granicą

Dynamika cen konsumpcyjnych w większości gospodarek pozostaje na bardzo niskim poziomie (Wykres 1.8), co wynika przede wszystkim z wcześniejszego silnego spadku cen ropy naftowej na światowych rynkach surowców (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*), a także z utrzymywania się umiarkowanego wzrostu aktywności gospodarczej na świecie. W części gospodarek wschodzących (m.in. w Rosji, Brazylii, na Ukrainie i w Turcji) inflacja w ostatnim okresie wzrosła, co było związane z oddziaływaniem czynników specyficznych dla tych gospodarek, w tym wcześniejszej deprecjacji ich walut.

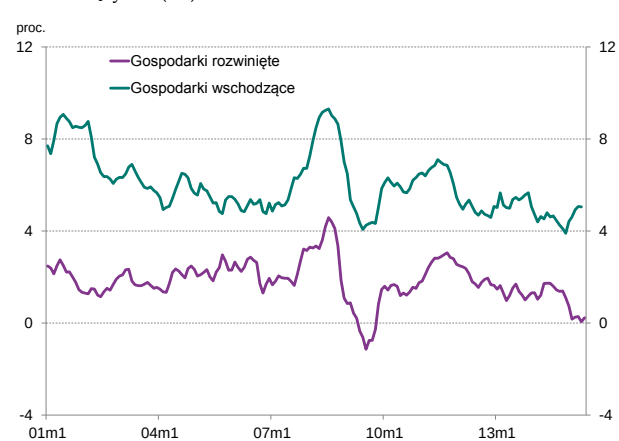
W Stanach Zjednoczonych dynamika cen kształtowała się w ostatnich miesiącach na poziomie zbliżonym do zera. Inflację ograniczał przede wszystkim silny spadek cen energii. Jednocześnie trwające – pomimo wyraźnego spadku dynamiki PKB w I kw. br. – ożywienie gospodarcze przyczyniło się do nieznacznego wzrostu inflacji bazowej, która jednak pozostała poniżej swojej wieloletniej średniej.

Wykres 1.7 Wzrost PKB w Chinach, Brazylii, Rosji i na Ukrainie (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

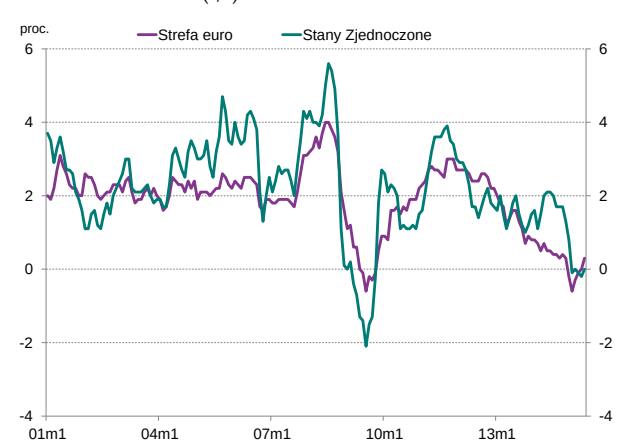
Wykres 1.8 Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

*/ Średnia inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (80% PKB w tej grupie krajów), ważona PKB.

Wykres 1.9 Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych i inflacja HICP w strefie euro (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

W najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, tj. w strefie euro i większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, dynamika cen – pomimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – pozostaje bardzo niska (Wykres 1.9, Wykres 1.10). Utrzymywanie się bardzo niskiej dynamiki cen w Europie wynika przede wszystkim z wcześniejszego spadku cen energii, a także ograniczonej presji popytowej, na co wskazuje niski poziom inflacji bazowej. Pewien wzrost dynamiki cen w ostatnim okresie był natomiast związany ze wzrostem cen paliw i żywności w ostatnich miesiącach, a w przypadku strefy euro również z wcześniejszą istotną deprecjacją euro.

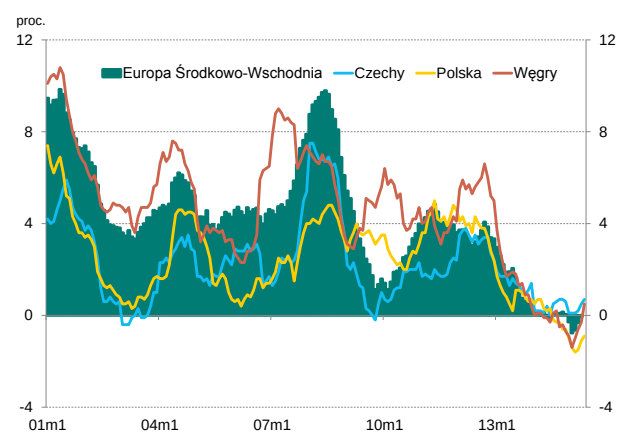
W pierwszych miesiącach br. w niektórych największych gospodarkach wschodzących inflacja wzrosła. W Rosji wyższy poziom inflacji wiązał się z wcześniejszą deprecjacją rubla oraz embargiem na import żywności z wielu krajów. W Brazylii wzrost inflacji wynikał głównie ze wzrostu cen regulowanych związanego z zacieśnieniem polityki fiskalnej oraz – w mniejszym stopniu – z wcześniejszej deprecjacji reala. W Chinach natomiast inflacja pozostaje niska, a jej niewielki wzrost w ostatnim czasie był związany ze wzrostem cen żywności.

1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

Stopy procentowe głównych banków centralnych pozostają w pobliżu zera. Jednocześnie utrzymuje się dywergencja w zakresie kierunku polityki pieniężnej prowadzonej przez Fed i EBC, w tym perspektyw stóp procentowych tych banków centralnych (Wykres 1.11, Wykres 1.12).

W ostatnich miesiącach Fed sygnalizuje możliwość podwyższenia stóp procentowych, ale uzależnia jego termin od kształtowania się zatrudnienia i inflacji. Z uwagi na znaczną

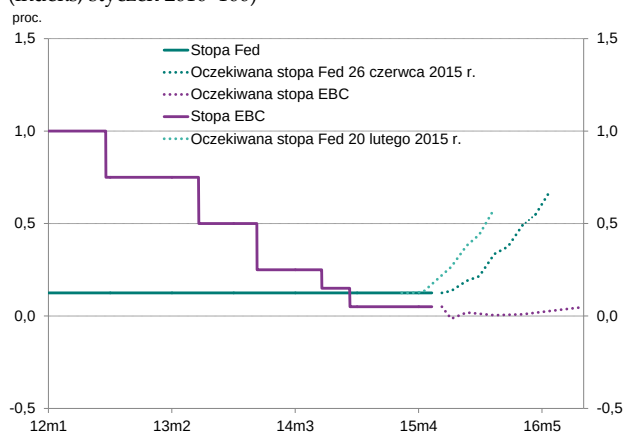
Wykres 1.10 Inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej* i jego największych gospodarkach (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

*/ Średnia arytmetyczna wskaźników inflacji w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

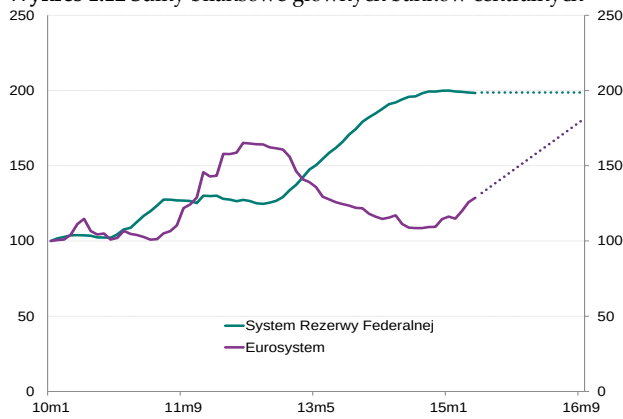
Wykres 1.11 Stopy procentowe głównych banków centralnych (indeks, styczeń 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg.

*/ Oczekiwana stopa Fed – fed funds futures, oczekiwana stopa EBC – opcje na 3-miesięczny EURIBOR.

Wykres 1.12 Sumy bilansowe głównych banków centralnych



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

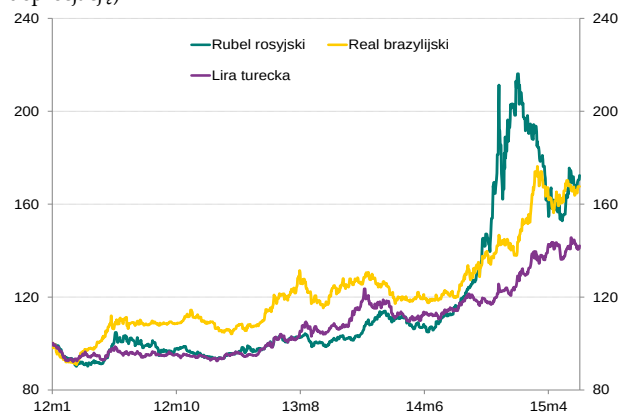
*/ Linie przerywane oznaczają prognozę sum bilansowych. Dla sumy bilansowej Eurosystemu prognoza wyznaczona przy założeniu jej wzrostu o 60 mld EUR miesięcznie, dla sumy bilansowej Fed – przy założeniu jej niezmienności wielkości.

niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) oczekiwania co do terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych charakteryzują się znaczną zmiennością. Obecnie oczekiwania uczestników rynku wskazują, że pierwsza podwyżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych może nastąpić dopiero w I kw. 2016 r. (Wykres 1.11), a więc nieco później niż oceniano kilka miesięcy temu³.

Z kolei EBC kontynuuje rozpoczęty w marcu br. program zakupu aktywów (głównie obligacji skarbowych państw strefy euro), który ma trwać przynajmniej do września 2016 r. Według EBC luzowanie ilościowe oraz wcześniejsze działania przyczyniły się do wyraźnej poprawy nastrojów podmiotów gospodarczych oraz większej dostępności kredytów dla sektora niefinansowego w strefie euro, a przez to do poprawy perspektyw wzrostu dla tej gospodarki. Ponadto – w związku z nasileniem obaw o ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i związanym z tym zwiększeniem skali odpływu środków z greckiego sektora bankowego – EBC kilkakrotnie zwiększał limit awaryjnego finansowania dla greckich banków⁴.

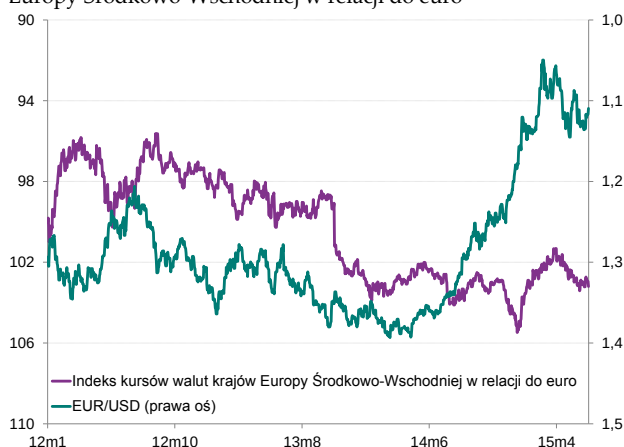
Z uwagi na odsunięcie terminu oczekiwanej pierwszej podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i pewną poprawę koniunktury w strefie euro wyhamowała aprecjacja dolara względem euro, choć wzrost niepewności związanej z ryzykiem ogłoszenia niewypłacalności przez Grecję oddziaływał w kierunku osłabienia wspólnej waluty. Równocześnie po silnej aprecjacji w pierwszych miesiącach br. osłabiły się kursy walut krajów

Wykres 1.13 Kursy wybranych walut krajów rozwijających się w relacji do dolara amerykańskiego (wzrost oznacza deprecjację)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.14 Kursy euro w relacji do dolara i walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej w relacji do euro*



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

*/ Wzrost oznacza aprecjację dolara lub walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej; indeks walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej obejmuje waluty Polski, Czech, Rumunii i Węgier.

³ Równocześnie Fed w dalszym ciągu reinwestuje zapadające papiery dłużne, które kupił w trakcie zakończonego w ub.r. programu luzowania ilościowego.

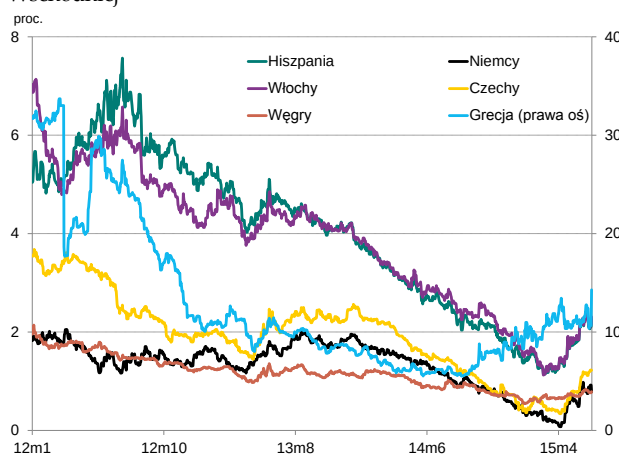
⁴ W związku z nieosiągnięciem porozumienia pomiędzy Grecją i jej wierzycielami, a następnie odrzuceniem w referendum propozycji działań mających na celu przywrócenie nierównowagi w greckich finansach publicznych, Rada Prezesów EBC zdecydowała nie zwiększać dalej limitu awaryjnego zasilania dla greckich banków i dostosować współczynniki redukcji wartości zabezpieczenia przyjmowanego przy udzielaniu tego rodzaju wsparcia. W konsekwencji rząd grecki podjął decyzję o wprowadzeniu kontroli przepływów kapitałowych, ograniczeniu wypłat z bankomatów i czasowym zamknięciu banków.

Europy Środkowo-Wschodniej oraz krajów uznawanych przez inwestorów za bardziej ryzykowne (Wykres 1.13, Wykres 1.14).

Kontynuacja luzowania ilościowego EBC skłaniała banki centralne części krajów silnie powiązanych ze strefą euro do dalszego łagodzenia swojej polityki pieniężnej⁵. Od poprzedniego *Raportu* stopy procentowe zostały obniżone na Węgrzech, w Rumunii i w Szwecji, gdzie dodatkowo wprowadzono – a następnie rozszerzono – program zakupu aktywów finansowych. Jednocześnie obniżenie wyceny ryzyka na światowych rynkach i umocnienie się kursów walutowych w pierwszych miesiącach br. umożliwiło obniżenie stóp procentowych w niektórych krajach rozwijających się, w tym w Rosji. Politykę pieniężną łagodził również Bank Chin, jednak było to związane głównie z pogłębiającym się w tym kraju spowolnieniem gospodarczym.

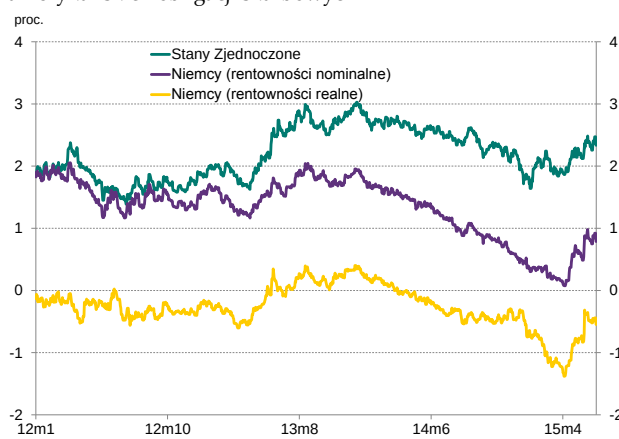
Łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC przyczyniało się do połowy kwietnia br. do silnego obniżania się rentowności obligacji skarbowych w strefie euro i w krajach silnie powiązanych z tym obszarem walutowym – w niektórych z nich do silnie ujemnego poziomu (por. Ramka 1: *Ujemne stopy procentowe banków centralnych*). Jednak rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro i wielu innych krajów wzrosły od połowy kwietnia, na co wpłynął przede wszystkim wzrost stóp realnych, przy względnie stabilnych oczekiwaniach inflacyjnych (Wykres 1.15). W przypadku niektórych krajów strefy euro do wzrostu rentowności obligacji skarbowych przyczyniały się obawy o ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i możliwość wyjścia tego kraju ze strefy euro. W ostatnich miesiącach wzrosły również nieco rentowności amerykańskich obligacji

Wykres 1.15 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w wybranych krajach strefy euro i regionu Europy Środkowo-Wschodniej



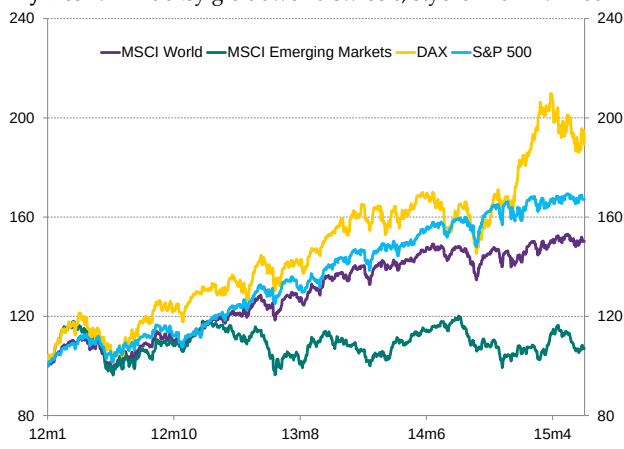
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.16 Rentowności 10-letnich niemieckich i amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.17 Indeksy giełdowe na świecie, styczeń 2012 r. = 100



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

⁵ Równocześnie niektóre banki centralne krajów powiązanych ze strefą euro podniosły stopy procentowe (Bank Islandii) lub zasygnalizowały możliwość podwyżek stóp procentowych (Bank Anglii).

skarbowych, jednak – z uwagi na odsunięcie w czasie oczekiwań co do terminu pierwszej podwyżki – skala tego wzrostu była niewielka (Wykres 1.16).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeksy giełdowe na świecie ponownie nieco wzrosły. W kierunku wzrostu indeksów oddziaływało odsunięcie w czasie perspektywy podwyżki stóp procentowych przez Fed. Jednak indeksy giełdowe w Chinach oraz w Europie obniżyły się po silnym wzroście w poprzednich miesiącach. W kierunku obniżenia cen akcji w Europie oddziaływał w szczególności wzrost obaw o ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i możliwość wyjścia tego kraju ze strefy euro (Wykres 1.17).

Ramka 1: Ujemne stopy procentowe banków centralnych

W związku z recesją i presją deflacyjną, jaką spowodował niedawny globalny kryzys finansowy, szereg banków centralnych znacznie obniżyło stopy procentowe. W konsekwencji większość banków centralnych krajów wysoko rozwiniętych utrzymuje obecnie stopy procentowe w pobliżu zera. Niektóre z nich (Bank Szwajcarii, Bank Danii, Bank Szwecji i Europejski Bank Centralny) zdecydowały się obniżyć część swoich stóp procentowych poniżej zera (Wykres R.1.1, Wykres R.1.2). Działania te podały w wątpliwość dominujący wcześniej w literaturze pogląd o braku możliwości obniżenia nominalnych stóp procentowych do ujemnego poziomu (*zero lower bound*)⁶. Jest to tym bardziej wyjątkowa sytuacja, że ujemne stopy procentowe banków centralnych przyczyniły się do spadku rynkowych stóp procentowych (zwłaszcza o krótszym terminie zapadalności) poniżej zera (Wykres R.1.3, Wykres R.1.4).

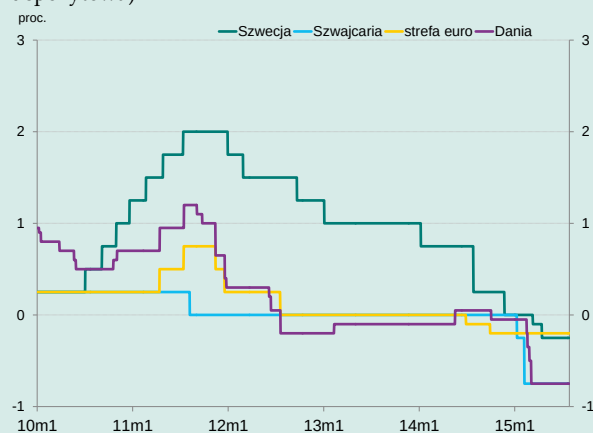
Europejski Bank Centralny

Obniżenie stopy depozytowej EBC poniżej zera nastąpiło równocześnie z obniżeniem stopy refinansowej w pobliżu zera (0,15%, a następnie 0,05%). Stworzono w ten sposób warunki, które miały sprzyjać lokowaniu większej części płynnych rezerw banków poza EBC, a także zwiększeniu ekspansywności polityki pieniężnej w strefie euro, bowiem stopa na rynku międzybankowym (EONIA) kształtuje się w większym stopniu pod wpływem stopy depozytowej EBC, aniżeli stopy refinansowej (Cœuré 2014)⁷.

⁶ Uzasadnieniem granicy dla obniżek stóp procentowych na poziomie zera jest możliwość zmiany rezerw (w przypadku banków) bądź depozytów (w przypadku gospodarstw domowych i przedsiębiorstw) na gotówkę, a więc aktywo o zerowym oprocentowaniu.

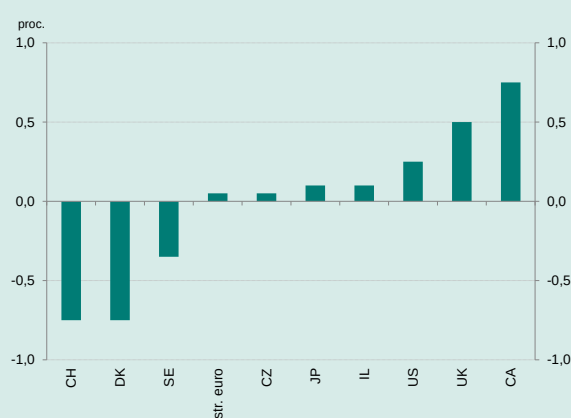
⁷ Wynika to z nadpłynności sektora bankowego w strefie euro oraz faktu, że operacje otwartego rynku EBC mają charakter zasilający i odbywają się na zasadzie pełnego przydziału po stałej stopie (*fixed rate full allotment*); por. Cœuré B., (2014), *Life below zero: Learning about negative interest rates*, przemówienie w ramach ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt, 9 września.

Wykres R.1.1 Stopy procentowe Banku Danii (oprocentowanie certyfikatów depozytowych), Szwecji (stopa repo), Szwajcarii (stopa depozytowa) i EBC (stopa depozytowa)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres R.1.2 Wysokość głównej⁸ stopy procentowej banków centralnych ze stopami procentowymi w pobliżu zera



Źródło: Dane Bloomberg.

Bank Szwecji

Podobne motywy stały za decyzją Banku Szwecji. Obniżenie stopy depozytowej poniżej zera w lipcu 2014 r. wiązało się z obniżeniem głównej stopy procentowej (stopy repo) do poziomu nieznacznie powyżej zera⁹.

Działania te miały zwiększyć ekspansywność polityki pieniężnej przy zachowaniu aktywności na rynku depozytów międzybankowych. W lutym 2015 r. Bank Szwecji obniżył również stopę repo do -0,1%, a w marcu 2015 r. – do -0,25%¹⁰. Bank Szwecji uzasadniał te działania koniecznością dalszego luzowania polityki pieniężnej w obliczu przedłużającego się okresu kształtowania się inflacji wyraźnie poniżej celu. Ekspansywność polityki pieniężnej Banku Szwecji zwiększył program zakupu obligacji rządowych. Wpływ na tę decyzję miało rozpoczęcie programu zakupu aktywów przez EBC, które mogło oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu korony i w ten sposób utrudniać powrót inflacji do celu.

Bank Szwajcarii

Decyzja o obniżeniu poniżej zera stopy oprocentowania depozytów składanych przez banki komercyjne na rachunkach w Banku Szwajcarii¹¹ została podjęta w grudniu 2014 r. w celu ograniczenia napływu kapitału i presji na aprecjację kursu walutowego. Stopa oprocentowania depozytów – będąca głównym narzędziem oddziaływania Banku Szwajcarii na rynkowe stopy procentowe – została obniżona do -0,25%, a miesiąc później do -0,75%. Decyzję o obniżeniu stopy procentowej poniżej zera można wiązać z rezygnacją Banku Szwajcarii z utrzymywania asymetrycznego celu kursowego i koniecznością przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego¹².

⁸ Szwajcaria – stopa depozytowa; Dania – oprocentowanie certyfikatów depozytowych; Szwecja – stopa repo; strefa euro – stopa podstawowych operacji refinansujących; Czechy – stopa repo; Japonia – *overnight call rate*; Izrael – *Bank of Israel interest rate*; USA – *federal funds rate*; Wielka Brytania – *bank rate*; Kanada – cel dla stopy *overnight*.

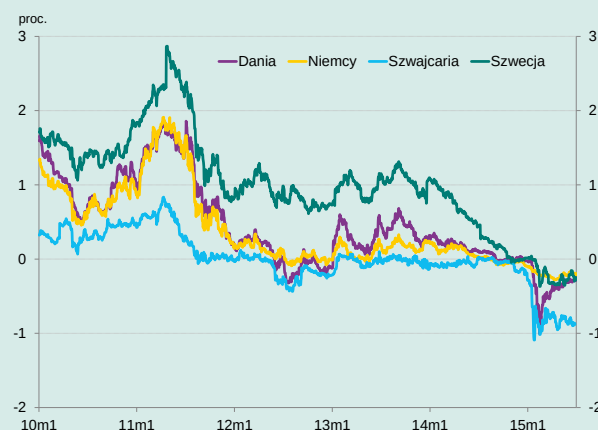
⁹ Bank Szwecji utrzymywał stopę depozytową poniżej zera również wcześniej, od lipca 2009 r. do września 2010 r.

¹⁰ W lipcu br. Bank Szwecji ponownie obniżył stopy procentowe, w tym stopę repo do -0,35%.

¹¹ Chodziło o depozyty przekraczające próg ustalony przez SNB. Zasady ustalania progu są skomplikowane i można je znaleźć w informacji SNB po podjęciu decyzji o wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych 18 grudnia 2014 r. (http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20141218/source/pre_20141218.en.pdf).

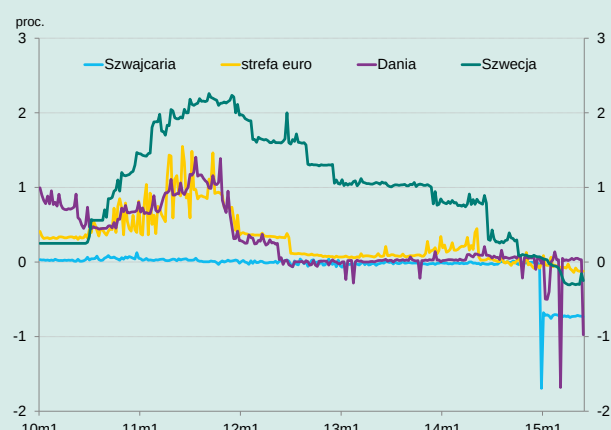
¹² Por. Ramka 3 z Raportu o inflacji – marzec 2015, NBP.

Wykres R.1.3 Rentowności 2-letnich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres R.1.4 Oprocentowanie pożyczek O/N na rynku międzybankowym



Źródło: Dane Bloomberg.

Bank Danii

Dania należy do systemu ERM II i tym samym polityka stóp procentowych Banku Danii jest kształtowana w taki sposób, aby utrzymać stały kurs walutowy korony duńskiej do euro¹³. W takiej sytuacji zmiany stóp procentowych Banku Danii muszą być dostosowywane w dużym stopniu do zmian polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC. Bank Danii utrzymuje stopę oprocentowania operacji otwartego rynku poniżej zera od lipca 2012 r. (z wyjątkiem okresu od kwietnia do września 2014 r.). W reakcji na napływ kapitału, związany z ogłoszeniem przez EBC programu QE, Bank Danii obniżył stopę oprocentowania operacji otwartego rynku o 0,7 pkt proc., do -0,75%.

Opisane działania banków centralnych pokazują, że istnieje techniczna możliwość obniżenia stóp procentowych banku centralnego poniżej zera. Możliwość ta wynika z faktu, że unikanie ujemnego oprocentowania poprzez utrzymywanie pieniądza w formie gotówki wiąże się z kosztami (transakcyjnymi, przechowywania gotówki w depozycie oraz ubezpieczenia i transportu). Koszty te są trudne do precyzyjnego oszacowania i różnią się dla różnych podmiotów gospodarczych. Przykładowo, występowanie tych kosztów powoduje, że gospodarstwa domowe godzą się na opłaty za prowadzenie nieoprocentowanych rachunków – co jest ekonomicznie równoważne otrzymywaniu ujemnego oprocentowania od depozytu – a sprzedawcy akceptują opłaty *interchange* (rzędu 1-3% transakcji¹⁴) za przyjmowanie płatności kartą. Szacuje się, że koszt społeczny używania gotówki wynosi średnio w badanych krajach Unii Europejskiej 2,3%¹⁵.

Obecnie trudno jest ocenić skuteczność utrzymywania stóp procentowych na ujemnym poziomie w przeciwdziałaniu zjawiskom deflacyjnym z uwagi na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Ponadto trudno jest oddzielić efekty obniżenia stóp procentowych poniżej zera od towarzyszących mu dodatkowych działań z zakresu niestandardowej polityki pieniężnej. Jednak wydaje się, że łagodniejsza polityka pieniężna omawianych banków centralnych przynosi jak dotąd pożądane skutki, oddziałując w kierunku słabszego kursu walutowego i obniżając koszt kredytowania.

Ujemne stopy procentowe stwarzają ryzyko dla stabilności finansowej, związane przede wszystkim z możliwą zamianą depozytów utrzymywanych w bankach komercyjnych na gotówkę. Zamiana taka mogłaby nastąpić w przypadku obniżenia stóp oprocentowania depozytów istotnie poniżej zera. Ze względu na takie ryzyko, banki komercyjne jedynie w ograniczonym stopniu przerzucają koszty ujemnego oprocentowania rezerw w banku centralnym na deponentów, co prowadzi do zmniejszenia rentowności tych banków. Choć

¹³ Z dopuszczalnym zakresem wahań w wysokości $\pm 2,25\%$ (*de jure*) i $\pm 0,5\%$ (*de facto*).

¹⁴ Na ten poziom opłat *interchange* akceptowany przez sprzedawców w wielu krajach wskazuje Barclays (2015), *Three Questions. Quantum Evolution, Foreign Exchange Research*, 27 stycznia.

¹⁵ Schmiedel H., Kostova G., Ruttenberg W., (2012), *The social and private costs of retail payment instruments. A European perspective*, ECB Occasional Papers Series, nr 137.

jak dotąd w gospodarkach, w których banki centralne obniżyły stopy procentowe poniżej zera nie nastąpiła gwałtowna zamiana depozytów na gotówkę, to skala tej zamiany mogłaby być większa wraz z dalszym obniżeniem nominalnej stopy procentowej poniżej zera. Podmioty gospodarcze mogą bowiem być w stanie akceptować nieznacznie ujemne oprocentowanie swoich środków, natomiast po przekroczeniu pewnej granicy stopy procentowej, odpływ pieniądza do gotówki mógłby być znaczący (choć także zależałby od relacji w jakiej depozyty mogłyby być wymieniane na gotówkę¹⁶). Inne ryzyka dla stabilności finansowej mogą wiązać się z podejmowaniem nadmiernego ryzyka w sektorze finansowym i powstawania baniek na rynku aktywów.

1.4 Światowe rynki surowców

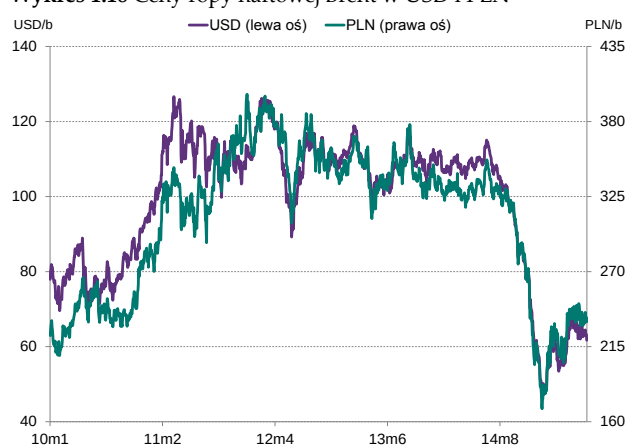
Tendencje na rynkach cen surowców w pierwszej połowie 2015 r. były silnie zróżnicowane. Ceny ropy naftowej – po gwałtownym spadku w II połowie 2014 i na początku 2015 r. – wzrosły w ostatnich miesiącach, pozostając jednak na znacznie niższym poziomie niż rok temu. Natomiast ceny pozostałych surowców energetycznych nadal się obniżały. Ceny wielu surowców rolnych wzrosły, co było związane głównie z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

Ceny ropy naftowej Brent – po osiągnięciu w styczniu br. poziomu najniższego od prawie sześciu lat – w reakcji na wzrost światowego popytu na ropę ponownie wzrosły (do nieco powyżej 60 USD/b; Wykres 1.18). Ograniczająco na dalszy wzrost cen ropy naftowej wpływają jednak nadal czynniki podażowe, w szczególności zwiększenie eksportu ropy naftowej z krajów OPEC.

Ceny węgla i gazu w pierwszej połowie 2015 r. utrzymały się w spadkowej tendencji wynikającej z obniżającego się od kilku lat popytu. Skala spadku cen gazu była szczególnie znacząca, co wynikało głównie z łagodnej zimy w Europie (Wykres 1.19).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny głównych surowców rolnych wzrosły z uwagi na

Wykres 1.18 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 1.19 Ceny gazu i węgla na rynkach światowych



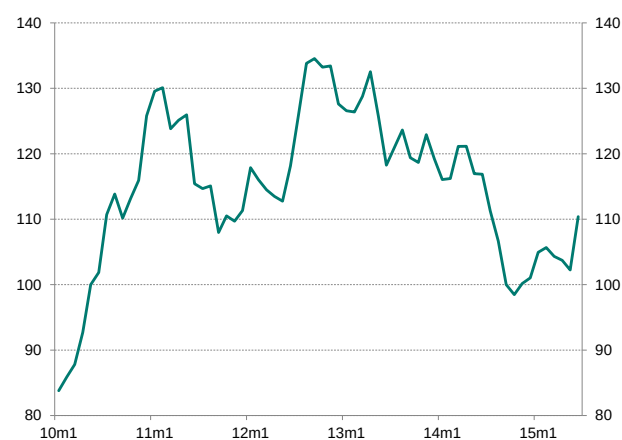
Źródło: Bloomberg

* / MMBTU - Million British Thermal Unit; 1 BTU to ilość energii potrzebna do podniesienia temperatury jednego funta wody o jeden stopień Fahrenheita.

¹⁶ W rozważaniach dotyczących tej kwestii wskazuje się na możliwość obniżenia relacji wymiany depozytów na gotówkę poniżej 100% po wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych.

niekorzystne warunki klimatyczne (Wykres 1.20). W Europie w kierunku wzrostu cen mięsa, zwłaszcza wieprzowego, oddziaływało dodatkowo wprowadzenie przez Komisję Europejską mechanizmu dopłat do prywatnego przechowywania tego rodzaju mięsa. Spośród głównych surowców rolnych obniżyły się jedynie ceny produktów nabiałowych, głównie z uwagi na deregulację rynku mleka w Unii Europejskiej.

Wykres 1.20 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

*/ W skład indeksu wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag wykorzystany w ICSR odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

2 Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

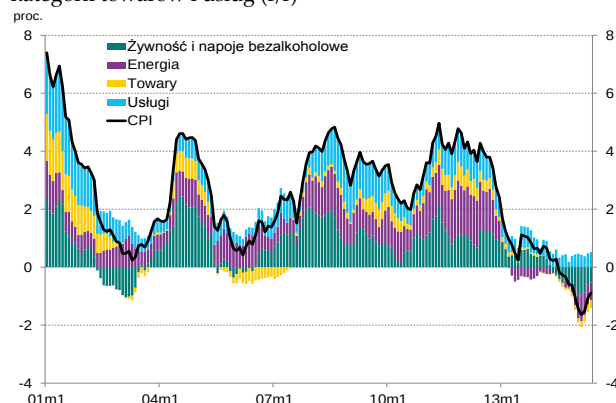
2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych od lipca ub.r. pozostaje ujemna, choć od marca br. roczne tempo spadku cen stopniowo się zmniejsza (Wykres 2.1, Tabela 2.1). Na kształtowanie się dynamiki cen konsumpcyjnych w 2015 r. największy wpływ miały zmiany cen paliw i żywności.

W pierwszych dwóch miesiącach br. ceny paliw – podobnie jak w II połowie 2014 r. – obniżały się w następstwie spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). Od lutego ceny ropy naftowej nieco wzrosły. W rezultacie roczna dynamika cen paliw nieznacznie się zwiększyła, choć pozostała ujemna, co było głównym czynnikiem powodującym utrzymywanie się ujemnego wskaźnika CPI.

Drugim czynnikiem powodującym deflację cen towarów i usług konsumpcyjnych był niższy niż przed rokiem poziom cen żywności. Był on związany z relatywnie niskimi cenami surowców rolnych na rynkach światowych, utrzymującymi się korzystnymi warunkami meteorologicznymi w latach 2014-15 oraz rosyjskim embargiem na import żywności z wielu krajów, w tym z Polski¹⁷. Ograniczająco na deflację cen żywności od lutego br. oddziaływał natomiast wzrost rocznej dynamiki cen warzyw, związany z ograniczeniem skali ich upraw (wskutek obaw o niską – podobnie jak w ub.r. – opłacalność produkcji)¹⁸.

Wykres 2.1 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)



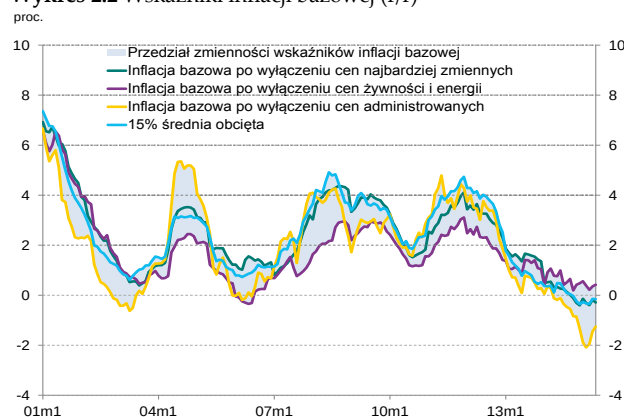
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług konsumpcyjnych (r/r)

	2011	2012	2013	2014	2015				
	średniorocznie				sty	lut	mar	kwi	maj
CPI (proc.)	4,3	3,7	0,9	0,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9
Żywność i napoje (pkt proc.)	1,3	1,0	0,5	-0,2	-1,0	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5
Energia (pkt proc.)	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6
Towary (pkt proc.)	0,5	0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Usługi (pkt proc.)	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁷ Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu podaży produktów rolnych była deregulacja od 1 kwietnia br. europejskiego rynku mleka, która przyczyniła się do obniżenia dynamiki jego cen.

¹⁸ Do wzrostu dynamiki cen warzyw przyczynił się też dodatni efekt bazy związany z nietypowym spadkiem ich cen w analogicznym okresie ub.r.

Utrzymywaniu się deflacji cen konsumpcyjnych sprzyjały także umiarkowany wzrost popytu i brak presji kosztowej, zbliżona do zera dynamika cen w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki oraz silniejszy niż rok temu poziom kursu złotego (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą* oraz rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*).

2.1.2 Inflacja bazowa

Wskaźniki inflacji bazowej kształtują się na historycznie niskim poziomie, a większość z nich pozostaje ujemna (Wykres 2.2, Tabela 2.2). Relatywnie niski poziom inflacji bazowej wynika z umiarkowanego wzrostu popytu i braku presji kosztowej w gospodarce. Na niską inflację bazową złożyła się niska, choć dodatnia, dynamika cen usług – której sprzyja umiarkowany wzrost popytu – i jednocześnie utrzymujący się spadek cen towarów, pogłębiany przez niską inflację za granicą i silniejszy niż rok wcześniej poziom kursu złotego.

2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

Trwająca od trzech lat deflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu pogłębiła się w I kw. br. (Wykres 2.3)¹⁹. Było to spowodowane zwiększeniem skali spadku cen surowców na rynkach światowych w ujęciu rocznym, w tym przede wszystkim ropy naftowej. Spadkowi cen producenta sprzyjało również nieznaczne obniżenie jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, a także niska dynamika cen na świecie. Ujemna dynamika PPI dotyczyła zarówno dóbr krajowych, jak i eksportowanych, choć w przypadku dóbr krajowych jej skala była większa.

2.1.4 Ceny importu

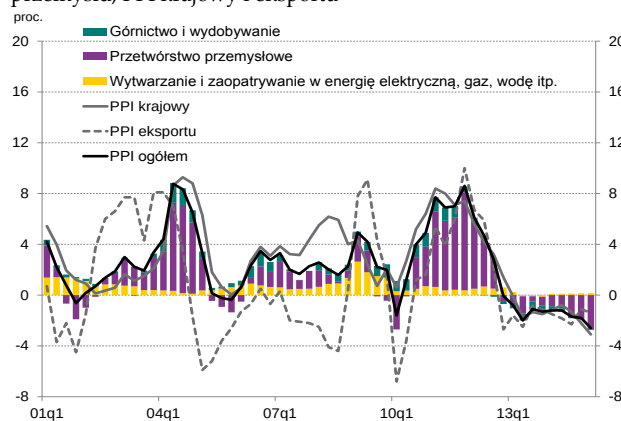
W I kw. br. roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych – po wzroście w IV kw. ub.r. w okolice zera – ponownie

Tabela 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (proc., r/r)

	2011	2012	2013	2014	2015				
	średniorocznie				sty	lut	mar	kwi	maj
CPI po wyłączeniu cen żywności i energii	2,4	2,2	1,2	0,6	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4
CPI po wyłączeniu cen administrowanych	3,9	3,2	0,6	-0,3	-1,9	-2,1	-2,0	-1,4	-1,3
CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych	3,3	3,1	1,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3
15% średnia obciąża	3,9	3,7	1,0	0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,1	-0,2

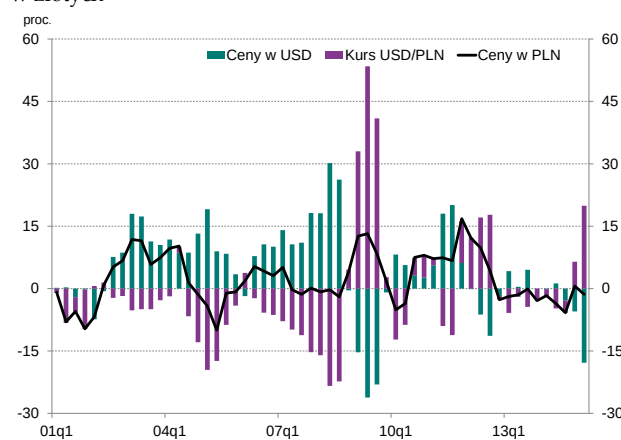
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu



Źródło: Dane GUS i Eurostat.

Wykres 2.4 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁹ W kwietniu br. inflacja PPI obniżyła się do -2,6% r/r (wobec -2,5% r/r w poprzednim miesiącu), a w maju br. wzrosła do -2,2% r/r.

obniżyła się do ujemnego poziomu (Wykres 2.4). W kierunku obniżenia cen importu oddziaływał pogłębiający się spadek cen towarów importowanych wyrażonych w dolarach, w tym przede wszystkim cen ropy naftowej. Był on jednak częściowo rekompensowany przez słabszy niż przed rokiem kurs złotego wobec dolara amerykańskiego w ujęciu rocznym.

2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wszystkie miary oczekiwań inflacyjnych pozostały niskie, a niektóre z nich obniżyły się (Tabela 2.3, Tabela 2.4). W szczególności obniżyły się oczekiwania inflacyjne uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP*²⁰ oraz analityków sektora finansowego dotyczące 2015 r. Natomiast oczekiwania konsumentów i przedsiębiorstw utrzymały się na poziomie bliskim zera. Wszystkie grupy ankietowanych podmiotów spodziewają się, że w 2015 r. dynamika cen pozostanie na bardzo niskim poziomie, po czym – zgodnie z oczekiwaniami analityków i uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP* – w kolejnych latach będzie następował stopniowy jej powrót w okolice celu NBP.

Obniżeniu oczekiwanej inflacji w najbliższych miesiącach towarzyszył istotny wzrost postrzeganego przez uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP* prawdopodobieństwa wystąpienia średniorocznej deflacji w 2015 r. Zgodnie z ankietą z czerwca br. wynosi ono ok. 80% (wobec 35% według ankiety z grudnia ub.r.), natomiast w kolejnych dwóch latach spada już do bardzo niskiego poziomu (3%). Towarzyszy temu wzrost odsetka podmiotów gospodarczych oczekujących stabilizacji cen w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy.

Tabela 2.3. Oczekiwania inflacyjne konsumentów, przedsiębiorstw, analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	lut	mar	2015 kwi	maj	cze
Inflacja CPI oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy					
Konsumenti	0,2*	0,2*	0,2*	0,2*	0,2*
Przedsiębiorstwa	0,1**	0,1	-	-	0,2
Oczekiwana średnioroczna inflacja CPI					
Analitycy sektora finansowego					
- w 2015 r.	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6
- w 2016 r.	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5
- w 2017 r.	2,3	2,0	2,1	2,3	2,0
Ankieta Makroekonomiczna NBP					
- w 2015 r.	0,2**	-0,4	-	-	-0,6
- w 2016 r.	1,8**	1,4	-	-	1,4
- w 2017 r.	-	2,1	-	-	2,0

Źródło: dane GUS, NBP, Thomson Reuters

*W okresach niedodatniej bieżącej inflacji CPI pomiar zobiektywizowanej miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów jest utrudniony, a uzyskiwane wartości należy traktować jako przybliżenie.

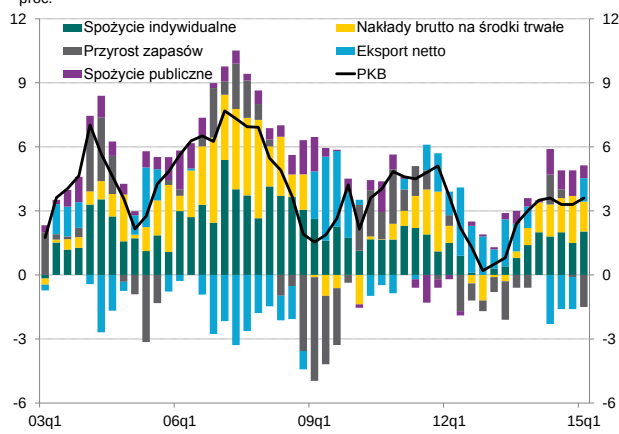
**Dane z ankiety z grudnia 2014 r.

Tabela 2.4. Prognozy inflacji CPI otrzymane w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych (proc.)

Horyzont	Prognoza centralna	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2015	-0,6	-0,7 – -0,3	-1,1 – 1,2	2
2016	1,4	1,1 – 1,9	0,4 – 3,0	44
2017	2,0	1,6 – 2,6	0,4 – 3,8	71

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z czerwca 2015 r.

Wykres 2.5 Wzrost PKB wraz z jego strukturą proc.



Źródło: Dane GUS.

²⁰ Ankieta Makroekonomiczna NBP jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>.

2.2 Popyt i produkcja

W I kw. br. wzrost gospodarczy w Polsce nieco przyspieszył i wyniósł 3,6% r/r (wobec 3,3% r/r w IV kw. ub.r., Wykres 2.5, Tabela 2.5). Głównym czynnikiem przyspieszenia wzrostu było silne zwiększenie wkładu eksportu netto spowodowane istotnym wzrostem eksportu, przy obniżeniu dynamiki importu. Jednocześnie głównym motorem wzrostu PKB pozostał popyt krajowy, do czego przyczyniało się zwiększenie dynamiki inwestycji oraz stabilny wzrost konsumpcji.

2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W I kw. br. wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych rosły w stabilnym tempie, zbliżonym do poprzedniego kwartału (3,1% r/r, Wykres 2.6). Rosnąca konsumpcja była wspierana przez poprawę sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), w tym istotne zwiększenie realnej dynamiki płac związane ze spadkiem cen energii i żywności. W tym samym kierunku oddziaływał także wzrost kredytu dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądze*). Pozytywnie na wydatki konsumpcyjne wpływały także optymistyczne nastroje gospodarstw domowych (Wykres 2.7).

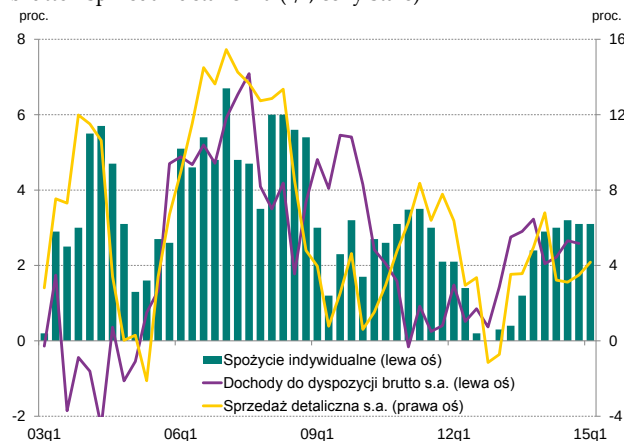
Dane napływające w II kw. wskazują na utrzymanie się dotychczasowego tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego. Dynamika sprzedaży detalicznej – pomimo pewnego spadku – pozostała na umiarkowanym poziomie w kwietniu i maju br. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego w II kw. sprzyjają nadal optymistyczne nastroje konsumentów oraz dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy.

Tabela 2.5 Tempo wzrostu PKB i wybranych składowych (r/r) oraz wkład przyrostu zapasów i eksportu netto do PKB

	2011	2012	2013	2014				2015
				q1	q2	q3	q4	q1
PKB (proc.)	4,8	1,8	1,7	3,4	3,5	3,3	3,1	3,6
Spożycie indywidualne (proc.)	3,0	1,0	1,1	2,9	3,0	3,2	3,1	3,1
Spożycie publiczne (proc.)	-2,3	0,2	2,1	0,1	3,7	3,5	3,7	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe (proc.)	9,3	-1,5	0,9	11,2	8,7	9,9	9,0	11,4
Przyrost zapasów (pkt proc.)	0,7	-0,7	-1,0	0,0	1,4	0,4	-0,1	-1,5
Eksport netto (pkt proc.)	0,9	2,2	1,5	0,0	-1,9	-1,6	-1,5	1,1

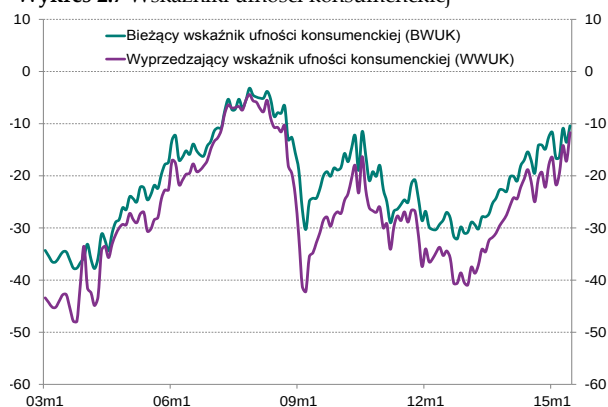
Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.6 Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe)



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.7 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

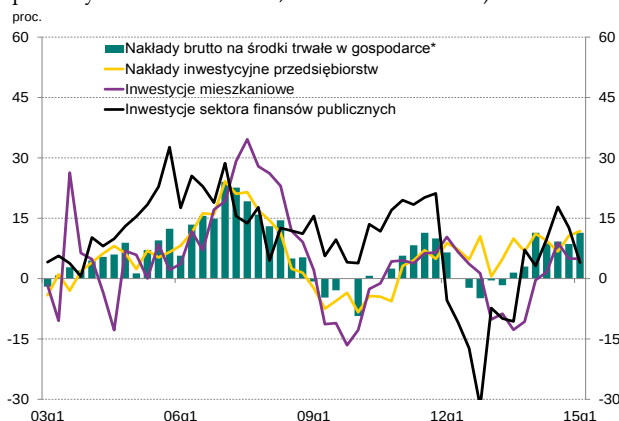
2.2.2 Popyt inwestycyjny

W I kw. 2015 r. dynamika inwestycji w gospodarce istotnie wzrosła (wynosząc 11,4% r/r²¹ wobec 8,6% r/r w IV kw. ub.r.), czemu sprzyjało przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przy umiarkowanej dynamice inwestycji mieszkaniowych (Wykres 2.8). Dynamika nakładów brutto na środki trwałe była natomiast ograniczana przez spadek dynamiki inwestycji sektora finansów publicznych (do 4,0% r/r z 12,6% r/r w IV kw. ub.r.), które mogło jednak po części wynikać z czynników jednorazowych²².

Głównym czynnikiem wzrostu popytu inwestycyjnego w gospodarce w I kw. br. pozostała aktywność inwestycyjna firm²³. Szybkiemu wzrostowi inwestycji przedsiębiorstw (11,8% r/r wobec 10,6% r/r w IV kw. ub.r.) sprzyjał nadal wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych (Wykres 2.9) oraz optymistyczne prognozy popytu formułowane przez przedsiębiorców pod koniec ub.r. Dynamika inwestycji była także wspierana przez dobrą sytuację finansową firm – umożliwiającą finansowanie projektów ze środków własnych – a także wyższą dostępność oraz spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw. Czynniki te będą prawdopodobnie także w kolejnym kwartale sprzyjać aktywności inwestycyjnej firm, której dynamika powinna pozostać relatywnie wysoka.

W I kw. dynamika inwestycji mieszkaniowych ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej (wynosząc 4,9% r/r wobec średnio 4,5% r/r w latach 2004-14 i 5,0% r/r w

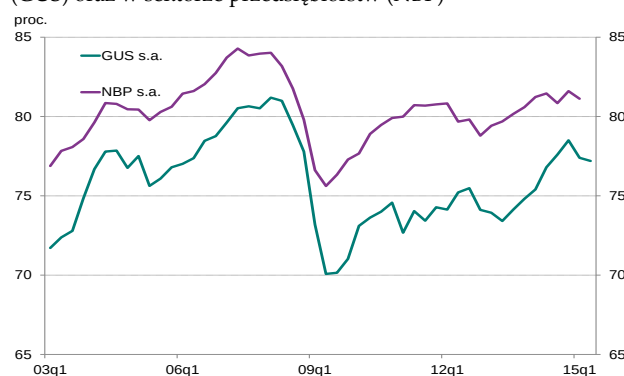
Wykres 2.8 Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

*/ Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.9 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)*



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

*/ Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest niższy od wskaźnika z badań ankietowych NBP z uwagi na uwzględnienie w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw oraz nadreprezentatywnością dużych przedsiębiorstw w próbie NBP.

²¹ Dynamika inwestycji na podstawie wstępnego szacunku produktu krajowego brutto GUS. Pozostałe dane na podstawie szacunków z modelu NECMOD.

²² Związanych z wygaśnięciem wpływu przeklasyfikowania od 2014 r. spółki PKP PLK S.A. do sektora finansów publicznych.

²³ Również wyniki badania GUS F-01/I-01 wskazują, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw utrzymała się na wysokim poziomie (wyniosła 16,4% r/r wobec 19,5% r/r w IV kw. ub.r.). Do jej nieznacznego spowolnienia przyczynił się niewielki spadek inwestycji w środki transportu wynikający ze statystycznego efektu bazy związanego po części z przejściowym przywróceniem możliwości pełnego odliczenia podatku VAT od zakupu aut z homologacją ciężarową w I kw. ub.r. Aktywność inwestycyjna firm była natomiast wspierana przez przyspieszenie wzrostu inwestycji w budynki i urządzenia.

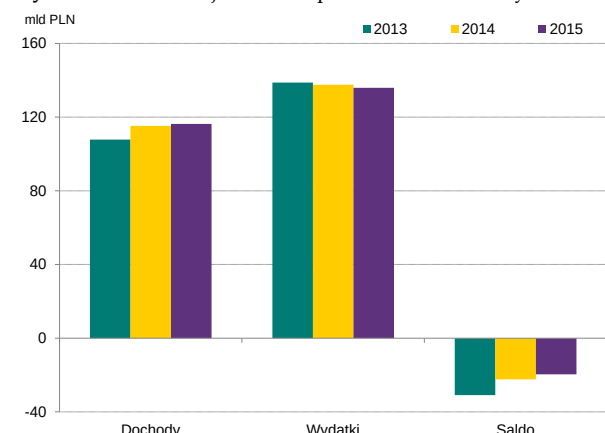
poprzednim kwartale). Wzrostowi inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych sprzyjała wysoka dostępność kredytowa mieszkań wynikająca z korzystnej sytuacji na rynku pracy oraz niskiego oprocentowania kredytów hipotecznych. Do wzrostu inwestycji mieszkaniowych mógł się również przyczynić historycznie niski poziom nominalnych stóp procentowych zwiększający relatywną stopę zwrotu z tego rodzaju inwestycji. Jednocześnie w przeciwnym kierunku oddziaływało istotne zaostreżenie polityki kredytowej banków w segmencie kredytów hipotecznych, wynikające głównie z obniżenia dopuszczalnego maksymalnego poziomu LtV²⁴ w ramach realizacji Rekomendacji S.

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

Sytuacja w sektorze finansów publicznych poprawia się. Świadczy o tym między innymi obniżenie deficytu budżetu państwa i poprawa salda jednostek samorządu terytorialnego (Wykres 2.10)²⁵. Trwająca od kilku lat poprawa sytuacji w sektorze finansów publicznych pozwoliła na zakończenie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski w czerwcu br.

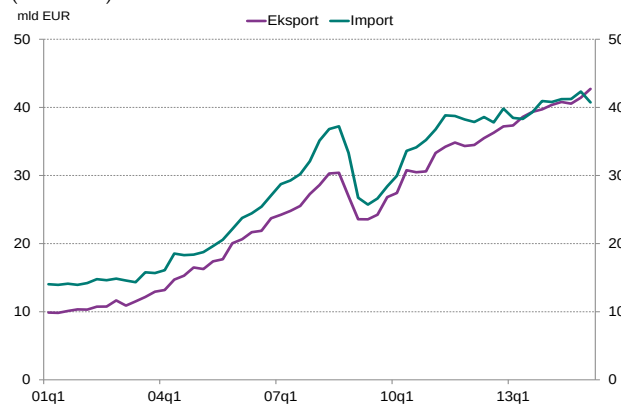
Obniżenie deficytu budżetu państwa nastąpiło pomimo relatywnie niskiej dynamiki dochodów budżetu państwa na początku br. W okresie styczeń-maj br. dochody wzrosły o 0,9% w porównaniu do analogicznego okresu ub.r., a ich wzrost wynikał wyłącznie ze wzrostu dochodów niepodatkowych²⁶. Dochody podatkowe obniżyły się natomiast o 0,9% r/r, głównie za sprawą spadku wpływów z podatku VAT. Zmniejszenie deficytu było więc głównie związane z obniżeniem

Wykres 2.10 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń – maj



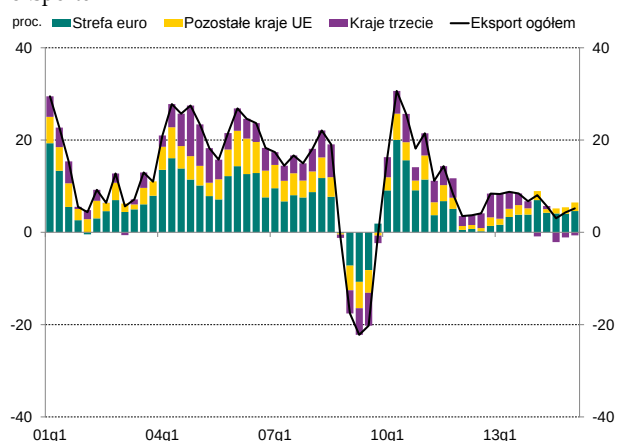
Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

Wykres 2.11 Wartość polskiego eksportu i importu towarów (mld EUR)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.12 Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Wskaźnik LtV (ang. *Loan-to-Value ratio*) – relacja wartości kapitału kredytu pozostającego do spłaty do wartości nieruchomości, na której ustanowiono hipotekę będącą zabezpieczeniem kredytu.

²⁵ Dane dotyczące budżetu państwa odnoszą się do okresu styczeń – maj 2015 r., natomiast dane dotyczące budżetu jednostek samorządu terytorialnego – do I kw. 2015 r.

²⁶ Wzrost niepodatkowych dochodów budżetu państwa był w znacznej mierze pochodną wzrostu dywidend wypłacanych przez przedsiębiorstwa z udziałem Skarbu Państwa.

wydatków budżetu państwa (o 1,2% r/r), do czego w znacznym stopniu przyczyniło się obniżenie kosztów obsługi długu.

Nadwyżka jednostek samorządu terytorialnego w I kw. br. była większa niż w analogicznym okresie ub.r. Przyczyniła się do tego relatywnie wysoka dynamika wpływów z podatków dochodowych, przy niskim tempie wzrostu wydatków bieżących, pomimo znaczącego wzrostu inwestycji.

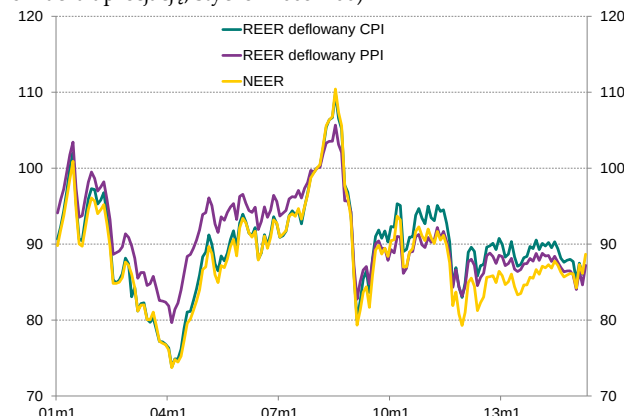
Sytuacja finansowa głównych funduszy celowych była nieco lepsza niż w analogicznym okresie ub.r. Podobnie jak przed rokiem, stan zadłużenia Funduszu Ubezpieczeń Społecznych nie zmienił się, a saldo Narodowego Funduszu Zdrowia było zbliżone do zeszłorocznego.

Program Konwergencji. Aktualizacja 2015 przewiduje dalszą poprawę sytuacji w sektorze finansów publicznych. Zgodnie z założeniami *Programu* deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 ma obniżyć się poniżej 3% PKB w 2015 r. W szczególności mają się do tego przyczynić wzrost dochodów ze składek na ubezpieczenie społeczne związane z zmianami w systemie emerytalnym oraz dalszy spadek kosztów obsługi długu.

2.2.4 Eksport i import

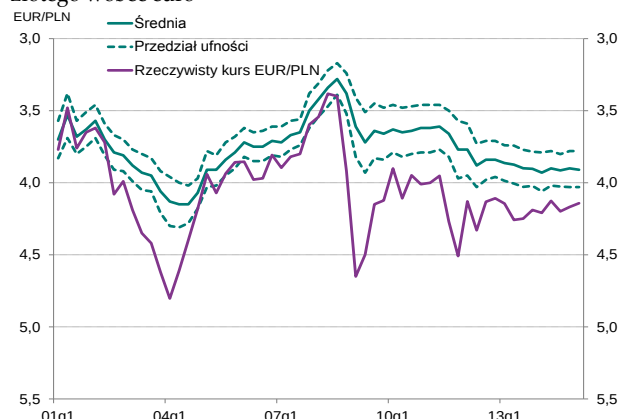
W I kw. br. Polska osiągnęła najwyższą od początku lat 90. nadwyżkę w handlu zagranicznym^{27,28}(Wykres 2.11). Do jej wystąpienia przyczynił się spadek cen surowców na rynkach światowych w poprzednich miesiącach ograniczający wartość importu, przy jednoczesnym przyspieszeniu dynamiki eksportu²⁹.

Wykres 2.13 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



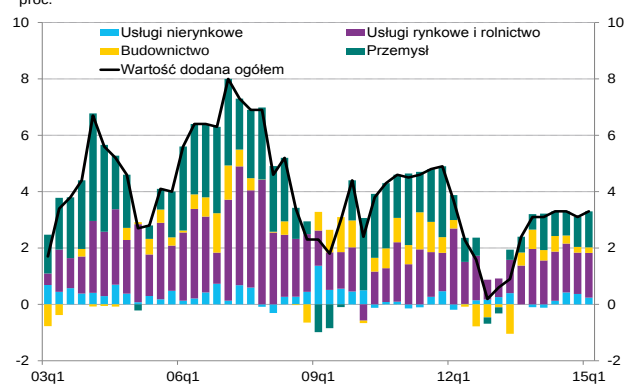
Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.14 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.15 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁷ W rozdziale tym prezentowane są dynamiki nominalne, niewyrównane sezonowo, wyliczane na podstawie danych GUS dla wartości eksportu i importu towarów wyrażonych w euro.

²⁸ Saldo w handlu towarami – w ujęciu czterech kwartałów krocząco – wzrosło w I kw. br. do 0,0% PKB wobec -0,6% PKB w IV kw. 2014 r.

²⁹ Mimo że od lutego br. ceny surowców na rynkach światowych pozostają relatywnie stabilne, a ceny ropy naftowej wzrosły, to średni poziom ich cen w I kw. 2015 r. był niższy niż w poprzednim kwartale, a także znacząco niższy niż w analogicznym okresie

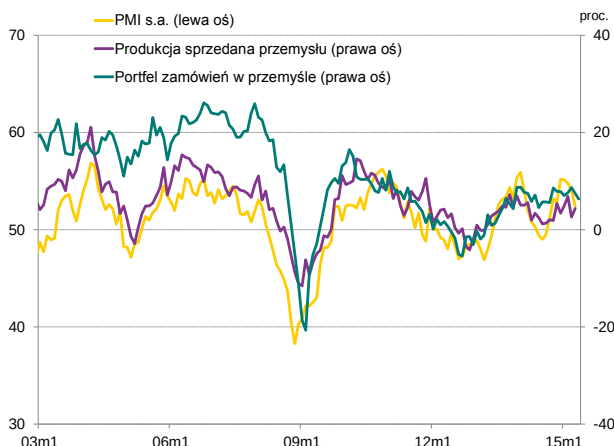
Głównym czynnikiem wzrostu eksportu pozostało zwiększenie sprzedaży do strefy euro, czemu sprzyjała następująca tam poprawa koniunktury. Wzrost eksportu był także wspierany – choć w mniejszym stopniu – przez nieco wyższą dynamikę sprzedaży eksportowej do krajów UE nienależących do strefy euro (głównie do Wielkiej Brytanii).

Jednocześnie nadal obniżał się eksport do krajów spoza UE. W szczególności wciąż silnie zmniejszał się eksport do Rosji i na Ukrainę, do czego nadal przyczyniała się bardzo słaba koniunktura w tych gospodarkach (Wykres 2.12). Skala spadku eksportu poza UE była jednak mniejsza niż w poprzednim kwartale, co było związane z istotnym przyspieszeniem sprzedaży eksportowej do krajów pozaeuropejskich.

Wzrost eksportu był wspierany przez wysoką konkurencyjność cenową polskich towarów eksportowych³⁰. Sprzyjało jej osłabienie realnego kursu złotego w warunkach utrzymującego się spadku cen produkcji przemysłowej w kraju i stabilnego kursu nominalnego w relacji do koszyka walut partnerów handlowych Polski. Aprecjacja kursu złotego w relacji do euro była równoważona przez deprecjację wobec innych walut, w szczególności dolara i hrywny (Wykres 2.13, Wykres 2.14).

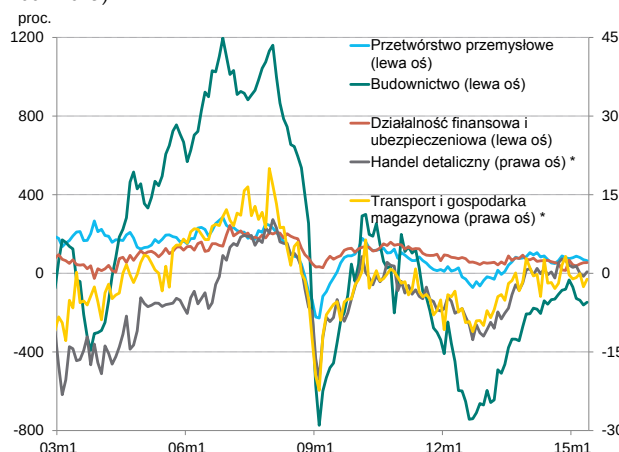
W I kw. 2015 r. – mimo przyspieszenia dynamiki PKB w Polsce – wartość polskiego importu nieco się obniżyła (o 0,2% r/r wobec wzrostu o 3,4% r/r w IV kw. 2014 r.). Do spadku wartości importu przyczyniły się niższe niż w poprzednim kwartale ceny surowców na rynkach światowych, skutkujące obniżeniem wartości importu dóbr

Wykres 2.16 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



Źródło: Dane GUS i Markit, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

Wykres 2.17 Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (100=średnia z lat 2001-2015)



Źródło: Badania koniunktury GUS.

*/ Ze względu na ujemną wartość wskaźnika dla transportu i gospodarki magazynowej oraz wskaźnika dla handlu detalicznego na wykresie zaznaczono ich poziom, a nie zmiany względem wieloletniej średniej.

2014 r. W kwietniu 2015 r. w handlu zagranicznym nadal występowała nadwyżka, choć jej skala była mniejsza niż w poprzednich miesiącach br. Do ograniczenia nadwyżki przyczyniło się spowolnienie wzrostu eksportu oraz niewielki wzrost wartości importu, związany po części z ograniczeniem spadku importu surowców.

³⁰ Na wysoką opłacalność cenową eksportu wskazywały utrzymujący się na niskim poziomie udział nieopłacalnego eksportu w przychodach oraz odsetek eksporterów informujących o nieopłacalnym eksporcie. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2015 r. oraz prognoz koniunktury na II kwartał 2015 r.*, NBP.

pośrednich, w tym głównie paliw³¹. Import był natomiast wspierany przez przyspieszenie aktywności gospodarczej w kraju.

2.2.5 Produkcja

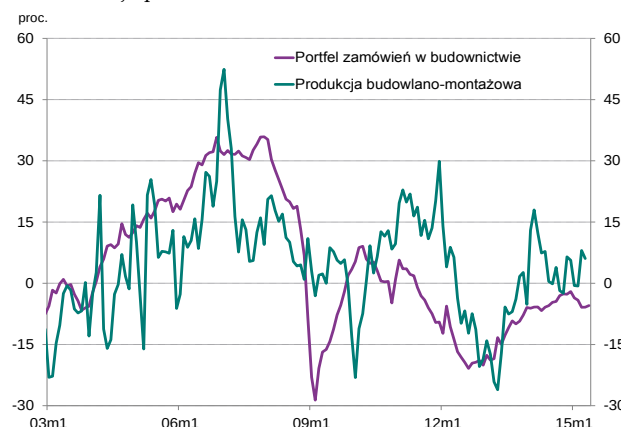
W I kw. br. roczna dynamika wartości dodanej brutto nieco przyspieszyła (do 3,3% wobec 3,1% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.15)³². Było to związane z dalszą poprawą koniunktury w przemyśle i sektorze usług, przy nadal niskiej aktywności w budownictwie.

Dane napływające w II kw. wskazywały na stabilizację tempa wzrostu aktywności gospodarczej na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Koniunktura w przemyśle i usługach w kwietniu i maju nieznacznie się osłabiła, lecz pozostała korzystna (Wykres 2.16; Wykres 2.17). Towarzyszył temu pewien wzrost aktywności w sektorze budowlanym, jednak spadek portfela zamówień oraz wskaźników koniunktury w II kw. w porównaniu z I kw. utrudnia ocenę trwałości ożywienia w tym sektorze (Wykres 2.18).

2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

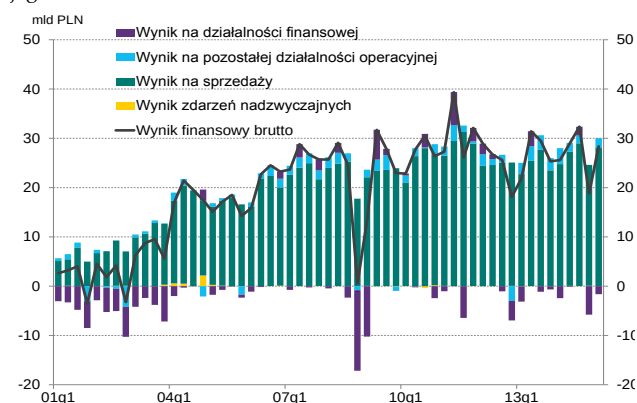
W I kw. br. sytuacja finansowa i płynnościowa przedsiębiorstw pozostała dobra, wspierana przede wszystkim przez wyższe tempo wzrostu sprzedaży (Wykres 2.19, Tabela 2.6). Wynik finansowy przedsiębiorstw także nieznacznie się poprawił, co było związane z niższą dynamiką wzrostu kosztów niż przychodów ze sprzedaży w warunkach obniżenia cen dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji (por. rozdz. 2.1

Wykres 2.18 Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

Wykres 2.19 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: Dane F-01/I-01 GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.6 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

	2010	2011	2012	2013	2014				2015
					q1	q2	q3	q4	q1
dane średniookresowe (proc.)									
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,2	5,3	4,3	4,3	4,5	4,7	4,8	3,9	4,8
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,4	4,5	3,4	3,8	3,8	4,1	4,5	2,4	3,9
Odsetek firm rentownych	78,4	78,0	76,8	79,6	67,6	73,9	77,0	81,6	68,7
dane na koniec okresu									
Wskaźnik płynności I stopnia	0,40	0,38	0,34	0,35	0,34	0,35	0,36	0,39	0,38

Źródło: Dane GUS.

³¹ Spadek cen surowców doprowadził jednocześnie do dalszej poprawy *terms-of-trade*.

³² Informacje o wartości dodanej brutto i jej składowych za I kw. na podstawie szacunków GUS, natomiast o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfela zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu wpływu wahań sezonowych (obliczenia NBP).

Procesy inflacyjne^{33,34}. W I kw. br. silnie wzrosły również wskaźniki rentowności, a odsetek firm rentownych – mimo pewnego spadku w relacji do poprzedniego kwartału – kształtował się nadal blisko najwyższego poziomu od rozpoczęcia globalnego kryzysu finansowego.

Sytuacja płynnościowa firm w I kw. br. również była nadal dobra. Wskazuje na to dalszy wzrost wskaźnika płynności gotówkowej, który po raz pierwszy przekroczył wartość referencyjną w aż 47,6% przedsiębiorstw³⁵. Dobrą sytuację płynnościową firm potwierdza także najwyższy od rozpoczęcia globalnego kryzysu finansowego udział przedsiębiorstw deklarujących brak problemów z płynnością, a także obniżenie się udziału przedsiębiorstw deklarujących zatory płatnicze jako barierę rozwoju³⁶.

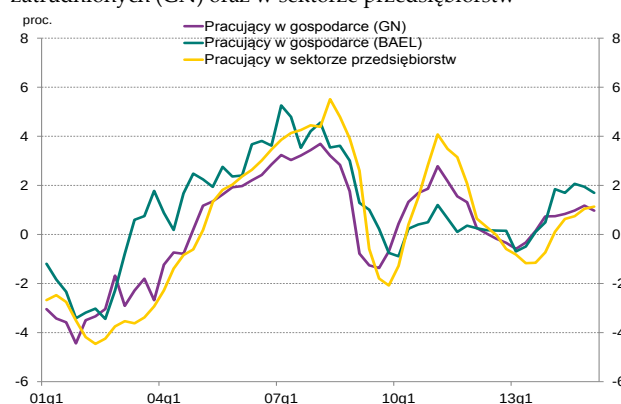
2.4 Rynek pracy

2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Pewnemu przyspieszeniu wzrostu gospodarczego na początku 2015 r. towarzyszyła dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy.

W I kw. 2015 r. liczba pracujących w gospodarce według danych BAEL (po usunięciu wahań sezonowych), a także liczba pracujących w sektorze przedsiębiorstw wzrosły, osiągając najwyższe poziomy w historii (Wykres 2.20)^{37,38}.

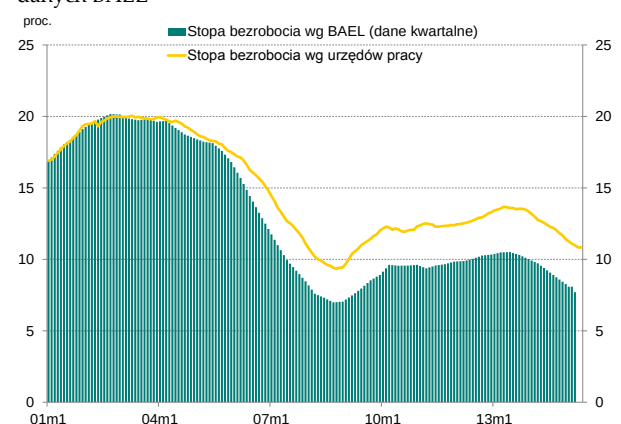
Wykres 2.20 Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*/ Korekta danych BAEL o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011 r. w publikacjach GUS obejmuje okres od I kw. 2010 r. Dla zachowania porównywalności wcześniejsze dane na wykresach w rozdz. 2.4 zostały skorygowane przez NBP.

Wykres 2.21 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (dane odsezonowane).

³³ Z badań ankietowych na temat kondycji sektora przedsiębiorstw wynika, że deflacja PPI jak dotąd ma pozytywny wpływ netto na wynik finansowy przedsiębiorstw, bardziej obniżając koszty niż przychody firm. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2015 r. oraz prognoz na II kw. 2015 r.*, NBP, kwiecień 2015 r.

³⁴ Dodatkowo w I kw. br. wygasły czynniki oddziaływujące w kierunku obniżenia wyniku na operacjach finansowych w IV kw. 2014 r. – w szczególności w sektorze paliwowym oraz górnictwie.

³⁵ Wartość referencyjna oznacza zalecaną średnią dla całej populacji przedsiębiorstw. Wynosi ona średnio 20%, jednak może się różnić w zależności od wielkości przedsiębiorstwa, jak też klasyfikacji PKD.

³⁶ *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2015 r. oraz prognoz na II kw. 2015 r.*, NBP, kwiecień 2015 r.

³⁷ W kierunku obniżenia dynamiki pracujących według BAEL w ujęciu rocznym w I kw. br. mogło oddziaływać wygasanie wpływu wydłużenia urlopów macierzyńskich z 6 do 12 miesięcy.

³⁸ Dynamika liczby pracujących według BAEL w I kw. 2015 r. wyniosła 1,7% r/r (wobec 1,9% w IV kw. ub.r.), natomiast dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw 1,1% r/r (wobec 1,0% r/r). W kwietniu i maju dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała się na poziomie 1,1% r/r.

Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw był w znacznym stopniu związany ze wzrostem zatrudnienia w przemyśle, do czego przyczyniała się poprawa koniunktury w tym sektorze. Jednocześnie wyraźnie spowolnił wzrost liczby pracujących w usługach.

Wyniki badań ankietowych NBP sugerują, że trwający wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w II kw. br. może ulec pewnemu osłabieniu, na co wskazuje nieznaczny spadek wskaźnika prognoz zatrudnienia³⁹.

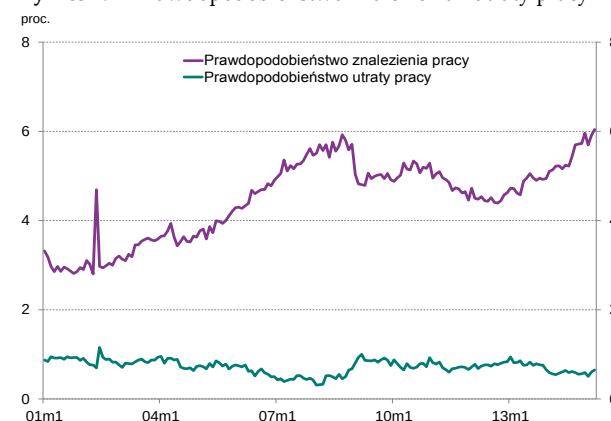
Wzrost liczby pracujących w gospodarce w I kw. sprzyjał dalszemu obniżeniu stopy bezrobocia. Według BAEL w I kw. br. wyniosła ona 7,7% (po usunięciu wahań sezonowych) zbliżając się do historycznie najniższych poziomów z końca 2008 r. (Wykres 2.21).

Także dane z urzędów pracy potwierdzają dalszy spadek bezrobocia na początku 2015 r. W maju br. stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wahań sezonowych wyniosła 10,8%, wobec 11,4% w grudniu 2014 r.⁴⁰ Obniżającej się stopie bezrobocia towarzyszy rosnące prawdopodobieństwo znalezienia pracy, przy relatywnie niskim prawdopodobieństwie jej utraty (Wykres 2.22).

2.4.2 Płace i wydajność pracy

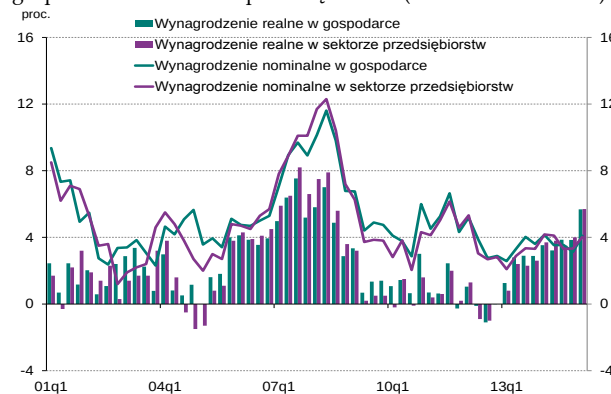
Wzrostowi zatrudnienia i obniżeniu się bezrobocia w I kw. 2015 r. towarzyszyło dalsze zwiększenie się indeksu napięć na rynku pracy, sugerujące poprawę pozycji pracowników w negocjacjach płacowych z pracodawcami (Wykres 2.24)⁴¹. Mimo tego presja płacowa pozostała ograniczona, a dynamika nominalnych wynagrodzeń zwiększyła

Wykres 2.22 Prawdopodobieństwo znalezienia i utraty pracy



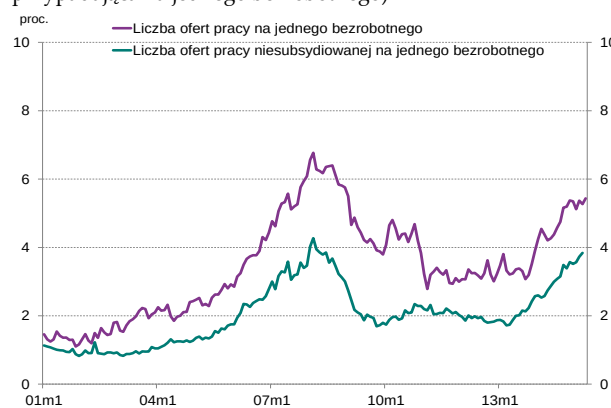
Źródło: Obliczenia NBP.

Wykres 2.23 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.24 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁹ Wskaźnik prognoz zatrudnienia obrazuje saldo firm planujących zwiększenie zatrudnienia i tych planujących jego ograniczenie. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2015r. oraz prognoz na II kw. 2015 r.*, NBP, kwiecień 2015 r.

⁴⁰ Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

⁴¹ Indeks napięć na rynku pracy liczony jest jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego zarejestrowanego w urzędzie pracy.

się jedynie w ograniczonym stopniu (do 4,1% r/r wobec 3,1% r/r w IV kw. ub.r.). Jednocześnie pogłębienie deflacji cen towarów i usług konsumpcyjnych w I kw. przyczyniło się do istotnego wzrostu realnej dynamiki płac (Wykres 2.23).

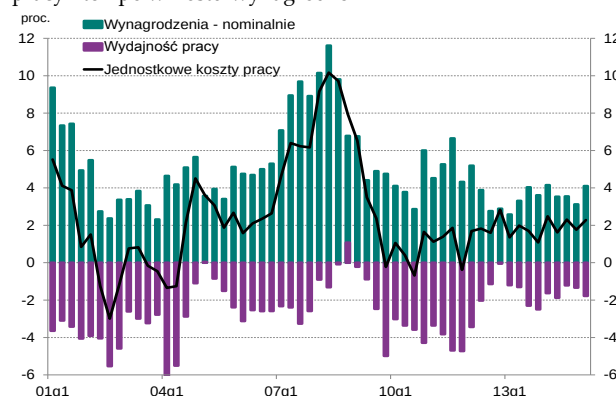
Jak wskazują badania ankietowe NBP, wobec nadal ograniczonej presji ze strony pracowników na podwyżki płac, relatywnie wysokie zatrudnienie oraz zmniejszające się bezrobocie nie znalazły dotychczas także wyraźnego odzwierciedlenia w planowanych przez przedsiębiorstwa podwyżkach płac⁴². W I kw. 2015 r. odsetek firm planujących podwyżki nie zmienił się wobec poprzedniego kwartału, a wysokość przeciętnej planowanej podwyżki – jedynie nieznacznie wzrosła.

W I kw. 2015 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce pozostała umiarkowana, choć zwiększyła się nieznacznie wobec IV kw. ub.r. Wzrost ten wynikał z silniejszego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń niż wydajności (Wykres 2.25). Natomiast w przypadku przedsiębiorstw przemysłowych dynamika jednostkowych kosztów pracy w I kw. obniżyła się nieznacznie wobec IV kw. i pozostała ujemna, głównie w konsekwencji przyspieszenia wzrostu wydajności pracy (Wykres 2.26).

2.5 Rynki aktywów

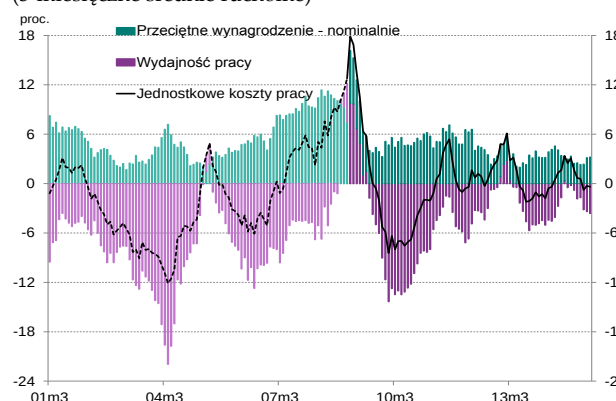
Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych wzrosły, a kurs złotego osłabił się nieznacznie w relacji do euro. Spadkom cen obligacji towarzyszył wzrost cen akcji, wspierany przez przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce i stopniową poprawę koniunktury w strefie euro. Ożywienie utrzymało się również na rynku mieszkaniowym, czemu

Wykres 2.25 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

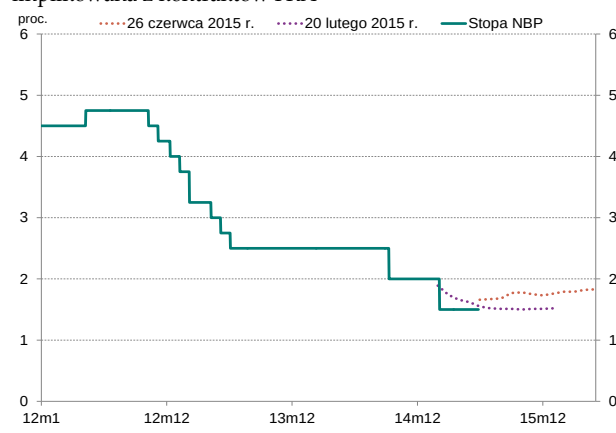
Wykres 2.26 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach przemysłowych na tempo wzrostu wydajności pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń (3-miesięczne średnie ruchome)*



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*/ Od stycznia 2009 r. w statystyce używana jest nowa klasyfikacja PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie do grudnia 2008 r. (na wykresie zaznaczone jaśniejszymi kolorami) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi w późniejszym okresie.

Wykres 2.27 Stopa referencyjna NBP i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA



Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

⁴² Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2015 r., NBP, kwiecień 2015 r.

sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy i obniżenie oprocentowania kredytów mieszkaniowych.

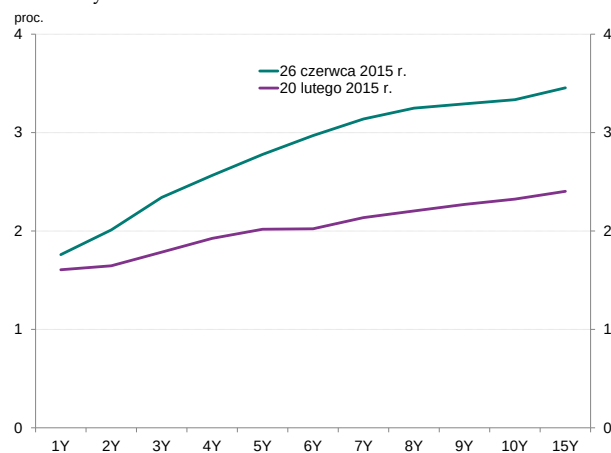
2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

W marcu br. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 1,5%, sygnalizując jednocześnie zakończenie cyklu obniżek. W konsekwencji kontrakty terminowe na stopę procentową wskazują obecnie, że stopy NBP powinny pozostać niezmienione w horyzoncie kolejnych kwartałów (Wykres 2.27).

Wygaszenie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych NBP w połączeniu ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych za granicą, w tym obligacji krajów strefy euro przyczyniły się do wzrostu nachylenia krzywej dochodowości polskich obligacji skarbowych – tj. wzrostu długoterminowych stóp procentowych w Polsce (Wykres 2.28, Wykres 2.29). Zarazem zrównoważony wzrost gospodarczy w Polsce (por. Ramka 2 *Ocena nierównowag makroekonomicznych: Polska na tle krajów Unii Europejskiej*; rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*) oraz poprawa sytuacji w sektorze finansów publicznych (por. rozdz. 2.2.3 *Popyt sektora finansów publicznych*) sprzyjały utrzymaniu niskiego ryzyka kredytowego Polski, co ograniczało skalę wzrostu rentowności.

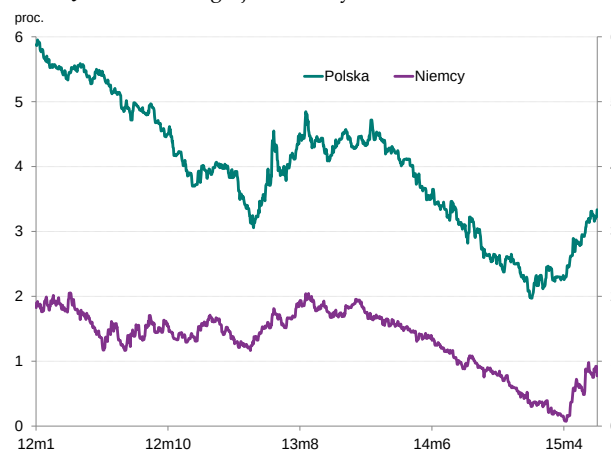
Poprawa koniunktury w strefie euro oraz prowadzone tam luzowanie ilościowe, a także przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce wspierające dobrą sytuację finansową polskich przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*) sprzyjały wzrostowi cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych. Jednak w ostatnim okresie indeksy na warszawskiej giełdzie spadły na skutek wzrostu obaw o ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i pewnego osłabienia danych bieżących z polskiej gospodarki (Wykres 2.30, por. rozdz. 2.2.5

Wykres 2.28 Krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Rentowność polskich i niemieckich dziesięcioletnich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.30 Wartość indeksu WIG na tle indeksów giełdowych głównych krajów rozwiniętych (indeks, styczeń 2012=100)



Źródło: Dane Bloomberg.

Produkcja). Pomimo spadku ceny akcji pozostały na nieznacznie wyższym poziomie niż w pierwszych miesiącach roku.

2.5.2 Kurs walutowy

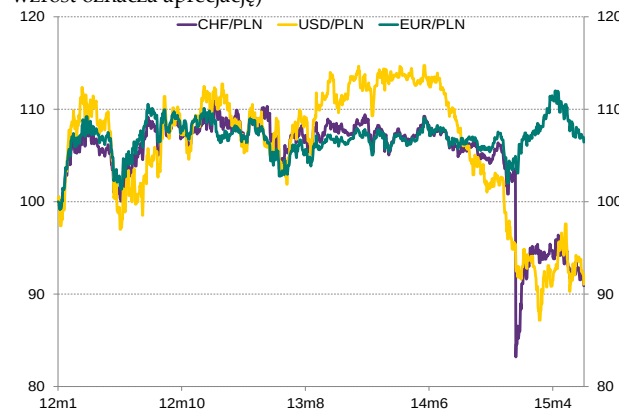
Od publikacji poprzedniego *Raportu* kurs złotego osłabił się względem euro i franka szwajcarskiego, jednocześnie utrzymując się na niskim poziomie wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.31).

Wygaszenie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych oddziaływało w kierunku umocnienia złotego w marcu i kwietniu. Począwszy od maja kurs złotego w relacji do euro – podobnie jak w przypadku innych walut regionu – zaczął się jednak osłabiać, co było związane z pewną poprawą koniunktury w strefie euro, przy pewnym pogorszeniu danych z polskiej gospodarki, a z drugiej strony ze wzrostem awersji do ryzyka na skutek utrzymujących się obaw o rozwój sytuacji w Grecji.

2.5.3 Ceny mieszkań⁴³

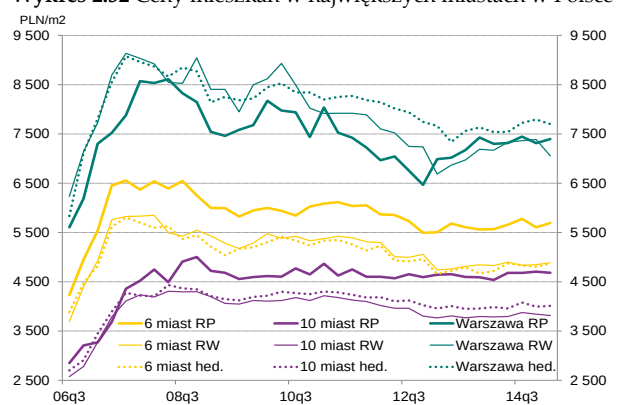
W I kw. br. utrzymało się ożywienie na rynku mieszkaniowym w Polsce. Ceny na rynkach pierwotnych w największych miastach nieco wzrosły w porównaniu z IV kw. ub.r., podczas gdy na rynkach wtórnych były stabilne (Wykres 2.32⁴⁴). Czynniki wspierające sprzedaż mieszkań była stopniowa poprawa na rynku pracy. Ograniczająco na popyt na mieszkania oddziaływało natomiast niewielkie obniżenie się dynamiki kredytów spowodowane zaostreniem kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych, związane z obniżeniem wskaźnika LtV dla tych kredytów.

Wykres 2.31 Nominalny kurs złotego (styczeń 2012 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



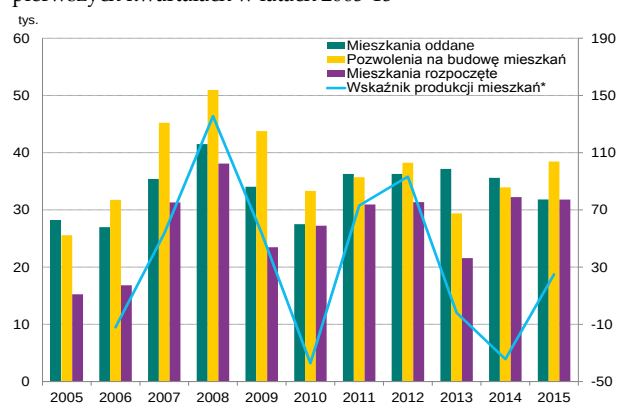
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.32 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

Wykres 2.33 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w pierwszych kwartałach w latach 2005-15



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

*/ Wskaźnik produkcji mieszkań to liczba mieszkań, których produkcję rozpoczęto, po odjęciu liczby mieszkań i budowli jednorodzinnych oddanych do użytkowania (12-miesięczna wartość krocząca).

⁴³ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2015 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

⁴⁴ RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, a agregat dziesięciu miast – Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

W I kw. br. oddano do użytku mniej mieszkań niż rok temu, jednak liczba mieszkań w ofercie wciąż znajduje się blisko najwyższych historycznie poziomów. Równocześnie inwestycje deweloperskie w sektorze mieszkaniowym pozostają rentowne. Pozwoliło to na wzrost liczby noworozpoczynanych inwestycji w I kw., czemu sprzyjała dodatkowo łagodna zima (Wykres 2.33). Wzrosła również liczba wydanych pozwoleń na budowę w porównaniu z analogicznym okresem ub.r.

2.6 Kredyt i pieniądz

W pierwszych miesiącach br. dynamika akcji kredytowej pozostała umiarkowana (Wykres 2.34). Wzrost depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych utrzymał się na wysokim poziomie, choć w przypadku depozytów gospodarstw domowych nieznacznie spowolnił.

2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

Dynamika akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw w I kw. 2015 r. ukształtowała się na nieco niższym poziomie niż w ostatnim kwartale ub.r. (5,3% r/r wobec 6,9% r/r w IV kw. ub.r.), głównie z powodu nieznacznie niższego wzrostu kredytów na cele inwestycyjne wobec względnej stabilizacji dynamiki kredytów bieżących (Wykres 2.35)⁴⁵.

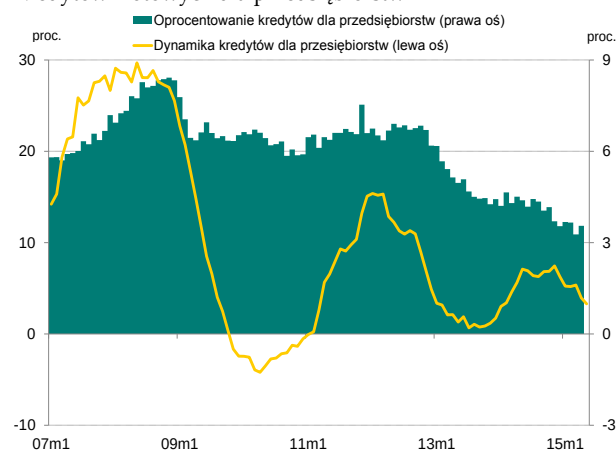
Nieco niższa dynamika kredytów dla przedsiębiorstw była związana z poprawą sytuacji płynnościowej w sektorze, umożliwiającą finansowanie inwestycji i bieżącej działalności w znacznej mierze ze środków własnych (Wykres 2.36, por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*). Spowolnienie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw mogło być ponadto związane z pewnym osłabieniem poprawy nastrojów w

Wykres 2.34 Dynamika roczna należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



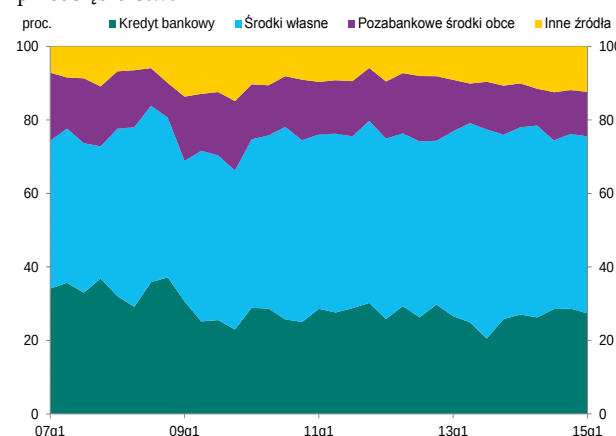
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.35 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.36 Struktura finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa



Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Szybkiego Monitoringu* NBP.

⁴⁵ Po okresie względnej stabilizacji w I kw. br., dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyraźnie obniżyła się w kwietniu oraz maju br. W tym kierunku mogła oddziaływać dalsza poprawa sytuacji płynnościowej przedsiębiorstw przekładająca się na wzrost znaczenia samofinansowania.

przemysłu i w sektorze usług (por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*). Stabilizująco na dynamikę kredytów dla tego sektora oddziaływał natomiast spadek ich oprocentowania będący skutkiem obniżenia stóp procentowych NBP⁴⁶, a także pewne złagodzenie przez banki warunków udzielania kredytów^{47,48}, w warunkach przyspieszenia inwestycji przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*).

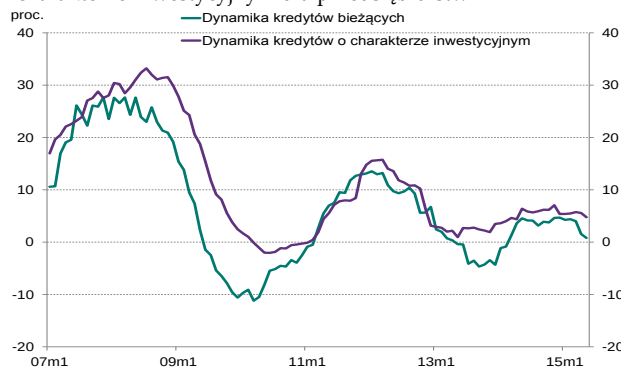
2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

Wzrost kredytów w sektorze gospodarstw domowych nieznacznie spowolnił w I kw. br. (do 4,8% r/r wobec 5,2% r/r w IV kw. ub.r.), do czego przyczynił się niewielki spadek dynamiki kredytów mieszkaniowych, przy stabilnym wzroście kredytów konsumpcyjnych⁴⁹.

Do niewielkiego obniżenia dynamiki kredytów mieszkaniowych (Wykres 2.38) przyczyniło się istotne zaostrzenie kryteriów oraz niektórych warunków polityki kredytowej w tej kategorii kredytów. Zaostrzenie polityki kredytowej było rezultatem dostosowania się banków do zaleceń Rekomendacji S w zakresie zwiększenia wysokości wkładu własnego (obniżenia wskaźnika LtV)^{50,51}. Skala obniżenia dynamiki kredytów mieszkaniowych była jednak łagodzona przez spadek oprocentowania kredytów w związku z obniżeniem stóp procentowych NBP⁵².

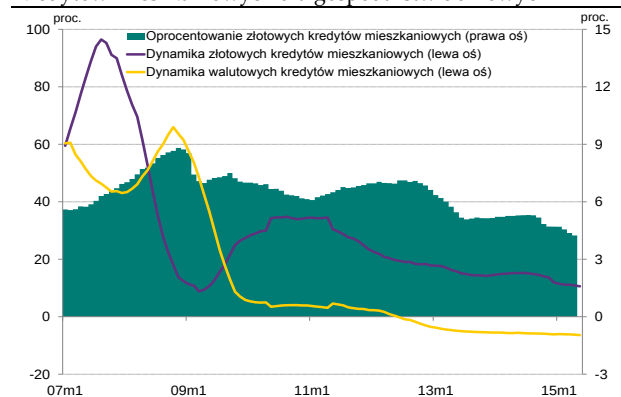
Stabilizacja dynamiki kredytów konsumpcyjnych mogła być związana z istotnym wzrostem pozaodsetkowych kosztów kredytu. Wzrost ten równoważył spadek ich oprocentowania związany

Wykres 2.37 Dynamika roczna kredytów bieżących i kredytów o charakterze inwestycyjnym dla przedsiębiorstw



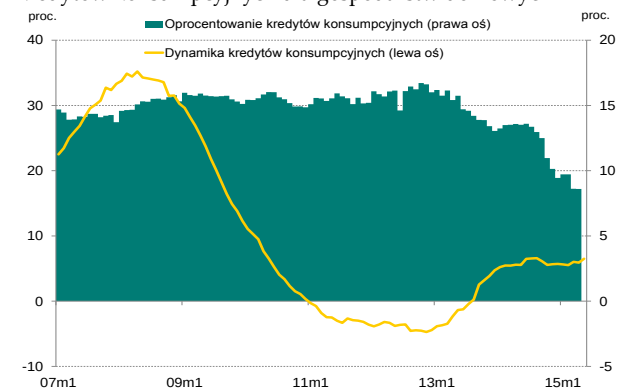
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.39 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁴⁶ W okresie listopad 2014 r. – marzec 2015 r. średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów dla przedsiębiorstw spadło o 0,43 pkt proc. do 3,3%.

⁴⁷ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2015 r., NBP, kwiecień 2015 r.

⁴⁸ Średnia marża ponad stawkę WIBOR 3M spadła w marcu 2015 r. do 1,6 pkt proc. z 1,7 pkt proc. w listopadzie 2014 r.

⁴⁹ W kwietniu i maju br. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostawała na poziomie zbliżonym do I kw. br., wynosząc odpowiednio 4,7% r/r i 4,6% r/r.

⁵⁰ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2015, NBP.

⁵¹ Zgodnie z zaleceniami Rekomendacji S, od 2015 r. minimalny wymagany przez banki wkład własny przy kredytach hipotecznych wzrósł do 10%.

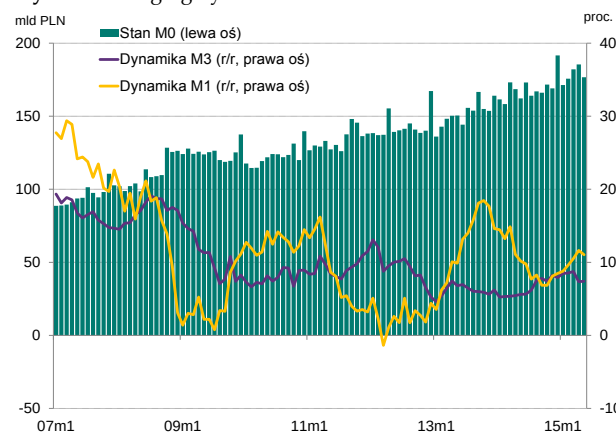
⁵² Średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów na cele mieszkaniowe wyniosło w marcu 2015 r. 4,4% wobec 4,7% w grudniu ub.r.

z obniżeniem stóp procentowych przez NBP⁵³. Ponadto w kierunku niższej dynamiki kredytów mógł również oddziaływać wzrost konsumpcji ze środków bieżących spowodowany zwiększeniem się realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy i niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.2.1 *Popyt konsumpcyjny*).

2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

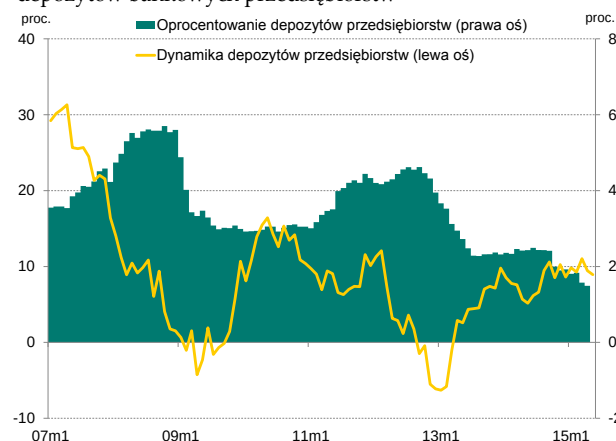
W I kw. br. wzrost agregatu M1 nadal przyspieszał (do 9,7% r/r wobec 7,8% r/r w IV kw. ub.r.), natomiast dynamika szerokiego pieniądza pozostała stabilna (Wykres 2.40)⁵⁴. Przyspieszenie wzrostu agregatu M1 związane było z utrzymującym się wysokim wzrostem depozytów bieżących przedsiębiorstw. W kierunku słabszego wzrostu agregatu M3 oddziaływało natomiast spowolnienie wzrostu dynamiki depozytów terminowych. Obserwowany od połowy 2014 r. stabilny wzrost depozytów przedsiębiorstw jest wspierany przez poprawiającą się sytuację płynnościową w sektorze. Wzrost depozytów gospodarstw domowych pozostaje na wysokim poziomie (8,4% r/r w I kw. br. wobec 7,9% w IV kw. br.)⁵⁵. Wzrost ten jest wspierany przez ożywienie na rynku pracy. Jednocześnie spowalnia go spadek oprocentowania depozytów na skutek obniżenia stóp procentowych NBP oraz wzrost udziału inwestycji w akcje i jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych.

Wykres 2.40 Agregaty monetarne



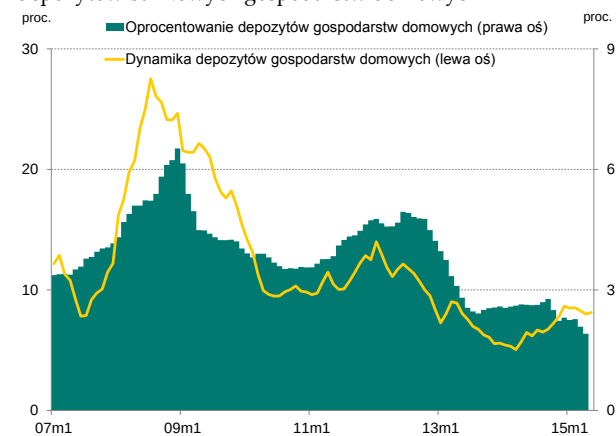
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych depozytów bankowych przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁵³ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2015 r., NBP, kwiecień 2015 r.

⁵⁴ W kwietniu oraz maju br. nadal następował wzrost dynamiki szerokiego pieniądza do odpowiednio 11,6% r/r oraz 11% r/r, co wynikało głównie ze wzrostu dynamiki depozytów bieżących – zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych w tych miesiącach.

⁵⁵ W kwietniu i maju br. dynamika depozytów gospodarstw domowych obniżyła się w relacji do I kw. br., wynosząc odpowiednio 8,0% r/r i 8,1% r/r.

2.7 Bilans płatniczy

W I kw. 2015 r. saldo na rachunku obrotów bieżących wyraźnie wzrosło i po raz pierwszy od 2004 r. było dodatnie (Wykres 2.43).

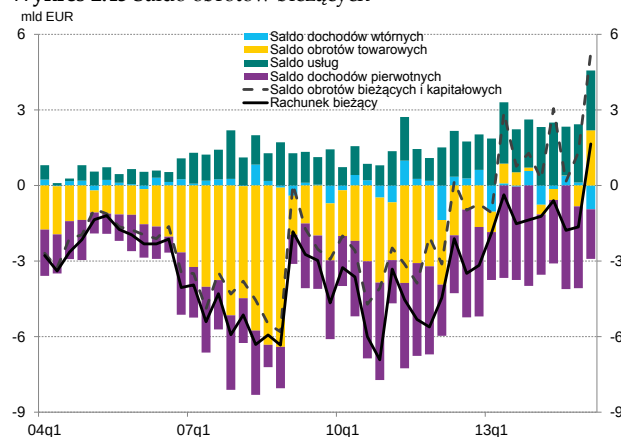
Do znaczącej poprawy salda na rachunku obrotów bieżących przyczyniło się w głównej mierze silne zwiększenie nadwyżki handlowej. Jej wzrost związany był z utrzymującym się istotnym wzrostem sprzedaży eksportowej (por. rozdz. 2.2.4 *Eksport i import*) przy mniejszym wzroście wartości importu, spowodowanym spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych. W kierunku zwiększenia salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływał także wyższy napływ funduszy z UE (w ramach Wspólnej Polityki Rolnej), który ograniczał deficyt na rachunku dochodów pierwotnych.

Wzrost napływu funduszy z UE przyczynił się także do zwiększenia nadwyżki na rachunku kapitałowym. Łączny napływ funduszy unijnych do Polski w I kw. br. zwiększył się niemal dwukrotnie w porównaniu do analogicznego okresu ub.r.⁵⁶ W konsekwencji saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było istotnie dodatnie.

W I kw. br. dodatnie było również saldo na rachunku finansowym, co oznaczało odpływ kapitału netto z Polski. Przyczynił się do tego z jednej strony istotny wzrost polskich inwestycji za granicą, w tym rezerw walutowych, w porównaniu z I kw. ub.r., a z drugiej mniejsza – niż w analogicznym okresie ub.r. – skala napływu inwestycji bezpośrednich.

Konsekwencją wystąpienia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących w I kw. była poprawa wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski,

Wykres 2.43 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Tabela 2.7 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w %, o ile nie zaznaczono inaczej)

	2014							2015	
	2010	2011	2012	2013	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-5,6	-4,7	-3,5	-1,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-0,6
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,8	-2,9	-1,3	1,0	1,3	1,3	1,2	1,2	2,3
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,9	-3,0	-1,8	0,2	0,3	0,0	-0,2	-0,4	0,2
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,4	5,7	5,3	5,1	5,0	5,3	5,3	5,8
Zadłużenie zagr./PKB	66	60	72	70	69	71	72	71	73
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-66	-53	-67	-69	-70	-69	-69	-66	-67
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących*	77	80	100	89	97	96	101	105	99
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.*	98	93	107	95	100	99	104	110	107

Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

*/ Wskaźnik uwzględnia zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

⁵⁶ Fundusze unijne odnotowywane są na różnych rachunkach bilansu płatniczego. Na rachunku kapitałowym uwzględnia się fundusze strukturalne i Fundusz Spójności, podczas gdy na rachunku bieżącym w dochodach wtórnych fundusze społeczne. Środki otrzymywane w ramach Wspólnej Polityki Rolnej odnotowywane są w dochodach pierwotnych na rachunku bieżącym. W I kw. br. najsilniej wzrosły napływy z Funduszu Spójności oraz Wspólnej Polityki Rolnej.

których większość kształtuje się obecnie na korzystniejszych poziomach niż w wielu krajach UE (por. Ramka 2 *Ocena nierównowag makroekonomicznych: Polska na tle krajów Unii Europejskiej*). W szczególności saldo obrotów bieżących w relacji do PKB wzrosło do najwyższego poziomu od 2004 r. (w ujęciu czterech kwartałów krocząco; Tabela 2.7⁵⁷).

Ramka 2: Ocena nierównowag makroekonomicznych: Polska na tle krajów Unii Europejskiej

Jedną z głównych przyczyn ostatniego kryzysu w strefie euro – przekładającą się zarazem na uporczywość trwającego tam spowolnienia gospodarczego – było silne zróżnicowanie konkurencyjności pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro i związane z tym znaczne nierównowagi makroekonomiczne. Aby móc odpowiednio wcześniej zidentyfikować i skorygować ich ponowne powstawanie, w 2011 r. wprowadzono do prawa Unii Europejskiej – jako część tzw. sześciopaku – procedurę identyfikowania zakłóceń równowagi w gospodarkach krajów UE (*Macroeconomic Imbalance Procedure*, MIP). Postępując zgodnie z tą procedurą, Komisja Europejska publikuje coroczny raport (*Alert Mechanism Report*)⁵⁸, w którym identyfikowane jest ryzyko występowania nierównowag w gospodarkach krajów członkowskich.

Kryteria oceny w ramach *Alert Mechanism Report* bazują na jedenastu wskaźnikach makroekonomicznych i makrofinansowych (wskaźniki główne), dla których Komisja ustaliła progi, służące jako poziomy ostrzegawcze⁵⁹. Dodatkowa ocena opiera się także na kilkunastu wskaźnikach pomocniczych, mających w szczególności na celu dostarczenie szerszej informacji na temat zmiennych ekonomicznych, dla których wartość wskaźnika głównego przekroczyła ustalony próg. Wskaźniki główne są prezentowane w tzw. tabeli ocen (ang. *scoreboard*) i zostały podzielone na dwie grupy – wskaźniki nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności oraz wskaźniki nierównowagi wewnętrznej (Tabela R.2.1)⁶⁰.

Tabela R.2.1 Klasyfikacja wskaźników ocen

Kategoria wskaźników	Nr	Nazwa	Sposób pomiaru	Próg
Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności	1.	Saldo obrotów bieżących (CA)	% PKB	-4%; 6%
	2.	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI)	% PKB	-35%
	3.	Zmiana realnego efektywnego kursu walutowego (REER)	Średnia z 3 lat	±5% (±11%)
	4.	Zmiana udziału w globalnym eksporcie	Zmiana w ciągu 5 lat	-6%
	5.	Zmiana nominalnych jednostkowych kosztów pracy (ULC)	Zmiana w ciągu 3 lat	9% (12%)
Wskaźniki nierównowagi wewnętrznej	6.	Zmiana indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych skorygowanego o inflację	Zmiana roczna	6%
	7.	Roczna zmiana w przepływach kredytowych sektora prywatnego	% PKB	14%
	8.	Zadłużenie sektora prywatnego	% PKB	133%
	9.	Zadłużenie sektora rządowego	% PKB	60%
	10.	Zmiana zobowiązań sektora finansowego ogółem	Zmiana roczna	16,5%
	11.	Stopa bezrobocia	Średnia z 3 lat	10%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Komisji Europejskiej.

Uwaga: Liczba w nawiasie oznacza wartość progu dla krajów spoza strefy euro

Na podstawie analizy tabeli wskaźników opublikowanej w listopadzie 2014 r., Komisja Europejska wskazała 16 państw członkowskich, dla których uzasadnione jest przeprowadzenie pogłębionej analizy możliwości

⁵⁷ Dane w Tabeli 2.7 różnią się od danych zaprezentowanych w materiale NBP *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za I kwartał 2015 r.* (Tabela XXVI) z uwagi na zastosowanie w *Raporcie o inflacji* ujęcia płynnego roku (czterech kwartałów krocząco).

⁵⁸ Raport jest publikowany na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1176/2011 z dnia 16 listopada 2011 r. w sprawie zapobiegania zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowania.

⁵⁹ Wartości progów w MIP zostały ustalone na podstawie procedury statystycznej jako górne/dolne kwartyle rozkładów poszczególnych zmiennych w grupie państw Unii Europejskiej.

⁶⁰ Dodatkowo Komisja regularnie ocenia adekwatność tabeli wskaźników, w tym zestaw wskaźników, ustalone progi i przyjętą metodykę i w razie konieczności dostosowuje je lub modyfikuje.

powstawania nierównowag w ich gospodarkach⁶¹. Wskazania Komisji dotyczyły: (i) sprawdzenia, czy utrzymują się zidentyfikowane wcześniej zakłócenia równowagi (Belgia, Bułgaria, Niemcy, Holandia, Finlandia, Szwecja i Wielka Brytania); (ii) weryfikacji, czy uprzednio stwierdzone nadmierne zakłócenia równowagi ulegają ograniczeniu (Chorwacja, Włochy i Słowenia); oraz (iii) zaleceń zdecydowanych działań nakierowanych na wyeliminowanie zakłóceń równowagi (Irlandia, Hiszpania, Francja i Węgry). Występowanie nadmiernych nierównowag zostało zidentyfikowane w Bułgarii, Chorwacji, Francji, Portugalii oraz we Włoszech. Komisja podkreśliła natomiast, że w Polsce, Austrii, Czechach, Danii, Estonii, na Litwie, w Luksemburgu, na Łotwie, w Malcie i na Słowacji nie występuje ryzyko powstania nierównowag w ich gospodarkach i bilansach płatniczych.

Najnowszy raport Komisji Europejskiej, *Alert Mechanism Report 2015*, opierał się w dużej mierze na wskaźnikach obliczonych dla danych za 2013 r.⁶² Ponieważ dla wszystkich analizowanych wskaźników pojawiły się już dane za 2014 r., poniżej przedstawiono aktualizację oceny zakłóceń równowagi makroekonomicznej w krajach Unii według metodyki Komisji Europejskiej w oparciu o zaktualizowane dane. Dodatkowo aby ułatwić syntetyczne porównanie sytuacji Polski na tle krajów UE, wskaźniki nierównowagi dla wszystkich krajów przedstawiono na Wykresie R.2.2 zaznaczając odpowiednim kolorem skalę ich oddalenia od wartości progowej (mierzoną wielokrotnością odchylenia standardowego wyników wszystkich państw UE w danej kategorii).

Tabela R.2.2 Tablica ocen wskaźników ekonomicznych dla państw Unii Europejskiej

		Kraje strefy euro																	Kraje spoza strefy euro											
	Próg	AT	BE	CY	DE	EE	ES	IE	FI	FR	GR	IT	LU	LV	MT	NL	PT	SI	SK	BG	CZ	DK	HR	HU	LT*	PL	RO	SE	UK	
	Saldo obrotów bieżących (% PKB, 3-letnia średnia)	-4; 6	1,1	0,3	-4,3	7,0	-1,2	0,7	5,2	-2,4	-1,1	-0,3	0,8	4,9	-2,9	2,5	10,7	0,0	4,7	0,9	0,8	-0,5	6,3	0,6	3,3	0,2	-2,1	-1,9	8,5	-4,6
	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	-35	2,1	54,7	-165,1	36,4	-41,1	-93,5	-97,5	8,8	-16,4	-121,9	-27,7	34,2	-61,2	37,4	65,8	-111,6	-44,7	-70,0	-72,3	-35,6	38,5	-11,6	-74,7	-44,2	-67,4	-57,1	-4,0	-19,6
	REER (%, 3-letnia zmiana)	+5 & ±11	1,9	-0,5	-1,4	-0,3	4,7	-1,0	-3,5	2,7	-1,2	-5,6	0,2	0,5	0,4	0,0	0,8	-1,8	1,2	1,3	-2,6	-10,0	-1,2	-0,9	-7,0	1,4	-1,3	-1,1	-3,7	10,2
	Udział w globalnym eksporcie (pkt proc., 5-letnia zmiana)	-6	-16,7	-10,3	-27,2	-8,5	22,5	-11,4	-9,5	-26,2	-14,6	-17,5	-15,0	9,1	9,0	-19,3	-12,0	-6,0	-11,8	2,4	5,7	-5,3	-18,1	-18,1	-14,8	35,3	4,5	21,2	-10,1	-10,6
	Jednostkowe koszty pracy (%, 3-letnia zmiana)	9 & 12	8,2	6,0	-12,3	7,6	17,5	-3,9	5,6	8,3	3,9	-11,6	3,2	10,5	15,5	6,9	5,6	-1,6	-0,1	3,7	12,3	4,5	5,1	-4,2	7,2	8,9	3,7	2,4	7,1	4,7
	Deflowany indeks cen mieszkań (%, zmiana r/r)	6	1,6	-1,1	-2,0	1,8	12,9	0,4	12,5	-1,7	-2,0	-5,6	-4,3	4,7	5,7	4,8	-0,5	3,6	-6,9	1,5	1,8	2,1	3,1	-2,0	3,1	5,7	1,1	-3,6	8,7	8,3
	Przepływy kredytowe sektora prywatnego (% PKB)	14	0,2	0,0	-11,2	1,3	5,4	-10,7	-5,7	0,7	1,8	-1,1	-3,1	27,7	0,8	2,3	2,1	-8,9	-4,0	5,4	6,4	3,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	2,9	-1,5	5,9	5,1
	Zadłużenie sektora prywatnego (% PKB)	133	125,5	185,7	344,8	103,5	119,4	172,2	270,3	146,2	137,3	135,6	119,5	356,2	90,9	142,6	229,7	189,0	91,9	74,8	134,8	73,7	224,1	119,5	91,7	56,4	74,8	66,6	203,4	158,1
	Zadłużenie sektora rządowego (% PKB)	60	84,5	106,5	107,5	74,7	10,6	97,7	109,7	59,3	95,0	177,1	132,1	23,6	40,0	68,0	68,8	130,2	80,9	53,6	27,6	42,6	45,2	85,0	76,9	40,9	50,1	39,8	43,9	89,4
	Zobowiązania sektora finansowego ogółem (%, zmiana r/r)	16,5	-3,6	3,9	-19,5	-6,3	8,9	-10,2	0,7	-11,8	-0,6	-16,3	-0,7	8,8	5,2	1,7	-3,2	-7,9	-0,6	-0,3	3,3	9,8	0,6	3,2	13,3	-1,8	7,6	3,1	13,8	4,6
	Stopa bezrobocia (%, 3-letnia średnia)	10	5,3	8,2	14,6	5,2	8,7	25,1	13,0	8,2	10,1	26,2	11,8	5,6	12,6	6,2	6,8	15,4	9,6	13,8	12,2	6,7	7,0	16,9	9,6	12,0	9,8	6,9	8,0	7,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Komisji Europejskiej oraz danych Eurostat, Ecwin i Banku Światowego.

Zaktualizowana tabela ocen (Tabela R.2.2) wskazuje, że Polska jest obecnie jedną z najbardziej zrównoważonych gospodarek w Europie. W szczególności, Polska jest – obok Czech i objętej od 2009 r. programem naprawczym Rumunii⁶³ – krajem o najmniejszej liczbie wskaźników przekraczających próg (obecnie zaledwie w jednym wypadku) oraz największej liczbie wskaźników znajdujących się poniżej progu o co najmniej 0,5 odchylenia standardowego. Nie ma oznak nierównowagi na rynku nieruchomości, zadłużenie sektora prywatnego i publicznego należy do najniższych w Europie, a nadwyżka w handlu zagranicznym w latach 2013-2014 umożliwiła ograniczenie ujemnego salda obrotów bieżących do najniższego poziomu od 2004 r. Ponadto, zgodnie z aktualnymi danymi, wskaźnik bezrobocia po raz pierwszy obniżył się poniżej progu granicznego, przy rekordowym poziomie zatrudnienia i stabilnym wzroście produktywności, ograniczającym jednostkowe koszty pracy.

⁶¹ Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej nie ma zastosowania do państw członkowskich korzystających z finansowej pomocy wsparcia realizacji programów dostosowań makroekonomicznych. Obecnie są to: Grecja, Cypr i Rumunia.

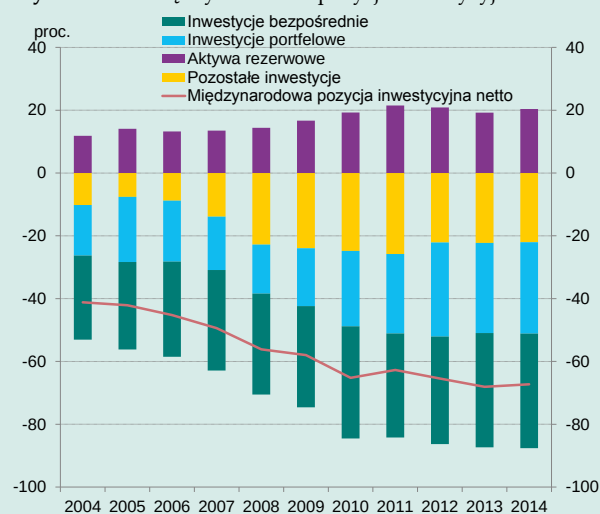
⁶² Cut-off date raportu został ustalony na 1 listopada 2014 r. Dane zostały uzupełnione prognozami na 2014 r.

⁶³ Program miał na celu ograniczenie rosnącego deficytu budżetowego (5,7% PKB) oraz deficytu na rachunku obrotów bieżących (11,6% PKB) po wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Komisja Europejska, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju udzieliły Rumunii wsparcia w wysokości 20 mld euro w 2009 r., z planowanym rozpoczęciem spłat w 2015 r. Wsparcie to zostało rozszerzone dwukrotnie – w 2011 i 2013 r. – łącznie o dodatkowe 8,9 mld euro.

Jedynym wskaźnikiem, w którego wypadku Polska przekroczyła próg ustalony przez Komisję, jest międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (MPI), wyrażająca różnicę między aktywami i pasywami zagranicznymi wszystkich podmiotów krajowych w relacji do PKB. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski przekracza statystyczny limit dla tej kategorii (-35% PKB) od 2003 r., w 2014 r. prawie dwukrotnie (-67,4%). Mimo to Komisja nie uznawała dotychczas przekroczenia przez MPI wartości progowej za zakłócenie równowagi makroekonomicznej, zwracając uwagę, że ryzyko związane z negatywną MPI netto zależy w dużym stopniu od struktury pasywów zagranicznych. Pod tym względem sytuacja Polski wydaje się bezpieczna. Po pierwsze, ponad połowę MPI netto Polski stanowią inwestycje bezpośrednie (-36% PKB; Wykres R.2.1). Po

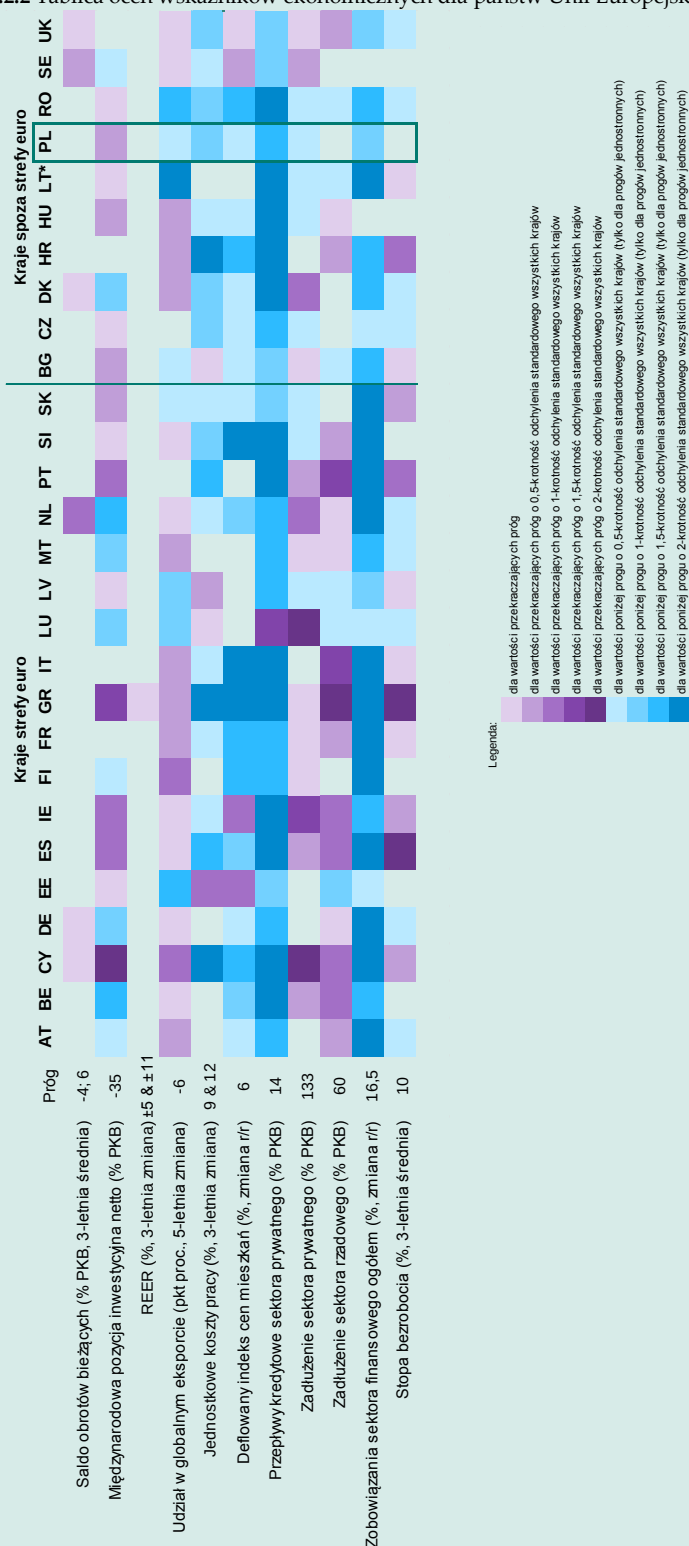
drugie, znaczną część zobowiązań zagranicznych netto stanowią instrumenty niedłużne – kapitały własne i reinwestycje zysków – które są bardziej stabilną formą finansowania zagranicznego. W rezultacie, zadłużenie zagraniczne netto Polski – które w porównaniu z MPI nie zawiera stanów kapitałów własnych, udziałowych papierów wartościowych, pozostałych udziałów kapitałowych i pochodnych instrumentów finansowych – wyniosło na koniec 2014 r. 147,9 mld euro, tj. 35,8% PKB – zdecydowanie mniej niż wartość absolutna MPI netto w relacji do PKB. Dodatkowym buforem ograniczającym ryzyko związane z relatywnie wysoką (ujemną) wartością wskaźnika MPI jest wysoki poziom aktywów rezerwowych. Argumenty te wskazują, że w Polsce nie ma sygnałów wskazujących na obecność nierównowag makroekonomicznych.

Wykres R.2.1 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres R.2.2 Tablica ocen wskaźników ekonomicznych dla państw Unii Europejskiej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Komisji Europejskiej oraz danych Eurostat, Ecwin i Banku Światowego.

Uwaga: Poziom przekroczenia progu przez dany wskaźnik określa odcień koloru fioletowego. Wraz ze wzrostem liczby komórek zabarwionych na kolor fioletowy rośnie ryzyko wystąpienia nierównowag makroekonomicznych w danym kraju, a wraz ze wzrostem liczby komórek niebieskich to ryzyko maleje. W określeniu progów dla REER oraz jednostkowego kosztu pracy pierwsza liczba oznacza wartość dla krajów strefy euro, druga liczba - dla krajów spoza strefy euro.

*/ Litwa w niniejszej analizie zaklasyfikowana została do grupy krajów spoza strefy euro, ponieważ ocena bazuje na danych, gdy kraj ten nie był jeszcze jej członkiem.

3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2015 r.

Na posiedzeniu marcu 2015 r. Rada obniżyła stopy procentowe o 0,5 pkt proc., do poziomu: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%. Na posiedzeniach w okresie kwiecień – lipiec 2015 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2015 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 20 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat obecnej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście bieżącej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz wyników marcowej projekcji PKB i inflacji.

Omawiając sytuację w otoczeniu Polski, członkowie Rady wskazywali na obniżenie się zmienności cen większości instrumentów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała jednak, że na rynkach finansowych utrzymuje się niepewność związana z sytuacją geopolityczną na Ukrainie oraz ryzykiem dotyczącym ewentualnej restrukturyzacji zadłużenia Grecji. Niepewność ta wynika również z perspektyw niskiego wzrostu gospodarczego, zarówno w strefie euro i Japonii, jak i największych gospodarkach wschodzących, w tym zwłaszcza w Chinach.

Odnosząc się do koniunktury za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, a z drugiej na wciąż niski – pomimo pewnego przyspieszenia – wzrost gospodarczy w strefie euro. Podkreślano, że

dynamika akcji kredytowej w strefie euro pozostaje bliska zera. Część członków Rady wskazywała jednak na rewizję w górę prognoz PKB dla strefy euro. Wśród czynników mogących oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu w strefie euro wymieniano przyspieszenie wzrostu gospodarki niemieckiej, spadek cen ropy naftowej, zmniejszenie skali zacieśnienia fiskalnego, uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej oraz rozpoczęcie silnego łagodzenia ilościowego przez EBC w marcu br.

Oceniając potencjalną skuteczność łagodzenia ilościowego EBC, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie rentowności instrumentów dłużnych w trakcie stosowania podobnych programów w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, co – poprzez obniżenie kosztu kredytu i deprecjację walut – oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali także, że tempo wychodzenia tych krajów z kryzysu było znacznie szybsze niż gospodarek, w których w tym samym czasie utrzymywano bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, w tym w strefie euro. Zauważali oni również, że wobec łagodzenia ilościowego przez EBC rośnie ryzyko napływu kapitału portfelowego do krajów o istotnym poziomie dysparytetu stóp

procentowych w relacji do strefy euro i w efekcie ryzyko aprecjacji kursów ich walut. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że podczas łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii dodatkowa płynność w jedynie bardzo ograniczonym stopniu była kierowana do sfery realnej, przez co nie przyczyniało się ono – ich zdaniem – do pobudzenia aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, programy łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych zniekształcały ceny na rynkach aktywów, a przez to przyczyniały się do ponownego narastania nierównowag w tym kraju. Zwracali oni uwagę, że – pomimo wprowadzenia programów łagodzenia ilościowego – tempo wychodzenia gospodarki amerykańskiej z kryzysu gospodarczego jest najwolniejsze od czasów drugiej wojny światowej, choć szybsze niż w strefie euro. Wskazywali oni, że do względnie szybkiej poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w okresie pokryzysowym przyczyniała się większa elastyczność tych gospodarek.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w innych gospodarkach, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie w wielu z nich, w tym zwłaszcza europejskich i największych wschodzących, została ona złagodzona. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na spadek inflacji, brak presji płacowej i umocnienie dolara Fed sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nie musi nastąpić szybko.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, podkreślano, że w ostatnich miesiącach dynamika cen obniżyła się w wielu krajach, a w większości krajów Unii Europejskiej jest ujemna. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres obniżania się cen ropy naftowej prawdopodobnie zakończył się. Jednak większość członków Rady była zdania, że pozostaną one wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Ponadto ze względu na strukturalne zmiany po stronie podaży ropy, presja na wzrost ich cen powinna pozostać niska. Członkowie Rady zwrócili

także uwagę na dalsze obniżenie się cen wielu surowców nieenergetycznych w ostatnim okresie, w tym zwłaszcza rolnych.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce wskazywano, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w IV kw. przyczyniał się nadal głównie wzrost popytu krajowego, w tym stabilna dynamika konsumpcji i wysoki – pomimo pewnego obniżenia – wzrost inwestycji. Część członków Rady podkreślała jednak, że utrzymuje się niepewność co do perspektyw popytu, w tym zwłaszcza zagranicznego, a dane o aktywności gospodarczej w styczniu i wskaźniki koniunktury w lutym nie dają jednoznacznego obrazu koniunktury na początku 2015 r. W tym kontekście wskazywano, że wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej spowolnił w styczniu, natomiast wskaźniki koniunktury w przemyśle kształtowały się w lutym powyżej oczekiwań i sugerują poprawę aktywności oraz wzrost zatrudnienia w tym sektorze. Część członków Rady zwracała także uwagę na utrzymywanie się korzystnych perspektyw inwestycji przedsiębiorstw, popytu i zatrudnienia sygnalizowane przez badania koniunktury NBP. Wskazywali oni, że sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw pozostaje dobra, pozwalając przedsiębiorstwom na finansowanie inwestycji z własnych środków, co mogło – w ocenie niektórych członków Rady – przyczynić się do pewnego obniżenia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw na początku br. i to pomimo złagodzenia kryteriów przyznawania takich kredytów. W ocenie części członków Rady utrzymywanie się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest częściowo związane ze spadkiem cen ropy w poprzednich miesiącach. Zwracali oni także uwagę, że obniżenie cen ropy przyczynia się również do wzrostu dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym i wyższej konsumpcji prywatnej. Wśród czynników oddziałujących

w kierunku wzrostu dochodów do dyspozycji wskazywano także na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, w tym utrzymujący się wzrost zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że poprawa perspektyw finansowych gospodarstw domowych przekłada się również na dalsze ożywienie na rynku mieszkaniowym w Polsce i – w konsekwencji – na wzrost aktywności w sektorze budownictwa mieszkaniowego. W ocenie niektórych członków Rady wzrost popytu krajowego spowodowany poprawą *terms of trade*, związaną ze spadkiem cen ropy może jednak skutkować narastaniem nierównowagi zewnętrznej w przypadku wzrostu cen tego surowca.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście marcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB według projekcji ma być w najbliższych kwartałach stabilna i nieco wzrosnąć, a w całym horyzoncie projekcji kształtować pomiędzy 3 a 4%. W świetle projekcji, do utrzymania stabilnej dynamiki PKB ma się przyczynić stabilny wzrost konsumpcji i wysoka – pomimo pewnego osłabienia w 2016 r. – dynamika inwestycji. Zdaniem niektórych członków Rady dynamika inwestycji może być jednak niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji, co jest związane z obserwowaną w ostatnich miesiącach niską dynamiką produkcji przemysłowej i utrzymującą się niepewnością co do perspektyw koniunktury za granicą. Niższa od przewidywanej dynamika inwestycji może z kolei przełożyć się na słabszy wzrost PKB w kolejnych kwartałach, a nawet jego dalsze spowolnienie. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ścieżka centralna marcowej projekcji PKB kształtuje się nieco powyżej tempa wzrostu prognozowanego w listopadowej projekcji. Oceniali oni, że dynamika inwestycji może być wyższa niż przewiduje ścieżka centralna projekcji z uwagi na większe niż założono w projekcji wykorzystanie środków unijnych.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna

dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców, przez co nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Część członków Rady była natomiast zdania, że niska dynamika cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – ujemny poziom większości miar inflacji bazowej, utrzymujący się od dłuższego czasu spadek cen produkcji sprzedanej oraz ujemny deflator PKB w IV kw. ub.r.

Omawiając perspektywy inflacji, podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja CPI – pomimo stopniowego wzrostu w kolejnych kwartałach – nie wróci do celu w horyzoncie projekcji. Również inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii ma kształtować się pod koniec horyzontu projekcji poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady zwracała dodatkowo uwagę na utrzymywanie się ujemnej luki popytowej w całym horyzoncie projekcji. Członkowie Rady wskazywali także na prognozowany w marcowej projekcji brak presji płacowej spowodowany oczekiwanym wzrostem wydajności pracy towarzyszącym prognozowanemu przyspieszeniu płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że presja płacowa może być obecnie maskowana przez spadek cen surowców na rynkach światowych, który podwyższa realną dynamikę płac i dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Systematycznie rosnąca liczba wakatów w stosunku do liczby bezrobotnych wskazuje – ich zdaniem – że możliwe jest istotne przyspieszenie nominalnych płac po wygaśnięciu tego czynnika.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych w Polsce, część członków Rady podkreślała, że pogłębienie się deflacji oraz dalsze obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że wysoki poziom realnych stóp procentowych może zniechęcać do podejmowania inwestycji mających na celu zwiększenie potencjału produkcyjnego gospodarki, ponieważ stopa zwrotu z takich inwestycji jest niższa od stopy zwrotu z inwestycji finansowych. Inni członkowie Rady podkreślali również, że w związku z procesem konwergencji realnej gospodarki polskiej do strefy euro, poziom stopy procentowej spójnej z równowagą makroekonomiczną w Polsce najprawdopodobniej obniżył się w ostatnich latach.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że obecny poziom realnych stóp procentowych w gospodarce jest uzasadniony lub nawet zbyt niski, biorąc pod uwagę obecną dynamikę PKB i dążenie do zachowania równowagi makroekonomicznej, w tym zapobieganie narastaniu nierównowagi zewnętrznej i nadmiernemu przyrostowi kredytu. W ocenie niektórych członków Rady na zbyt niski poziom realnych i nominalnych stóp procentowych wskazują wyniki marcowej projekcji PKB i inflacji, zgodnie z którymi – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – deficyt na rachunku obrotów bieżących ma narastać. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, w tym również w porównaniu do krajów wysokorozwiniętych w okresie przed globalnym kryzysem gospodarczym. Podkreślali oni także, że poziom stóp realnych będzie się obniżał wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni, że od poprzedniego posiedzenia zmniejszyła się zmienność na rynkach finansowych, w tym na

rynku walutowym. Podkreślali oni, że wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB potwierdziły ocenę, że dotychczasowy poziom stóp procentowych jest zbyt wysoki, by wspierać powrót inflacji do celu w nadchodzących latach. Wskazywali oni bowiem, że w świetle projekcji marcowej, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja nie wróci do celu, a luka popytowa pozostanie ujemna w horyzoncie tej projekcji. Zwracali także uwagę na wzrost dysparytetu stóp procentowych w stosunku do najbliższego otoczenia Polski, co może oddziaływać w kierunku wzrostu napływu kapitału zagranicznego i aprecjacji złotego, która dodatkowo pogłębiałaby deflację i opóźniałaby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obniżenie stóp będzie oddziaływać także w kierunku obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając w ten sposób politykę gospodarczą rządu.

Dyskutując na temat skali obniżenia stóp procentowych i ich docelowego poziomu w obecnym cyklu, większość członków Rady oceniła, że stopy procentowe powinny zostać dostosowane jednorazowo, tak by skala obniżki była istotna, co oddziaływałoby też w kierunku zmniejszenia niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej. W tym kontekście członkowie ci byli także zdania, że jednorazowej znacznej obniżce stóp procentowych powinno towarzyszyć stwierdzenie, że taka decyzja stanowi zakończenie obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W ocenie większości członków Rady takie stwierdzenie nie uniemożliwiłoby dostosowania stóp procentowych w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu.

Z kolei część członków Rady była zdania, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Członkowie ci argumentowali, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest obecnie ograniczony.

Wskazywali oni, że zgodnie z wynikami projekcji marcowej obniżenie stóp procentowych w I połowie 2015 r., tj. zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, nie skutkowałoby wystarczającym wzrostem inflacji, by mogła ona znaleźć się w celu inflacyjnym, jednak mogłoby przyczynić się do pogłębienia nierównowagi zewnętrznej. Jednocześnie w opinii członków Rady będących za pozostawieniem parametrów polityki pieniężnej bez zmian obniżenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku zwiększenia finansowania nierentownych inwestycji. To z kolei – przy względnie wysokim odsetku niespłaconych kredytów w Polsce – mogłoby oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji finansowej sektora bankowego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Na posiedzeniu złożono również wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek ten nie był przedmiotem głosowania, ze względu na przyjęcie wniosku o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 kwietnia 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski członkowie Rady wskazywali, że w 2015 r. oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie wzrostu w gospodarce światowej. Zwracano uwagę, że napływające informacje wskazują na poprawę koniunktury w strefie euro, a dane z rynku kredytowego mogą sygnalizować początek

ożywienia akcji kredytowej. Wskazywano, że wedle obecnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w tym roku prawdopodobnie wyższa niż w ubiegłym. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyjać może rozpoczęcie programu łagodzenia ilościowego przez EBC, powiązana z tym deprecjacja euro, a także uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych, pomimo prognozowanego obniżenia dynamiki PKB w pierwszym kwartale, w dalszej części roku oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że skala ożywienia w strefie euro będzie ograniczana przez wciąż słaby popyt inwestycyjny oraz relatywnie wysokie bezrobocie. W efekcie dynamika PKB w tym obszarze walutowym – pomimo pewnego przyspieszenia – pozostanie niska na tle innych krajów rozwiniętych. Niektórzy członkowie Rady wyrazili ponadto opinię, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro w dłuższym okresie jest nadmierny wzrost popytu w gospodarce niemieckiej w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że ograniczająco na długofalowy wzrost w tym obszarze walutowym może oddziaływać niewystarczający zakres reform strukturalnych we Francji i Włoszech. Część członków Rady podkreślała, że również w Stanach Zjednoczonych ożywienie aktywności jest słabe w stosunku do poprzednich cykli koniunkturalnych. Niższy wzrost PKB w tej gospodarce wynika z niskiej dynamiki inwestycji i wolniejszego wzrostu produktywności. Zdaniem niektórych członków Rady jest to efektem ograniczenia procesu restrukturyzacji przedsiębiorstw, między innymi na skutek utrzymywania historycznie niskich stóp procentowych przez Fed. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wpływ stóp procentowych na restrukturyzację podmiotów

gospodarczych jest ograniczony, a jej intensywność jest determinowana głównie przez czynniki instytucjonalne.

Odnosząc się do sytuacji gospodarek wschodzących wskazywano, że w Chinach koniunktura gospodarcza nadal stopniowo się pogarsza, a prognozy wskazują na dalsze spowolnienie dynamiki PKB w tym roku. Podkreślano, że również sytuacja wschodnich partnerów handlowych Polski pozostaje niekorzystna, a w tym roku w Rosji i na Ukrainie prognozowana jest recesja. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że źródłem ryzyka dla sytuacji gospodarek wschodzących – szczególnie tych o mniej korzystnej sytuacji makroekonomicznej – pozostaje ewentualny odpływ kapitału z tych rynków.

Na posiedzeniu zwracano uwagę na stabilizację cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie wskazywali przy tym, że ceny ropy naftowej – po wcześniejszym silnym spadku – od początku roku nieco wzrosły. W ostatnim okresie wyhamowały także spadki cen surowców rolnych i metali przemysłowych. Przyczyniało się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach, w tym do zmniejszenia skali deflacji w strefie euro oraz stabilizacji cen w Stanach Zjednoczonych. Dynamika cen na świecie była jednak nadal bardzo niska, a w większości krajów Unii Europejskiej pozostała ujemna.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że w ostatnim okresie została ona złagodzona przez wiele banków centralnych. Wskazywano, że EBC uruchomił program skupu obligacji skarbowych, a także przeprowadził kolejną operację TLTRO, której skala była większa od oczekiwań. Podkreślano również, że Fed wykluczył podwyżkę stóp procentowych w najbliższych dwóch miesiącach, chociaż nadal sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nastąpi w tym roku.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano, że napływające dane potwierdzają utrzymanie się stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej. Część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost PKB w I kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wobec poprzedniego kwartału. Oceniano, że aktywność gospodarcza wspierana jest w dalszym ciągu przez wzrost popytu krajowego. W tym kontekście zwracano uwagę na nadal dobrą – pomimo pewnego pogorszenia wyników w IV kw. ub.r. – sytuację finansową firm oraz stabilny wzrost kredytów dla przedsiębiorstw, które sprzyjały dalszemu wzrostowi ich aktywności inwestycyjnej. Z kolei popyt konsumpcyjny był nadal wspierany przez wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych przy rosnącym zatrudnieniu oraz przez dalszy przyrost kredytów konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że chociaż sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, to wzrost zatrudnienia wyhamował, a dynamika płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw się obniżyła. Inni członkowie podkreślali, że bezrobocie – pomimo stopniowego spadku – pozostaje relatywnie wysokie, a wynagrodzenia nominalne są nadal niskie w porównaniu do większości krajów europejskich. Członkowie Rady wskazywali ponadto, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce pozostawał w I kw. – pomimo pewnego przyspieszenia – niski wzrost popytu zagranicznego.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie stopniowo rosnąć. Wskazywano, że głównymi źródłami wzrostu PKB pozostanie popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Wraz z postępującą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro dynamikę PKB wspierać będzie w coraz większym stopniu także wzrost eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost PKB może być wyższy niż wskazywany w marcowej projekcji, do czego może

przyczyniać się szybsza poprawa sytuacji na rynku pracy, która wraz z wyraźniejszym ożywieniem aktywności gospodarczej za granicą mogłaby oddziaływać w kierunku silniejszego wzrostu konsumpcji i inwestycji prywatnych. Część członków Rady była zdania, że również wzrost inwestycji publicznych może być wyższy niż w projekcji, w związku z szybszą absorpcją środków z UE. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że wzrost PKB w 2015 r. może być nieco niższy niż w projekcji, do czego – ich zdaniem – może się przyczynić spowolnienie aktywności inwestycyjnej firm. Według niektórych członków Rady, w kierunku wolniejszego od prognoz wzrostu PKB może oddziaływać również szybsze wygasanie efektów dodatnich szoków podażyowych, które będzie jednocześnie przyczyniało się do narastania nierównowag zewnętrznych. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB w kolejnych kwartałach mogłaby być również nadmierna aprecjacja złotego. Część członków Rady zaznaczała, że źródłem niepewności dla koniunktury w Polsce pozostaje wpływ luzowania ilościowego EBC na sferę realną strefy euro oraz kształtowanie się cen aktywów zarówno w tym obszarze walutowym, jak i poza nim. Część członków wskazywała, że ocenę perspektyw gospodarczych Polski utrudnia niepewność co do rozwoju sytuacji geopolitycznej na Ukrainie i momentu zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, a także ryzyko zawirowań związanych z sytuacją w Grecji. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że istnieje wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych w związku z utrzymywaniem ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w gospodarce krajowej brak jest nierównowag. W tym kontekście wskazywali oni na stabilną sytuację na rynku nieruchomości, relatywnie niski poziom zadłużenia prywatnego i publicznego, niski deficyt

obrotów bieżących oraz bezpieczny poziom zadłużenia zagranicznego Polski.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w lutym roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem podkreślano, że chociaż krótkookresowe prognozy inflacji zostały zrewidowane w dół, przewidywany okres deflacji pozostał niezmieniony. Część członków Rady podkreślała, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców energetycznych i żywnościowych. Ze względu na jej głównie podażyowe źródła deflacja – zdaniem tych członków Rady – przyczynia się do zwiększenia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych oraz obniżenia kosztów przedsiębiorstw, wspierając tym samym wzrost gospodarczy w kraju. Część członków Rady była natomiast zdania, że do niskiej dynamiki cen w Polsce – oprócz czynników zewnętrznych – przyczynia się także brak presji popytowej, na co wskazuje ujemny poziom większości miar inflacji bazowej oraz utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej. Podkreślali oni także, że pomimo stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy presja płacowa pozostaje ograniczona.

Odnosząc się do perspektyw inflacji argumentowano, że zarówno marcową projekcją jak i prognozy krótkookresowe wskazują, że dynamika cen w kolejnych miesiącach pozostanie ujemna, choć będzie stopniowo rosła i przed końcem bieżącego roku stanie się dodatnia. Część członków Rady była zdania, że dynamika cen będzie wyższa niż wskazywana w marcowej projekcji, a niektórzy z nich oceniali, że inflacja powróci do celu już w przyszłym roku. Podkreślano, że do osłabienia tendencji deflacyjnych przyczyniać się będzie wygasanie efektów spadku cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę, że w bieżącym roku możliwy jest wzrost cen ropy naftowej, co mogłoby dodatkowo oddziaływać w kierunku wzrostu

dynamiki cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podaźowych może dojść do nasilenia presji płacowej, która – ich zdaniem – jest obecnie maskowana przez wzrost siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikający ze spadku cen energii i żywności. Wzrostowi presji płacowej i przyspieszeniu płac nominalnych sprzyjać będzie – zdaniem tych członków Rady – korzystna dla osób poszukujących zatrudnienia sytuacja na rynku pracy, na co wskazuje wysoka liczba wakatów w stosunku do liczby bezrobotnych. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych kwartałach dynamika płac będzie zbliżona do tempa wzrostu wydajności pracy, a presja płacowa pozostanie ograniczona. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki cen mogłaby być także aprecjacja złota, szczególnie w warunkach przedłużającej się niskiej inflacji za granicą.

Członkowie Rady zwracali uwagę na pewne umocnienie kursu złota w ostatnim kwartale, czemu sprzyjało luzowanie ilościowe EBC. Część członków Rady zaznaczała, że umocnienie złota może przyczynić się do ograniczenia konkurencyjności cenowej polskiego eksportu.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach dynamika cen pozostanie ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie wraz z wygasaniem efektów tych szoków, dynamika cen będzie stopniowo rosła. Do stopniowego wzrostu dynamiki cen będzie się także przyczyniać kontynuacja ożywienia gospodarczego w kraju i poprawa koniunktury za granicą, co – wraz z dokonaniem dostosowania polityki pieniężnej – ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie.

Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa

referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 maja 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz na oczekiwany dalszy wzrost dynamiki aktywności w tej gospodarce. Wskazywano przy tym na spadek stopy bezrobocia, wzrost sprzedaży detalicznej i poprawę nastrojów konsumentów w ostatnim okresie. Argumentowano, że czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w strefie euro jest wcześniejszy silny spadek cen surowców. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zwłaszcza korzystną sytuację gospodarczą w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – w tym wzrost konsumpcji i poprawę w przemyśle.

Część członków Rady oceniała, że koniunkturę w strefie euro wspiera program luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego, który przyczynia się do osłabienia euro i wzrostu konkurencyjności cenowej tego obszaru walutowego. Członkowie ci wskazywali również na inne pozytywne efekty luzowania ilościowego EBC, w tym na złagodzenie kryteriów udzielania kredytów i obniżenie ich oprocentowania, które mogą sugerować początek pobudzenia akcji kredytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że program luzowania ilościowego EBC może przyczyniać się do pobudzenia wzrostu popytu także poprzez efekt majątkowy, związany z wzrostem cen aktywów, posiadanych przez gospodarstwa domowe. Zauważano też, że luzowanie ilościowe EBC doprowadziło do wzrostu oczekiwań inflacyjnych w strefie euro.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwe negatywne konsekwencje programów luzowania ilościowego, w tym możliwość tworzenia się baniek na rynku aktywów. Część członków Rady oceniała przy tym, że program zakupu aktywów w strefie euro nie ma istotnego wpływu na aktywność w sferze realnej gospodarki. Niektórzy z nich przywoływali w tym kontekście przykład Stanów Zjednoczonych, w których krótkookresowe pozytywne skutki luzowania ilościowego wynikały – ich zdaniem – ze skierowania dużej części programu banku centralnego na zakup aktywów związanych z rynkiem nieruchomości. Wobec tego, że program zakupu aktywów przez EBC w większości dotyczy obligacji skarbowych, jego efekty dla gospodarki realnej będą – ich zdaniem – niewielkie.

Część członków Rady oceniała, że źródłem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro jest dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w Grecji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że skutki ewentualnej niewypłacalności tego kraju dla rynków finansowych mogą być ograniczone, ze względu na prowadzony aktualnie program luzowania ilościowego EBC, a także relatywnie niewielki udział sektora prywatnego wśród wierzycieli Grecji.

Analizując sytuację gospodarczą w Stanach Zjednoczonych członkowie Rady zwracali uwagę na spowolnienie dynamiki PKB w I kwartale br. Wskazywano przy tym na czynniki, które mogły niekorzystnie wpłynąć na dynamikę aktywności w tej gospodarce, w tym mroźną zimą, umocnienie dolara, a także wcześniejszy silny spadek cen ropy naftowej, który zmniejszył rentowność i ograniczył inwestycje producentów ropy w tym kraju. Podkreślano, że pogorszenie danych w ostatnim okresie wpłynęło na przesunięcie w czasie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady uznała, że trudno jest obecnie ocenić trwałość tego spowolnienia, przy czym wciąż oczekiwana jest

kontynuacja ożywienia. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że od kryzysu gospodarczego trend wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych jest w przybliżeniu stały. Wskazywali oni także, że prognozy wzrostu PKB są tam od kilku lat nadmiernie optymistyczne, co wymusza ich późniejsze rewidowanie w dół. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że negatywnie na długookresowe tempo wzrostu PKB w tej gospodarce mogły wpłynąć programy luzowania ilościowego prowadzone w przeszłości przez Rezerwę Federalną.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że poprawie perspektyw wzrostu w gospodarkach rozwiniętych towarzyszy spowalnianie dynamiki PKB w wielu gospodarkach wschodzących. Wskazywano przy tym na recesję w Rosji i na Ukrainie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ewentualna ponowna eskalacja konfliktu między tymi krajami stanowi ryzyko dla wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała również obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w Chinach. Oceniali oni, że nierównowagi w tej gospodarce, które są widoczne na rynku nieruchomości, a ostatnio także na rynku akcji, stwarzają ryzyko gwałtownego obniżenia się wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że wzrost roli konsumpcji (kosztem inwestycji) we wzroście PKB może ograniczać ryzyko gwałtownego spadku popytu.

Członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen na świecie, w tym w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych wciąż jest bardzo niska, przy czym w strefie euro skala deflacji zmniejszyła się. Podkreślano, że pewnemu wzrostowi cen ropy naftowej na rynkach światowych w ostatnich tygodniach towarzyszyło nieznacznie obniżenie się cen żywności. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że obserwowany spadek cen surowców jest przejawem spadkowej fazy w ramach długookresowego cyklu na rynku surowców. W związku z tym, argumentowali oni, że

w najbliższych kilku latach inflacja na świecie pozostanie niska.

Analizując sytuację w gospodarce Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację poprawy koniunktury oraz na perspektywę stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, związane zarówno z czynnikami wewnętrznymi, jak i oczekiwaną dalszą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro. Członkowie Rady oceniali, że na kontynuację poprawy koniunktury wskazują dobre dane z sektora przemysłowego, w szczególności w działach przemysłu związanych z eksportem, a także przyspieszenie dynamiki produkcji w budownictwie oraz utrzymywanie się korzystnej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Oceniano, że dane o sprzedaży detalicznej i wskaźniki koniunktury konsumenckiej sugerują utrzymywanie się stabilnego wzrostu konsumpcji. Argumentowano, że koniunkturę wspiera poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost płac i zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem sprzyjającym wzrostowi płac w gospodarce może być sygnalizowany wzrost wynagrodzeń w sferze budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na strukturalne problemy polskiej gospodarki: wysoką stopę bezrobocia i niski poziom wynagrodzeń, a przez to niski udział płac w PKB. Czynniki te – argumentowali – ograniczają konsumpcję gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki wzrost inwestycji, wspierający dynamikę krajowej aktywności gospodarczej. Zauważano, że w badaniach koniunktury utrzymuje się znaczny odsetek przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje. Część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamice inwestycji w gospodarce będzie sprzyjać napływ środków z Unii Europejskiej w ramach nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na prawdopodobne przyspieszenie dynamiki inwestycji mieszkaniowych, związane

z poprawą sytuacji na rynku pracy i spadkiem oprocentowania kredytów. Członkowie ci oceniali również, że przyspieszeniu inwestycji towarzyszyć będzie wysoki wzrost zapasów, które są zwykle silnie procykliczne.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili natomiast, że choć w I półroczu br. wzrost inwestycji może spowolnić – co w ich opinii może stanowić odsunięty w czasie skutek osłabienia gospodarczego w II połowie ub. r. – to w kolejnych kwartałach można oczekiwać kontynuacji ich ożywienia. Argumentowali, że kontynuacja dynamicznego wzrostu inwestycji może być związana z ich niskim wzrostem w poprzednich latach. Inni członkowie Rady oceniali, że ze względu na znacznie szybszy wzrost inwestycji niż popytu konsumpcyjnego, dynamika inwestycji może się w kolejnych kwartałach obniżyć.

Analizując akcję kredytową w gospodarce, część członków Rady oceniała, że jej dynamika pozostaje umiarkowana. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym szczególnie uwagę na brak istotnego przyspieszenia dynamiki kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, pomimo spadku stóp oprocentowania tych kredytów. Członkowie ci wskazywali również, że wraz ze spadkiem oprocentowania depozytów terminowych zmalał ich udział w ogóle depozytów gospodarstw domowych, czemu towarzyszyło przyspieszenie napływu oszczędności do funduszy inwestycyjnych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że po kilku latach zacieśniania polityki fiskalnej, w bieżącym roku wpływ tej polityki na dynamikę popytu w gospodarce będzie prawdopodobnie neutralny. W kontekście finansów publicznych niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na spadek deficytu tego sektora, procedura nadmiernego deficytu wobec Polski może zostać zniesiona, co byłoby korzystne z punktu widzenia ratingu polskich obligacji, a przez to kosztów obsługi długu. Inni członkowie Rady twierdzili

natomiast, że poziom deficytu sektora finansów publicznych jest stosunkowo wysoki biorąc pod uwagę obecny wzrost popytu krajowego, a wykorzystywane w poprzednich latach źródła ograniczania deficytu się wyczerpały. W rezultacie, oceniali oni, że w przypadku następnego spowolnienia gospodarczego polityka fiskalna może mieć ograniczone możliwości wspierania popytu w gospodarce.

Część członków Rady oceniała, że pomimo ożywienia aktywności gospodarczej, w gospodarce utrzymuje się ujemna luka popytowa. W rezultacie roczna dynamika cen, w tym większość miar inflacji bazowej, pozostaje ujemna. Członkowie ci podkreślali również brak presji kosztowej w gospodarce, przejawiający się dalszym spadkiem cen producenta, związanym z wcześniejszym silnym spadkiem cen surowców, a także umiarkowaną dynamiką płac nominalnych. Przywoływano w tym kontekście badania koniunktury przedsiębiorstw, które wskazują na brak ryzyka pojawienia się presji płacowej w najbliższym okresie. Podkreślano również utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, członkowie ci oceniali, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo.

Część członków Rady oceniała natomiast, że utrzymująca się deflacja jest rezultatem przede wszystkim szoków podażyowych, związanych ze spadkiem cen surowców, a także niskiej inflacji w strefie euro. Niektórzy z tych członków Rady oceniali również, że w kierunku spadku cen w Polsce oddziałuje wpływ embarga na eksport niektórych polskich produktów do Rosji oraz wzrost wydajności pracy. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podażyowych, inflacja w Polsce będzie rosła szybciej niż wskazuje na to marcowa projekcja NBP. Szybszy wzrost inflacji będzie w ich opinii wynikał również z wyższego niż zakłada projekcja wzrostu PKB

w Polsce i w jej otoczeniu, któremu towarzyszyć będzie wyższa niż w projekcji dynamika krajowych jednostkowych kosztów pracy. Argumentowali przy tym, że w ich opinii już obecnie dynamika popytu krajowego przekracza dynamikę produktu potencjalnego, co może doprowadzić do pogorszenia salda obrotów bieżących, zwłaszcza w przypadku zahamowania poprawy *terms of trade*.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 czerwca 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro. Wskazywano, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez wzrost konsumpcji, związany z obniżającym się bezrobociem, a także ze wzrostem siły nabywczej konsumentów i poprawą sytuacji sektora przedsiębiorstw spowodowanymi spadkami cen paliw. Podkreślano również, że stopniowo rośnie dynamika inwestycji, którym sprzyjają dobre nastroje przedsiębiorców, wcześniejsza deprecjacja

euro i poprawa warunków dostępności kredytów po wprowadzeniu przez EBC programu luzowania ilościowego. Zwracano uwagę, że ożywieniu aktywności w strefie euro towarzyszy wzrost dynamiki akcji kredytowej. Wskazywano również na poprawiającą się koniunkturę w krajach Europy Południowej należących do strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy wzrostu PKB dla strefy euro zostały podniesione. Członkowie ci oceniali, że wyższa aktywność w tej gospodarce pozytywnie oddziałuje na gospodarkę w Europie Środkowo-Wschodniej.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w Niemczech dynamika PKB w pierwszym kwartale obniżyła się i była niższa niż oczekiwano, choć spowolnienie to mogło być przejściowe. Argumentowano przy tym, że negatywnie na aktywność w tej gospodarce oddziałuje spowolnienie wzrostu PKB w dużych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie dynamiki niemieckiego eksportu do gospodarek wschodzących może negatywnie – choć w ograniczonym zakresie – wpływać także na dynamikę polskiego eksportu.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w I kw. br. dane o PKB zostały zrewidowane w dół, a dynamika PKB okazała się ujemna. Oceniano, że spowolnienie dynamiki PKB jest związane przede wszystkim z wcześniejszym umocnieniem się dolara, ograniczeniem inwestycji producentów ropy naftowej z łupków po wcześniejszym spadku cen tego surowca oraz mroźną zimą. Jednocześnie wskazywano, że spadek cen paliw – choć silniejszy niż w strefie euro – nie doprowadził do przyspieszenia konsumpcji gospodarstw domowych, lecz do wzrostu stopy oszczędności. Podkreślano, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej utrzymało się również na początku II kw. br. Zwracano uwagę, że wraz z pogorszeniem się danych dotyczących gospodarki Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie, oczekiwania

rynków finansowych dotyczące podwyżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną przesunęły się na późniejszy termin.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że istnieje ryzyko osłabienia się globalnej koniunktury ze względu na utrzymujące się globalne nierównowagi związane z nadmiernymi oszczędnościami w części dużych gospodarek, zwłaszcza wschodzących. W tym kontekście wskazywali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost globalnej aktywności może być trudność w pobudzeniu popytu konsumpcyjnego w gospodarkach charakteryzujących się dotychczas wysoką stopą oszczędności.

Analizując sytuację na światowych rynkach finansowych, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie rentowności obligacji wielu krajów rozwiniętych, w tym krajów strefy euro, wzrosły. Wzrost ten nastąpił pomimo kontynuacji zakupów obligacji przez EBC. Oceniano, że w kierunku wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych i zmienności cen wielu aktywów finansowych oddziałuje niepewność dotycząca sposobu rozwiązania problemu zadłużenia Grecji. Część członków Rady zwracała także uwagę na pewien wzrost cen surowców, w tym przede wszystkim ropy naftowej, na rynkach światowych w ostatnich miesiącach.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki oraz jej perspektywę, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację ożywienia gospodarczego w I kw. br. Podkreślano, że dynamika PKB w tym okresie była wyższa niż oczekiwano. Wskazywano, że choć dynamika popytu krajowego się obniżyła, to spadek ten wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia stanu zapasów. Podkreślano przy tym, że konsumpcja gospodarstw domowych rosła stabilnie, a dynamika inwestycji – pomimo wysokiej bazy statystycznej – przyspieszyła. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB był

dotadni, czemu sprzyjało stopniowe ożywienie gospodarcze w strefie euro. Część z nich zauważała w tym kontekście, że polska gospodarka ma nadwyżkę w handlu zagranicznym od dwóch lat, a w ostatnim okresie pojawiła się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że dane te świadczą o poprawie konkurencyjności polskiej gospodarki oraz o braku istotnych zagrożeń dla równowagi zewnętrznej kraju.

Członkowie Rady oceniali, że konsumpcji gospodarstw domowych sprzyja kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy. Podkreślano w tym kontekście wzrost liczby pracujących do najwyższego poziomu w historii oraz spadek bezrobocia. Część członków Rady oceniała, że pomimo utrzymania się wzrostu zatrudnienia, presja płacowa w gospodarce się nie pojawiła, o czym świadczy stabilna dynamika jednostkowych kosztów pracy. Przywoływano w tym kontekście również badania koniunktury, które nie wskazują na ryzyko wyraźnego przyspieszenia dynamiki płac w przedsiębiorstwach w najbliższym okresie. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że ze względu na obserwowany wzrost zatrudnienia przestrzeń do podwyżek płac przez przedsiębiorstwa jest ograniczona, biorąc pod uwagę stosunkowo niewielki wzrost produkcji i wydajności pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ich opinii obecna stopa bezrobocia jest już niższa niż stopa bezrobocia równowagi, co może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki płac w przyszłości. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że poziom płac w Polsce jest niski, a ich wyraźny wzrost byłby możliwy przy szybszym wzroście wydajności pracy, czemu sprzyjałaby większa innowacyjność gospodarki.

Odnosząc się do inwestycji, zwracano uwagę na wzrost odsetka firm planujących nowe inwestycje, a także dalszą poprawę koniunktury w budownictwie. Członkowie Rady argumentowali

również, że wzrost inwestycji jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw i relatywnie wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystnym wynikiem finansowym przedsiębiorstw sprzyja spadek cen producenta, który w większym stopniu ogranicza koszty produkcji firm niż ich przychody. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na istotny udział kosztów i przychodów finansowych w kształtowaniu wyników przedsiębiorstw. Argumentowali, że w kierunku spadku udziału przychodów finansowych w przychodach przedsiębiorstw ogółem mogłoby oddziaływać przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, które zwiększałoby relatywną rentowność sprzedaży w porównaniu do rentowności operacji finansowych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na stosunkowo wysoki wzrost inwestycji w porównaniu do dynamiki produkcji. Oceniali oni, że w tej sytuacji istnieje ryzyko spowolnienia dynamiki inwestycji w najbliższych kwartałach, nawet pomimo oczekiwanego wzrostu inwestycji finansowanych z funduszy unijnych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że pomimo dobrych danych o PKB w I kw. br., na początku II kw. br. dynamika aktywności gospodarczej mogła się nieco obniżyć, na co wskazuje spadek dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i niektórych wskaźników koniunktury. Część członków Rady podkreślała, że choć trudno jest obecnie ocenić trwałość i źródło tego spowolnienia, to najprawdopodobniej było ono przejściowe. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymujący się wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie sprzyjał kontynuacji ożywienia w gospodarce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w przyszłym roku możliwe jest poluzowanie polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady

wskazywali na możliwe odmrożenie płac w sferze budżetowej, a także możliwy wzrost wydatków na świadczenia i zasiłki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ryzyko rozluźnienia polityki fiskalnej jest związane z oczekiwanym zdjęciem procedury nadmiernego deficytu wobec Polski, a tym samym pojawienia się większej przestrzeni do wzrostu wydatków publicznych. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt sektora finansów publicznych może wzrosnąć wskutek ewentualnego koniunkturalnego spowolnienia dynamiki produkcji.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się stabilny wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego, który wspiera wzrost gospodarczy i nie zagraża przy tym stabilności finansowej. Podkreślali oni, że obniżenie stóp procentowych NBP przyczyniło się do istotnego spadku oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała w tym kontekście, że nie ma obecnie żadnych oznak pojawiania się nierównowag na rynku nieruchomości, a ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych jest ograniczane przez zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w ostatnim okresie, pomimo obniżek stóp procentowych NBP, dynamika kredytu w gospodarce nieco spowolniła. Oceniali oni w związku z tym, że spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw był w ostatnich miesiącach niższy niż ostatnia obniżka stóp procentowych NBP. Członkowie ci zwracali również uwagę na spowolnienie dynamiki depozytów w sektorze bankowym, a także na to, że wzrost udziału kredytów walutowych z utratą wartości może przyspieszyć w przypadku deprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że

relacja wartości kredytów walutowych do PKB jest relatywnie niska.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich miesiącach dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła. Wskazywano, że osłabienie deflacji wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen żywności i energii. Członkowie Rady zwracali uwagę, że prognozy wskazują na dalszy wzrost dynamiki cen. Większość członków Rady oceniała, że powrót inflacji do celu będzie jednak następował stopniowo. Członkowie ci zwracali bowiem uwagę, że ceny produkcji obniżają się już od wielu kwartałów, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są bardzo niskie. Oceniali ponadto, że luka popytowa w gospodarce pozostaje ujemna, co przejawia się utrzymywaniem wszystkich miar inflacji bazowej na bardzo niskim – a większości tych miar ujemnym – poziomie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że powrót inflacji do celu będzie powolny przede wszystkim ze względu na utrzymywanie się niskiej dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Inni członkowie Rady uznali natomiast, że ze względu na wyraźne ożywienie popytu, wzrost inflacji może być szybszy niż wskazywała ostatnia projekcja.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 lipca 2015 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc. na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 2,50% w skali rocznej; stopa depozytowa 0,50% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 1,75% w skali rocznej.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro następuje stopniowa poprawa koniunktury, choć aktywność gospodarcza jest nadal niska. W Stanach Zjednoczonych ostatnie dane sugerują natomiast, że spowolnienie aktywności na początku roku było przejściowe, a perspektywy tej gospodarki pozostają korzystne. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy utrzymuje się na niskim, jak na tę gospodarkę poziomie, natomiast u wschodnich partnerów handlowych Polski, tj. w Rosji i na Ukrainie, trwa recesja.

Pomimo trwającego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych, nastroje na rynkach finansowych w ostatnim okresie pogorszyły się, do czego przyczyniło się nasilenie się obaw o niewypłacalność Grecji. Oddziaływało to w kierunku spadku cen niektórych aktywów finansowych, a także osłabienia się kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego.

Po silnym i długotrwałym spadku, w ostatnich miesiącach ceny ropy na rynkach światowych nieznacznie wzrosły. Przyczyniło się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach, w tym do wzrostu dynamiki cen w strefie euro powyżej zera. Dynamika cen na świecie pozostaje jednak bardzo niska, a w niektórych gospodarkach europejskich jest nadal ujemna. W tych warunkach główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, a EBC kontynuuje program skupu aktywów.

W Polsce dynamika PKB w II kw. br. utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostał prawdopodobnie wzrost konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu akcji kredytowej. Jednocześnie napływające w ostatnim okresie dane nie wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce nie ma presji inflacyjnej. Równocześnie niskie ceny surowców i umiarkowana dynamika płac nominalnych przyczyniają się do utrzymania braku presji kosztowej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje ujemna, choć wzrost rocznej dynamiki cen paliw i żywności w ostatnim okresie ograniczył skalę deflacji. Ujemna jest także roczna dynamika cen produkcji sprzedanej, natomiast oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2015 r. (*cut-off date* dla projekcji) – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-1,1\div -0,4\%$ w 2015 r. (wobec $-1,0\div 0,0\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $0,7\div 2,5\%$ w 2016 r. (wobec $-0,1\div 1,8\%$) oraz $0,5\div 2,6\%$ w 2017 r. (wobec $0,1\div 2,2\%$). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $3,0\div 4,3\%$ w 2015 r. (wobec $2,7\div 4,2\%$ w projekcji z marca 2015 r.), $2,3\div 4,5\%$ w 2016 r.

(wobec 2,2÷4,4%) oraz 2,5÷4,7% w 2017 r. (wobec 2,4÷4,6%).

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen surowców. Jednocześnie oczekiwane utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku

pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja NBP. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie.

4 Projektcja inflacji i PKB

Projektcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁶⁴. Projektcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projektcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projektcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2015 r. do IV kw. 2017 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2015 r.

Projektcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2015 r.

⁶⁴ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

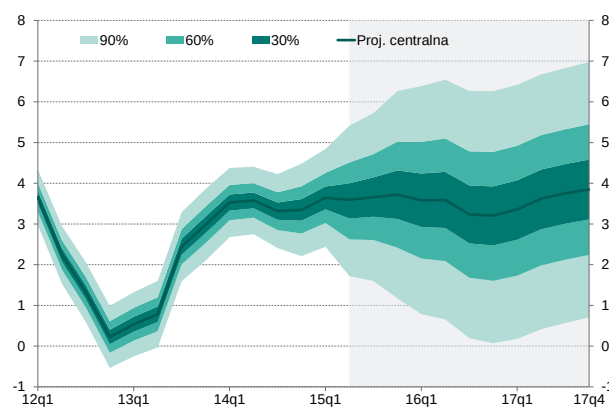
4.1 Synteza

Na kształt obecnej projekcji wpływają umiarkowana skala ożywienia w gospodarce światowej i utrzymujące się niskie ceny surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej, ograniczające inflację w skali globalnej. Choć wpływ niskich cen ropy na wzrost gospodarczy w poszczególnych krajach jest zróżnicowany, to w przypadku Polski będącej importerem ropy, jej niskie ceny będą w horyzoncie projekcji wpływały korzystnie na aktywność gospodarczą. Niskie ceny surowców energetycznych obniżają w szczególności koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co pozwala utrzymać stosunkowo wysoką opłacalność produkcji pomimo wzrostu kosztów pracy i ułatwia finansowanie inwestycji. Niskie ceny energii pozytywnie oddziałują także na dochody realne gospodarstw domowych, przyczyniając się do wzrostu konsumpcji.

Utrzymywanie się korzystnego szoku podażowego, jakim jest dla Polski spadek cen surowców energetycznych, wspiera ożywienie w polskiej gospodarce, pomimo nadal niskiego popytu ze strefy euro oraz niekorzystnego wpływu, jaki na aktywność gospodarczą wywiera konflikt ukraińsko-rosyjski. W konsekwencji gospodarka Polski znajduje się obecnie w fazie ożywienia, przy korzystnej, zrównoważonej strukturze wzrostu. Dane z rachunków narodowych wskazują, że na przyspieszenie dynamiki PKB do 3,6% r/r w I kw. br. złożył się stabilny wzrost spożycia indywidualnego, szybki wzrost inwestycji oraz dodatni wkład eksportu netto.

W horyzoncie projekcji oczekiwana jest jedynie umiarkowana poprawa koniunktury w strefie euro, która będzie w ograniczonym stopniu wspierać krajowy wzrost gospodarczy. W tych

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: NBP (o ile nie zaznaczono inaczej uwaga ta dotyczy wszystkich wykresów i tabel w niniejszym rozdziale).

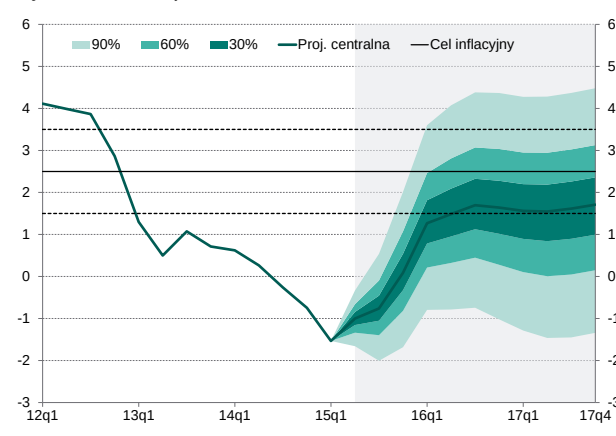
warunkach dynamika PKB w latach 2015-2017 ustabilizuje się na średnim poziomie 3,6% r/r, przy czym wzrost będzie bazować w głównej mierze na rosnących wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego.

Wydatki gospodarstw domowych będzie wspierać systematyczna poprawa ich kondycji finansowej, do czego przyczyni się kontynuacja dotychczasowych korzystnych tendencji na rynku pracy: dalszy wzrost zatrudnienia, spadek stopy bezrobocia oraz przyspieszenie tempa wzrostu nominalnych płac. Także niska inflacja będzie przyczyniać się do zwiększenia się siły nabywczej konsumentów, a niskie stopy procentowe będą ułatwiać finansowanie konsumpcji kredytem.

Wzrost gospodarczy w horyzoncie projekcji wspierać będą również wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Inwestycjom będzie sprzyjać oczekiwane utrzymanie się dobrej obecnie kondycji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych oraz, podobnie jak w przypadku konsumpcji, pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Wysoki, jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego, bieżący poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych będzie skłaniał przedsiębiorstwa do szybkiego wzrostu nakładów na środki trwałe, i choć wzrost ten w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo obniżać, pozostanie na poziomie przewyższającym dynamikę PKB.

Skala ożywienia gospodarczego w krótkim horyzoncie projekcji będzie powodować domykanie się luki popytowej, choć jeszcze w 2015 r. będzie ona ujemna, kształtując się na poziomie -0,2% produktu potencjalnego. W latach 2016-2017 luka popytowa będzie się utrzymywać na poziomie bliskim zera. Domykanie się ujemnej luki popytowej, będącej syntetyczną miarą presji

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



popytowej w gospodarce, sygnalizuje, że wpływ wcześniejszej słabej koniunktury na spadek inflacji, zacznie stopniowo wygasać.

W I kw. br. nastąpiło dalsze wzmocnienie tendencji deflacyjnych w gospodarce polskiej. Indeks cen konsumenta obniżył się w tym okresie o 1,5% r/r. Spadek cen w dużym stopniu wynikał z wpływu czynników o charakterze podażowym – silnego obniżenia się cen ropy naftowej oraz wysokiej podaży produktów rolnych. Dodatkowo w kierunku niskiej inflacji oddziałuje niska presja popytowa oraz niska presja kosztowa, odzwierciedlona w spadku cen importu oraz krajowych cen producenta (PPI).

Ożywienie w polskiej gospodarce i towarzyszący mu wzrost jednostkowych kosztów pracy, wpłynie na stopniowy wzrost dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji bazowej, cen żywności, cen energii). Inflacja CPI do końca horyzontu projekcji kształtować się będzie jednak poniżej celu inflacyjnego NBP. Ograniczaniu dynamiki cen konsumenta sprzyjać będą utrzymujące się w całym horyzoncie projekcji na niskim poziomie ceny importu, do czego przyczyni się jedynie umiarkowana poprawa koniunktury w strefie euro i niskie ceny surowców na rynkach światowych.

W największym stopniu niepewność bieżącej projekcji determinowana jest przez możliwość innego, niż w scenariuszu centralnym, rozwoju sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki. Głównym czynnikiem ryzyka jest obecnie możliwość ogłoszenia niewypłacalności przez Grecję i opuszczenia przez ten kraj strefy euro. Skutki takiego rozwoju wydarzeń powinny być obecnie mniej dotkliwe niż byłyby w roku 2012 i powinny mieć w dużej mierze charakter krótkookresowy.

Z drugiej strony nie można wykluczyć

mocniejszego względem obecnych oczekiwań oddziaływania na gospodarkę strefy euro prowadzonego przez EBC skupu obligacji bądź realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej.

Ocenia się, że zmaterializowanie się scenariusza opuszczenia przez Grecję strefy euro jest bardziej prawdopodobne niż przyspieszenie wzrostu w otoczeniu międzynarodowym polskiej gospodarki powyżej założeń przyjętych do centralnej ścieżki projekcji. Bilans czynników ryzyka wynikający z kształtu obydwu scenariuszy zarówno dla dynamiki PKB, jak i dla inflacji CPI jest jednak zrównoważony, co znajduje odzwierciedlenie w symetrii wykresu wachlarzowego dla obu wymienionych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

Głównym czynnikiem determinującym kształt bieżącej projekcji jest powolne ożywienie w gospodarce światowej i towarzyszące mu niskie ceny surowców, w szczególności ropy naftowej, ograniczające presję inflacyjną na świecie.

Niska dynamika cen ropy wynika z korzystnych uwarunkowań podażowych na rynku tego surowca, jak również słabego popytu, zarówno z krajów rozwiniętych jak i rozwijających się. W szczególności na kształtowanie się cen ropy w istotny sposób wpływa rosnący eksport tego surowca z krajów zrzeszonych w OPEC, co jest konsekwencją prowadzonej przez te kraje polityki nakierowanej na utrzymanie stałego udziału w światowej produkcji ropy. Stabilizacji cen ropy na niskim poziomie sprzyja również utrzymujący się wysoki stan zapasów tego surowca w USA. Niskie ceny ropy ograniczają dynamikę wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych, będących w dużym stopniu substytutami w produkcji energii. W konsekwencji w najbliższych

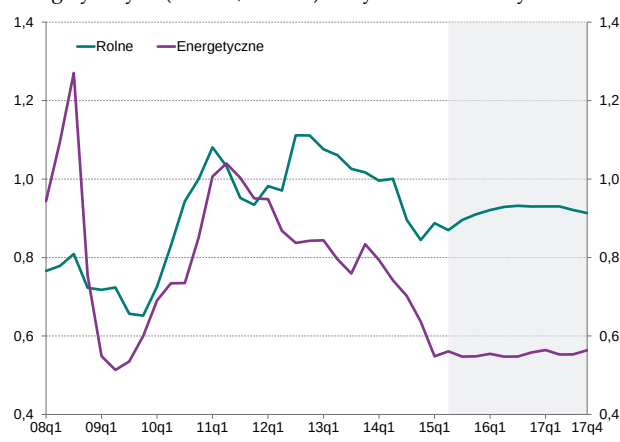
latach ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą się utrzymywać na niskim, zbliżonym do przyjętego w poprzedniej rundzie progностycznej, poziomie (Wykres 4.3).

Niskie ceny surowców energetycznych obniżają inflację w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski (Wykres 4.4). Spadek inflacji dokonuje się zarówno poprzez bezpośredni wpływ niskich cen surowców na ceny energii, jak również pośrednio poprzez obniżenie cen pozostałych komponentów koszyka towarów i usług konsumpcyjnych. Niskie ceny ropy wspierają wzrost gospodarczy w krajach importujących ten surowiec, zwiększając realne dochody gospodarstw domowych, a także obniżając koszty funkcjonowania firm i przyczyniając się do poprawy *terms of trade*.

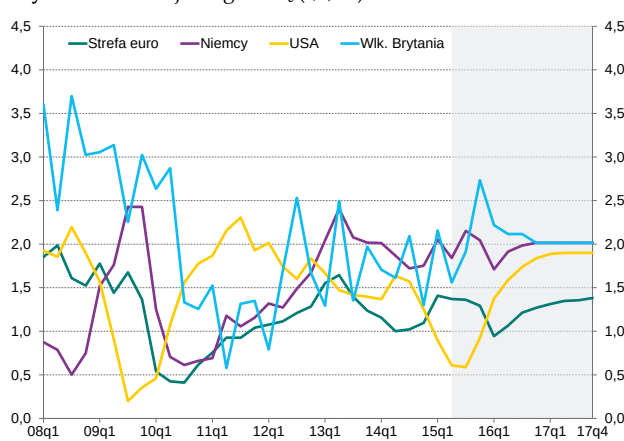
Przy umiarkowanym wzroście popytu w krajach rozwijających się w horyzoncie projekcji na relatywnie niskim poziomie kształtują się również ceny surowców rolnych (Wykres 4.3), choć w porównaniu do oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej prognoza cen surowców została zrewidowana w górę. Rewizja ta wynika głównie z wyższego prognozowanego poziomu cen wieprzowiny. Ma to związek z wprowadzeniem przez Komisję Europejską mechanizmu dopłat do prywatnego przechowywania tego produktu, co wpłynęło na ograniczenie jego podaży.

Kluczowym założeniem obecnej projekcji, obok stabilizacji cen surowców energetycznych i rolnych na niskim poziomie, jest jedynie umiarkowana skala poprawy koniunktury w strefie euro (Wykres 4.5). Przy czym o ile perspektywy wzrostu spożycia indywidualnego w tej gospodarce kształtują się korzystnie, to uwarunkowania dla prognozy inwestycji pozostają mniej optymistyczne. Popyt konsumpcyjny wspierać powinna dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy oraz towarzysząca jej niska inflacja, w szczególności

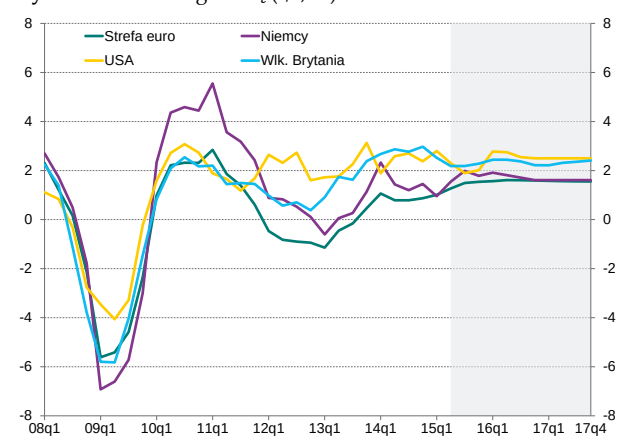
Wykres 4.3 Indeksy cen surowców rolnych (w EUR, 2011=1) i energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych



Wykres 4.4 Inflacja za granicą (r/r, %)



Wykres 4.5 PKB za granicą (r/r, %)

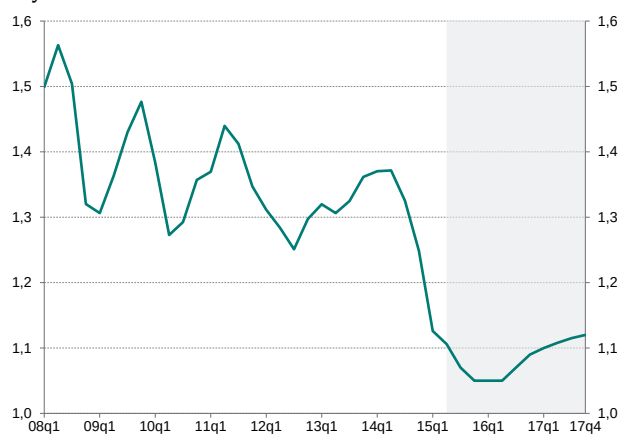


niski poziom cen energii, zwiększający siłę nabywczą gospodarstw domowych. Ograniczone obecnie tempo wzrostu inwestycji w strefie euro związane jest natomiast z niskim poziomem wykorzystania mocy produkcyjnych, kontynuacją procesu oddłużania się przedsiębiorstw oraz utrzymującymi się, mimo stopniowej poprawy w tym zakresie, trudnościami dużej części przedsiębiorstw w dostępie do finansowania rynkowego. W horyzoncie projekcji, przy akomodacyjnej polityce pieniężnej oraz stopniowo rosnącym popycie konsumpcyjnym, następować będzie stopniowa odbudowa inwestycji. Proces ten będzie jednak ograniczany przez relatywnie niskie tempo wzrostu popytu ze strony rynków wschodzących.

Mimo że bieżące dane wskazują na wciąż ograniczoną skalę ożywienia gospodarki strefy euro, to jednak w porównaniu do założeń poprzedniej rundy progностycznej perspektywy wzrostu gospodarczego strefy poprawiły się. Ma to związek z deprecjacją euro zwiększającą konkurencyjność cenową eksportu (Wykres 4.6). Na osłabienie kursu euro wpływa wdrażany przez EBC program luzowania ilościowego. Program ten przyczynia się również do spadku kosztów obsługi długu publicznego krajów strefy oraz powoduje stopniowy spadek ograniczeń po stronie podaży kredytu bankowego. Pozytywnie na wzrost PKB powinno wpływać również wdrożenie reform strukturalnych w gospodarce włoskiej i francuskiej. Reformy we Włoszech dotyczą m.in. obniżenia kosztów zwolnień, wprowadzenia kontraktów ze stopniowo rosnącą prawną ochroną zatrudnienia oraz redukcji składki na ubezpieczenia społeczne dla firm zatrudniających na czas nieokreślony. We Francji przyjęto tzw. Prawo Macrona, które m.in. obniża koszty zwolnień oraz usuwa niektóre bariery regulacyjne na rynku usług.

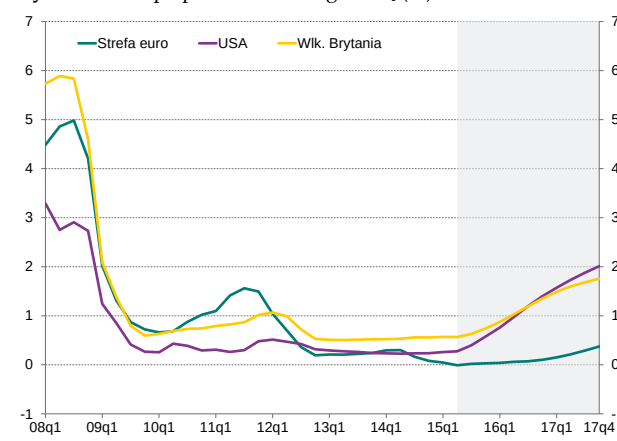
Na tle oczekiwań dotyczących kształtowania się koniunktury w strefie euro, korzystniej

Wykres 4.6 Kurs EUR/USD



prezentują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii (Wykres 4.5) i to pomimo gorszych od oczekiwań danych o dynamice PKB w I kw. br. (które w części wynikały z trudnych warunków pogodowych w tym okresie). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w tych gospodarkach pozostanie spożycie indywidualne, któremu sprzyjać będą obserwowane obecnie korzystne tendencje na rynku pracy. W kwietniu br. w Stanach Zjednoczonych nastąpiło przyspieszenie wzrostu zatrudnienia, zwłaszcza w sektorze prywatnym, a stopa bezrobocia ukształtowała się na najniższym od siedmiu lat poziomie. Relatywnie lepsza kondycja gospodarki amerykańskiej i brytyjskiej wpłynie na wyższy niż w strefie euro poziom ścieżki inflacji oraz wcześniejsze rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych w tych krajach. (Wykres 4.7).

Wykres 4.7 Stopa procentowa za granicą (%)

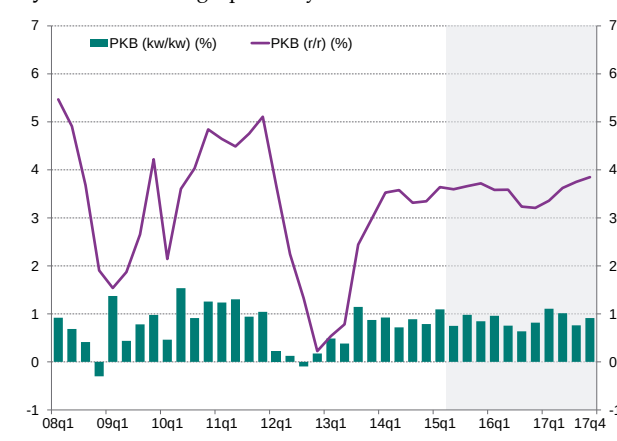


4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017

Tempo wzrostu PKB w Polsce będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na stabilnym poziomie i w latach 2015-2017 wyniesie średnio 3,6% (Wykres 4.8). Umiarkowane ożywienie w strefie euro będzie w ograniczonym stopniu wspierać wzrost gospodarczy, który w głównej mierze bazować będzie na rosnących wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego. Do przejściowego i stosunkowo płytkiego spowolnienia koniunktury w 2016 r. przyczyni się spadek napływu transferów kapitałowych z UE, będący następstwem zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres 4.13).

Inflacja CPI pozostanie w krótkim horyzoncie projekcji ujemna (Wykres 4.10). Spadek cen w dużym stopniu wynika z wpływu czynników o

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



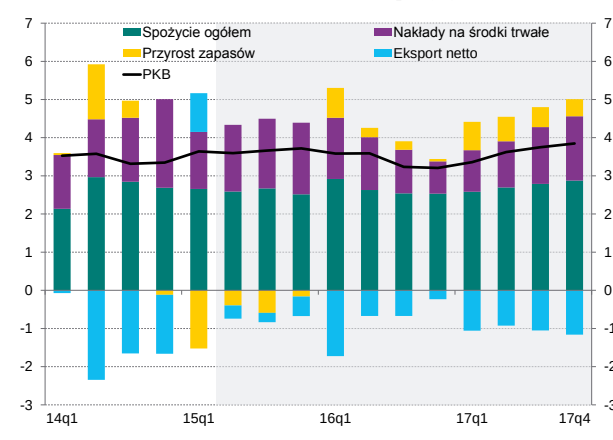
charakterze podażowym – silnego obniżenia się cen ropy naftowej oraz wysokiej podaży produktów rolnych. Dodatkowo jednak w kierunku niskiej inflacji oddziałuje niska presja popytowa (której miarą jest ujemna luka popytowa) oraz niska presja kosztowa w kraju i za granicą, odzwierciedlona w spadku cen importu oraz długotrwałym spadku krajowych cen producenta (PPI). W horyzoncie projekcji wpływ tych czynników na inflację będzie stopniowo wygasał, pozostanie ona jednak do końca 2017 r. poniżej celu inflacyjnego NBP.

Popyt krajowy

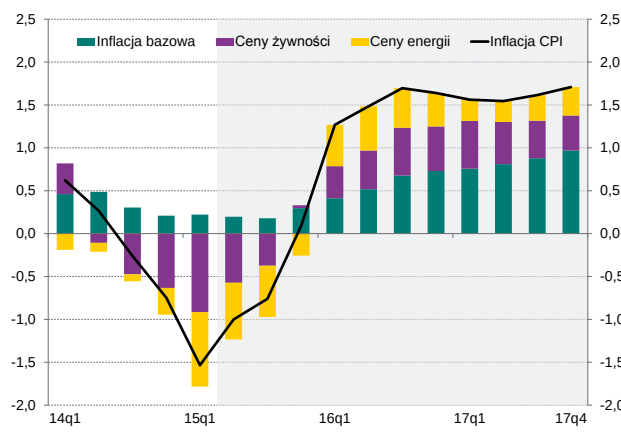
Popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych w 2014 r. wzrósł o 3,1% stanowiąc główną składową wzrostu gospodarczego. W latach 2015-2017 dynamika konsumpcji wspierana przez systematyczną poprawę kondycji finansowej gospodarstw domowych przyspieszy do 3,4%, kształtując się na poziomie bliskim średniej wieloletniej (Wykres 4.11). Na poprawę sytuacji gospodarstw domowych składa się zarówno wzrost dochodów z pracy najemnej, wynikający z korzystnych perspektyw krajowego rynku pracy, jak i związany z poprawą koniunktury wzrost dochodów z pracy na własny rachunek. Dodatkowo niska dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych sprzyja wzrostowi siły nabywczej konsumentów, a niskie nominalne stopy procentowe są czynnikiem ułatwiającym finansowanie konsumpcji kredytem (obniżając koszt nowo zaciągniętych, jak i dotychczasowych zobowiązań gospodarstw domowych).

Szybki wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw w 2014 r. i I kw. 2015 r. wspierany był przez, wpływające korzystnie na koszt kredytu, niskie nominalne stopy procentowe oraz wysoki, jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego, poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych. W horyzoncie projekcji stopy procentowe, które zgodnie z

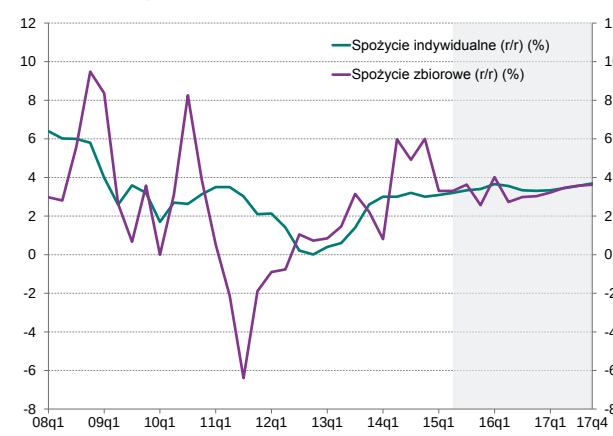
Wykres 4.9 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Wykres 4.10 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



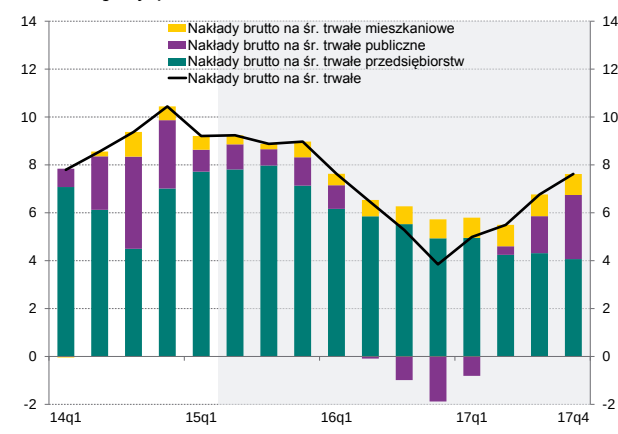
Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



przyjmowanym w każdej rundzie progностycznej założeniem pozostają na niezmiennym poziomie, nadal pozytywnie oddziaływać będą na tempo wzrostu wydatków kapitałowych przedsiębiorstw. Akcji inwestycyjnej sprzyjać będzie również oczekiwane utrzymanie się dobrej kondycji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych⁶⁵. Wzrost inwestycji, choć pozostanie na poziomie przewyższającym dynamikę PKB, będzie jednak stopniowo spowalniał. Stosunkowo wysoki obecnie wzrost nakładów inwestycyjnych poprawia bowiem wyraźnie relację wielkości środków trwałych przedsiębiorstw względem oczekiwanego umiarkowanego popytu, czego rezultatem jest spadek stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych w ostatnim okresie. O możliwym wyhamowaniu dynamiki inwestycji mogą również świadczyć deklaracje przedsiębiorstw, że pomimo poprawiającej się sytuacji gospodarczej w kraju i w strefie euro, w dalszym ciągu istotną przeszkodą dla zwiększania nakładów inwestycyjnych pozostaje niedostateczny popyt⁶⁶. Ponadto przedsiębiorstwa wskazują, że głównym celem ich inwestycji jest wymiana i remont posiadanego majątku, a nie jego rozbudowa, która pozostaje kluczowa dla silniejszego i trwalszego przyspieszenia wydatków inwestycyjnych⁶⁷. Dodatkowym czynnikiem, ograniczającym skalę inwestycji przedsiębiorstw w 2016 r. (podobnie jak inwestycji publicznych) będzie zakończenie procesu wykorzystywania środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013, skutkujące wyraźnym spadkiem wykorzystania transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego.

Po ponad rocznym okresie spadków, w II poł.

Wykres 4.12 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



⁶⁵ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I kw. 2015 r., NBP.

⁶⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na III kw. 2015 r., NBP.

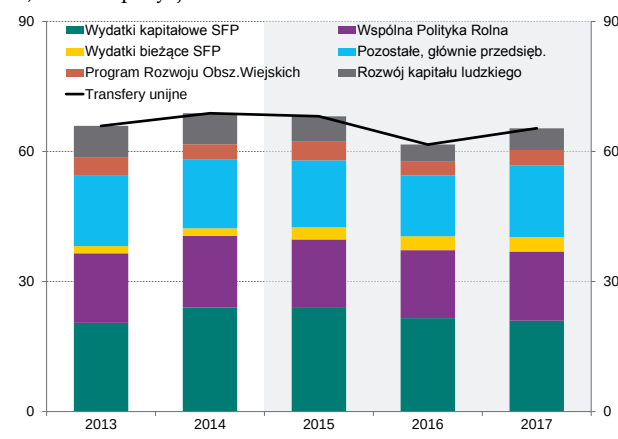
⁶⁷ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I kw. 2015 r., NBP.

2014 r. istotnie wzrosły inwestycje mieszkaniowe. W kolejnych kwartałach oczekiwana jest dalsza poprawa sytuacji w tym sektorze, na co wskazuje wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz wzrost liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto. Korzystnie na perspektywy popytu mieszkaniowego wpływa poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych. Inwestycjom mieszkaniowym może sprzyjać również wprowadzony od 2014 r. rządowy program „Mieszkanie dla Młodych” oraz podniesienie od października ub.r. limitów cen metra kw. mieszkań dopuszczonych do tego programu. Także niski nominalny poziom stóp procentowych będzie pozytywnie wpływać na inwestycje mieszkaniowe obniżając relację kosztów obsługi kredytu do czynszu najmu. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie natomiast zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych wraz z wprowadzoną w ubiegłym roku nowelizacją Rekomendacji S.

W horyzoncie projekcji oczekiwana jest stabilizacja dynamiki spożycia zbiorowego. Ryzyka dla takiego scenariusza są obustronne. Skłonność do zwiększania wydatków po trwającym od 2011 r. okresie ich dyscyplinowania oraz zamknięcie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski może skutkować rozluźnieniem polityki fiskalnej. Z drugiej strony, prawdopodobne jest również ograniczenie przyrostu wydatków na spożycie zbiorowe w wyniku działania stabilizującej reguły wydatkowej.

Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest z kolei w dużym stopniu powiązane z absorpcją funduszy kapitałowych UE⁶⁸. W 2016 r. nastąpi zakończenie absorpcji środków unijnych z perspektywy 2007-2013, a dotychczasowe doświadczenia oraz terminy przyjmowania dokumentów programowych

Wykres 4.13 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



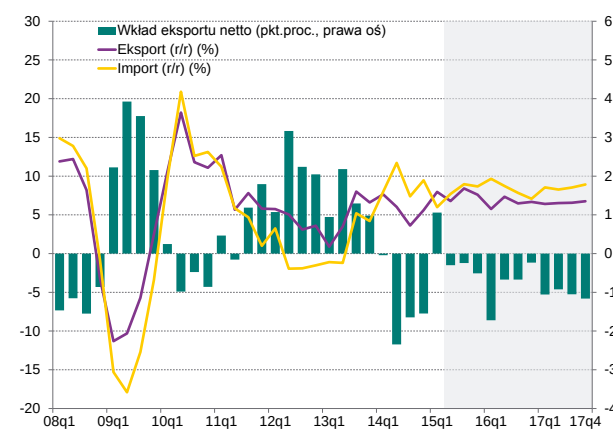
⁶⁸ Transfery kapitałowe z UE finansują około 30% wydatków inwestycyjnych sektora publicznego.

wskazują, że wykorzystanie środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowało stopniowo (Wykres 4.13). Dotyczy to w szczególności programów regionalnych, realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego. W konsekwencji w 2016 r. nastąpi przejściowy spadek inwestycji publicznych.

Nierównowaga zewnętrzna

W 2014 r., w wyniku wybuchu kryzysu ukraińsko-rosyjskiego oraz spowolnienia w strefie euro, ograniczeniu uległa dynamika polskiego eksportu, przyczyniając się do wyraźnego spadku wkładu eksportu netto do wzrostu (Wykres 4.14). Na tym tle nieoczekiwanie wkład eksportu netto do wzrostu w I kw. br. był dodatni i wyniósł 1,1 pkt proc. Poprawa salda wynikała z przyspieszenia eksportu związanego z prawdopodobnie przejściowym ożywieniem w handlu w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej⁶⁹. W dalszym horyzoncie projekcji nie oczekuje się podtrzymania tak wysokiego wzrostu eksportu. Wynika to z obserwowanych obecnie tendencji do zmniejszania skali przenoszenia przez firmy globalne niektórych etapów produkcji do krajów o niższych kosztach wytwarzania, co po części wiąże się z niskim poziomem wykorzystania zdolności produkcyjnych w krajach rozwiniętych. Potwierdzają to deklaracje przedsiębiorców, którzy pomimo wysokiej konkurencyjności cenowej oraz opłacalności eksportu, ostrożnie formułują swoje prognozy dotyczące nowych umów eksportowych. Prognozy te kształtują się na niskim poziomie, poniżej długookresowej średniej⁷⁰. Dodatkowo ze względu na spowolnienie wzrostu w gospodarkach wschodzących (m.in. w Chinach, Brazylii i Rosji),

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



⁶⁹ Ożywieniem w handlu w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej związane było z wpływem takich czynników jednorazowych jak wprowadzenie do oferty eksportowej nowych produktów w sektorze elektroniki.

⁷⁰ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na III kw. 2015 r., NBP.

które stanowią ważne źródło popytu eksportowego w ramach globalnych łańcuchów wartości dodanej, oczekuje się, że dynamika handlu światowego będzie kształtowała się na niskim poziomie. Z drugiej strony, ze względu na oczekiwany wzrost tych komponentów popytu krajowego w polskiej gospodarce, które cechują się dużą importochłonnością, w horyzoncie projekcji oczekiwać można relatywnie silnego wzrostu importu. W konsekwencji ujemny wkład eksportu netto do wzrostu, pomimo wysokiego odczytu za I kw. 2015 r., pozostanie czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB.

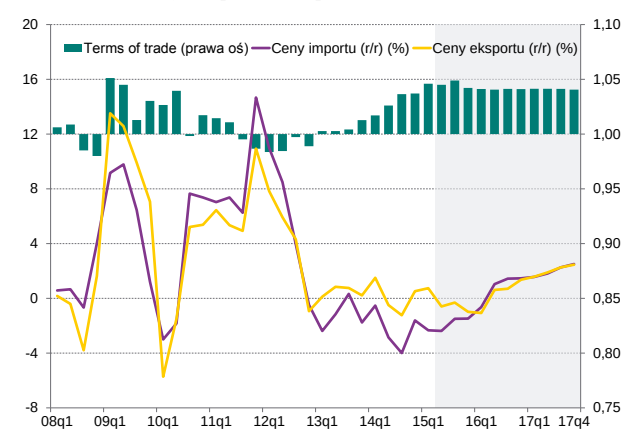
Korzystne dane o eksporcie, wspierane przez spadek cen importu ropy naftowej, przełożyły się na wzrost salda rachunku bieżącego i kapitałowego, które w okresie II kw. 2014 do I kw. 2015 r. ukształtowało się na historycznie wysokim poziomie 2,3% PKB. W horyzoncie projekcji saldo to obniży się, do -1,4% PKB w 2017 r., na co składać się będzie ujemny wkład eksportu netto do wzrostu oraz obniżenie się salda dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego powiązane z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej UE 2007-2013⁷¹.

Produkt potencjalny

Dynamika produktu potencjalnego w Polsce, która uległa wyraźnemu obniżeniu w następstwie światowego kryzysu finansowego z lat 2007-2009, w horyzoncie projekcji ponownie przyspieszy, pozostając jednak do końca 2017 r. na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Na przyspieszenie dynamiki potencjalnego PKB złożą się trzy czynniki.

Po pierwsze, na produkt potencjalny w horyzoncie projekcji korzystnie wpływać będzie

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



⁷¹ Płatności za zrealizowane projekty w ramach środków unijnych są przesunięte w czasie względem momentu pozyskania finansowania, przedstawionego na Wykresie 4.13. W związku z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej UE 2007-2013, oczekiwany jest spadek poziomu transferów UE w 2016 r. (Wykres 4.13), jednak obniżenie poziomu płatności, wpływające na bilans płatniczy, nastąpi w 2017 r.

przyspieszenie dynamiki wzrostu zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw, co związane jest z, oddziałującymi z pewnym opóźnieniem, relatywnie wysokimi wydatkami inwestycyjnymi sektora prywatnego poniesionymi w latach 2014-16 (Wykres 4.16).

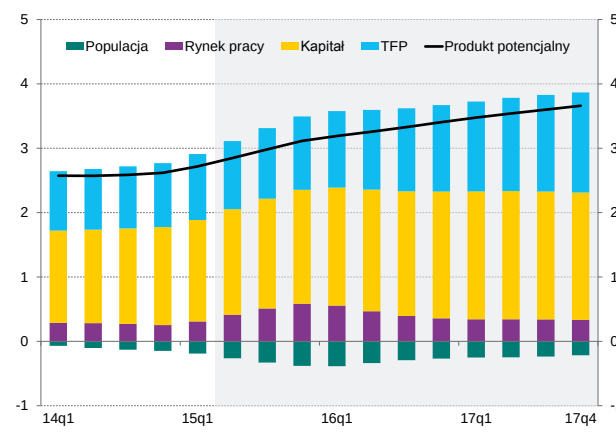
Po drugie, kontynuowany będzie, rozpoczęty w II połowie 2013 r., umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki całkowitej wydajności czynników produkcji (TFP) (proces konwergencji realnej), której dynamika do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Po trzecie, pozytywnie na dynamikę produktu potencjalnego przekładać się będą obserwowane obecnie tendencje na rynku pracy, odzwierciedlone w obniżającej się stopie bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.19) i wzroście stopy aktywności zawodowej (Wykres 4.18).

Korzystnie na długookresowy poziom podaży pracy wpływa osłabienie zjawiska histerezy, wraz z systematycznym obniżaniem się stopy bezrobocia (podwyższający stopę NAWRU we wcześniejszym okresie). Spadkowi stopy bezrobocia równowagi w horyzoncie projekcji sprzyjać będzie także relatywnie wysoka elastyczność krajowego rynku pracy. W Polsce, w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej, częściej stosowaną formą zatrudnienia są umowy na czas określony i – zwłaszcza w sektorze usług – umowy cywilno-prawne⁷². Rzadziej jest przy tym stosowany mechanizm indeksacji wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych⁷³.

Stopniowy wzrost stopy aktywności w horyzoncie projekcji w największym stopniu będzie wynikał z dalszego wzrostu aktywności

Wykres 4.16 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



⁷² Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP oraz Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2014, NBP.

⁷³ Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2012, NBP.

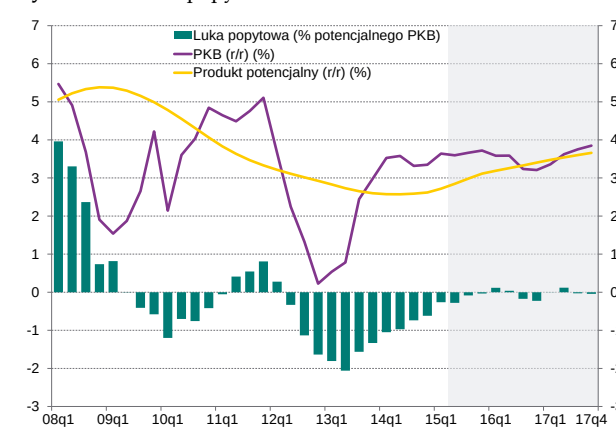
osób w wieku powyżej 44 lat. Z jednej strony jest to skutek reformy systemu emerytalnego, w wyniku której od początku 2013 r. systematycznie podwyższany jest wiek emerytalny. Z drugiej strony, do tej grupy wiekowej zaczyna wchodzić pokolenie osób, które uzyskały wykształcenie i rozpoczęły karierę zawodową w latach 90-tych, wobec czego ich zasób kapitału ludzkiego w większym stopniu niż w przypadku poprzednich generacji, odpowiada potrzebom gospodarki rynkowej. Wzrost stopy aktywności będzie jednak wyraźnie wolniejszy niż w ostatnich latach, do czego przyczyni się niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności, będąca efektem zwiększającego się udziału osób w wieku poprodukcyjnym.

W horyzoncie projekcji negatywnie na wzrost produktu potencjalnego wpływać będzie natomiast spadek liczby ludności spowodowany emigracją, który w przeważającej części dotyczy osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.16).

Luka popytowa

W krótkim horyzoncie projekcji prognozowane tempo wzrostu gospodarczego przewyższać będzie relatywnie wolny wzrost produktu potencjalnego. W konsekwencji kontynuowany będzie proces domykania się luki popytowej, choć jeszcze w 2015 r. będzie ona ujemna, kształtując się na poziomie -0,2% produktu potencjalnego (Wykres 4.17). W kolejnych latach luka popytowa utrzymywać się będzie na poziomie bliskim zera. Wynika to z jednej strony z przejściowego osłabienia dynamiki PKB w 2016 r., związanego z obniżeniem transferów unijnych w tym okresie, z drugiej natomiast z systematycznego przyspieszania tempa potencjalnego wzrostu. Domykanie się ujemnej luki popytowej, będącej syntetyczną miarą presji popytowej w gospodarce, sygnalizuje, że wpływ koniunktury na spadek inflacji zacznie stopniowo wygasać. Jednak ze względu na inercję dostosowań

Wykres 4.17 Luka popytowa



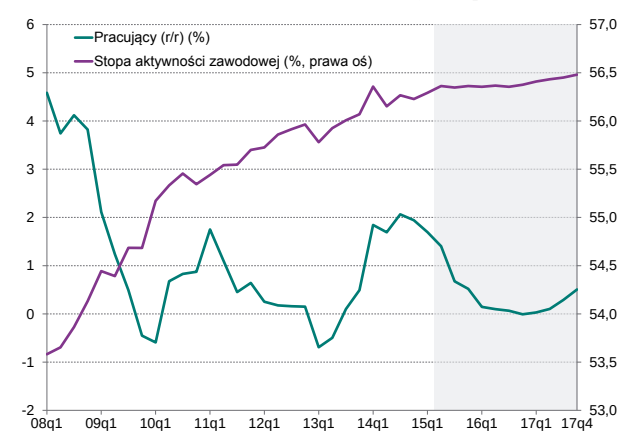
cenowych, inflacja CPI reaguje z opóźnieniem na wielkość luki popytowej, wobec czego niska presja popytowa pozostanie czynnikiem utrzymującym dynamikę cen konsumenta poniżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji.

Rynek pracy

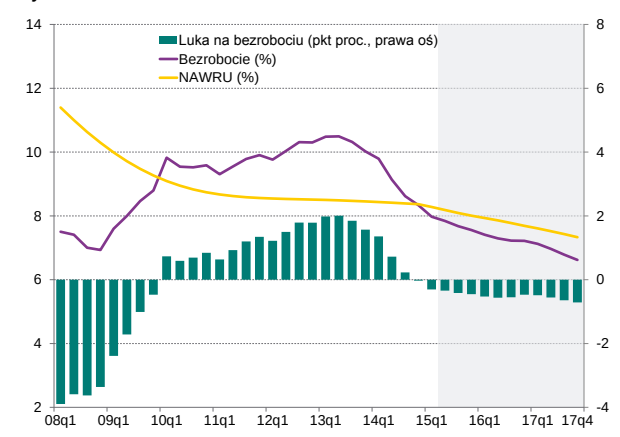
W 2014 r. nastąpił istotny wzrost liczby osób pracujących (BAEL), do czego przyczyniło się wejście gospodarki polskiej w fazę ożywienia. Wzrost tej kategorii w tym okresie (zgodnie z metodologią BAEL) podwyższany był również przez oddziaływanie efektu statystycznego związanego z wydłużeniem urlopu macierzyńskiego z sześciu do dwunastu miesięcy dla rodziców dzieci urodzonych po 1 stycznia 2013 r.⁷⁴ W horyzoncie projekcji – wobec stabilizacji dynamiki PKB oraz wygaśnięcia efektu statystycznego – tempo wzrostu liczby pracujących ulegnie istotnemu obniżeniu, kształtując się w latach 2016-2017 na niskim, choć nadal dodatnim poziomie (Wykres 4.18). Spadek dynamiki liczby pracujących związany jest również ze wzrostem wydajności pracy wynikającym z prognozowanego przyspieszenia tempa wzrostu TFP oraz kapitału produkcyjnego.

Umiarkowany wzrost liczby pracujących przełoży się – ze względu na obniżającą się liczbę osób aktywnych zawodowo powiązaną z migracjami – na systematyczny spadek w horyzoncie projekcji stopy bezrobocia BAEL, która w 2017 r. zmniejszy się poniżej 7,0%. Spadek bezrobocia przyczyni się do przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, które jednak do końca horyzontu projekcji pozostanie na relatywnie niskim poziomie, poniżej wielkości obserwowanych w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.20). Presję płacową

Wykres 4.18 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Wykres 4.19 Bezrobocie



⁷⁴ Zgodnie z metodologią BAEL osoby pozostające na urlopie macierzyńskim uznawane są za aktywne zawodowo i pracujące. Z kolei osoby przebywające na urlopie wychowawczym powyżej trzech miesięcy – a liczba takich osób się zmniejszyła w wyniku wydłużenia urlopu macierzyńskiego – zaliczane są do grupy nieaktywnych zawodowo.

ograniczać będzie spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.19), a także niska inflacja CPI, zmniejszająca skalę żądań płacowych zgłaszanych przez pracowników. W rezultacie, dynamika jednostkowych kosztów pracy będzie w latach 2015-2017 stopniowo rosła, ale dopiero pod koniec horyzontu prognozy przekroczy poziom 2,5% r/r.

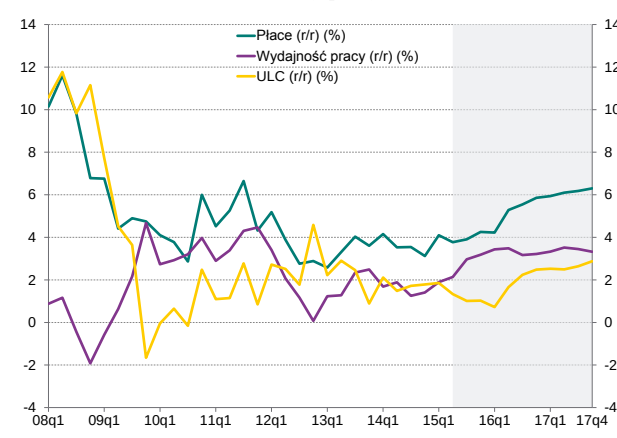
Kurs walutowy

W I poł. 2015 r. nastąpiło wyraźne umocnienie kursu złotego, do czego przyczynił się rekordowo wysoki poziom salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. Dodatkowo aprecjacji krajowej waluty sprzyjał napływ inwestycji portfelowych do Polski, powiązany z prowadzonym przez EBC od marca br. programem luzowania ilościowego (QE). W horyzoncie projekcji wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych oraz wygasanie wpływu niestandardowych działań EBC na kształtowanie się złotego, wpływać będzie na wyhamowanie trendu aprecjacyjnego polskiej waluty. Z drugiej strony w kierunku wzrostu wartości złotego będzie oddziaływać proces realnej konwergencji polskiej gospodarki, odzwierciedlony w wyższym wzroście krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski. W wyniku bilansowania się wpływu powyższych czynników oczekuje się, że w latach 2016-2017 kurs walutowy pozostanie na relatywnie stabilnym poziomie.

Komponenty inflacji CPI

Inflacja bazowa w horyzoncie projekcji stopniowo rośnie, osiągając w końcu 2017 r. poziom 1,7% r/r (Wykres 4.21). Z jednej strony czynnikiem ograniczającym wzrost cen w gospodarce jest niska presja popytowa, która mimo poprawy koniunktury w ostatnim okresie, pozostanie na umiarkowanym poziomie, na co wskazuje kształt

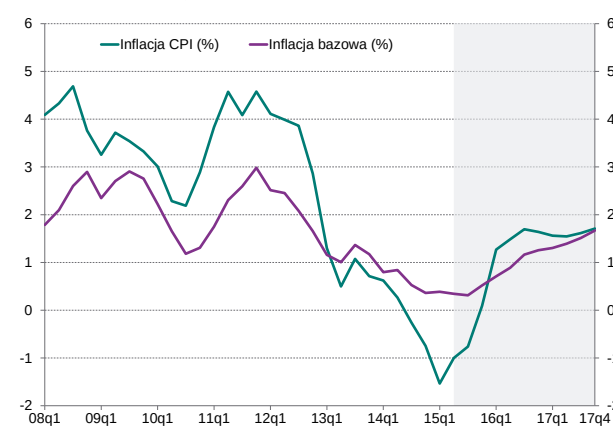
Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



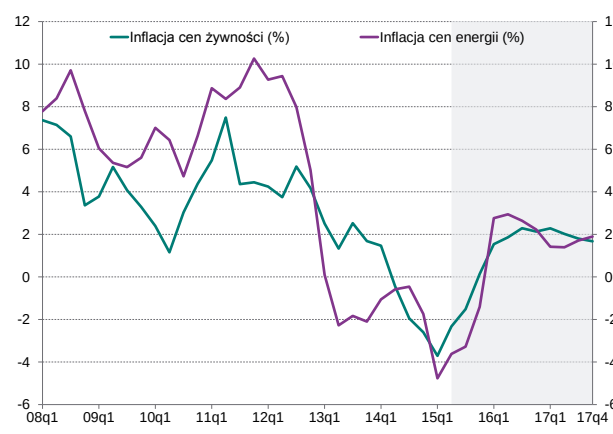
luki popytowej w horyzoncie projekcji. Z drugiej strony, kształtowaniu się inflacji bazowej na niskim poziomie sprzyja brak presji kosztowej. Dane z rachunków narodowych wskazują na spadające od roku ceny importu, a jednocześnie od przeszło dwóch lat utrzymuje się ujemna dynamika indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Ceny importu obniżyć się będą jeszcze do początku 2016 r., a następnie oczekiwany jest tylko nieznaczny ich wzrost, czemu sprzyja prognozowany niski poziom inflacji w strefie euro przy relatywnie stabilnym kursie walutowym. Niska dynamika cen dóbr podlegających wymianie handlowej w krajach będących naszymi głównymi partnerami handlowymi będzie zatem skutecznie ograniczać wzrost cen w tych grupach produktów na rynku krajowym. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną są wolno rosnące jednostkowe koszty pracy (Wykres 4.20). W 2017 r. w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji bazowej będzie także oddziaływać powrót do niższych stawek VAT.

W 2015 r. największy wpływ na utrzymywanie się dynamiki inflacji CPI poniżej zera będą miały ceny energii, w szczególności prognozowane ceny paliw do prywatnych środków transportu (Wykres 4.22). Są one wynikiem bardzo silnego spadku cen ropy naftowej obserwowanego w IV kw. 2014 r. oraz w styczniu br. Ponadto na ceny energii wpłynie oczekiwana w II poł. 2015 r. obniżka krajowych cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, stanowiąca reakcję na spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych⁷⁵. W latach 2016-2017 inflacja cen energii wzrośnie, jednak kształtować się będzie na niskim poziomie, istotnie poniżej wieloletniej średniej. W kierunku jej ograniczenia oddziaływać będą pozostające na niskim poziomie ceny surowców na rynkach

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



Wykres 4.22 Inflacja cen żywności i energii



⁷⁵ Ceny gazu ziemnego importowanego z Rosji reagują z opóźnieniem kilku kwartałów na zmiany cen ropy na rynkach światowych (ceny gazu w kontraktach Gazpromu są powiązane z cenami ropy naftowej).

światowych. Do relatywnie wyższego poziomu inflacji cen energii w przyszłym roku przyczyni się podwyżka cen paliw związana z oczekiwanym wzrostem cen ropy naftowej względem rekordowo niskiego poziomu z początku 2015 r. (dodatni efekt bazy). Wzrost cen energii w 2017 r. będzie dodatkowo ograniczany przez zapowiedziane obniżki stawek VAT.

Na ujemną dynamikę inflacji CPI w 2015 r. wpłynie także spadek cen żywności (Wykres 4.22). Wynika on z jednej strony z wysokiej podaży surowców rolnych, będącej pochodną wyjątkowo korzystnych warunków meteorologicznych w Polsce i na świecie w sezonie gospodarczym 2014/2015. Na obniżanie się cen żywności w ujęciu rocznym oddziałuje nałożone od II poł. 2014 r. embargo Rosji na import produktów żywnościowych, w tym z Unii Europejskiej. W dłuższym horyzoncie projekcji, przy założonym powrocie do przeciętnych warunków agrometeorologicznych oraz ustąpieniu wpływu embarga na dynamikę cen w ujęciu r/r, inflacja cen żywności stopniowo wzrośnie. Wzrost ten będzie jednak ograniczać umiarkowana presja popytowa na rynku krajowym oraz stabilizacja na niskim poziomie cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3). Podobnie jak dla pozostałych komponentów inflacji CPI, choć w nieco mniejszym stopniu, skala wzrostu cen żywności będzie dodatkowo ograniczana przez obniżkę stawek VAT w ostatnim roku projekcji.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej, w porównaniu z projekcją marcową, ścieżka wzrostu PKB została nieznacznie podwyższona w całym horyzoncie projekcji. Prognoza inflacji CPI została natomiast nieco skorygowana w dół w

2015 r., przy jednoczesnym jej podwyższeniu w latach 2016-2017 (Tabela 4.1).

Na podwyższenie dynamiki PKB, obok założenia o wyższym wzroście gospodarczym za granicą, wpłynęło obniżenie stopy referencyjnej NBP w marcu br. oraz wyższy od oczekiwań szacunek GUS PKB dla I kw. br. Rewizja prognozy inflacji cen konsumenta w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji związana jest przede wszystkim z szybszym oczekiwanym wzrostem popytu.

PKB

Informacje, które napłynęły po zakończeniu prac nad projekcją marcową przyczyniły się do podwyższenia dynamiki PKB w całym horyzoncie projekcji.

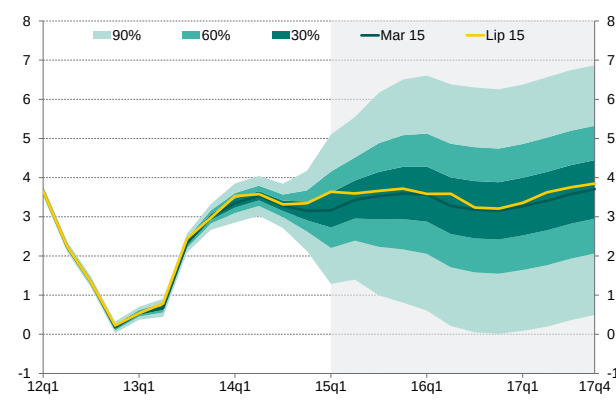
Wyższa dynamika PKB w krótszym horyzoncie projekcji wynika głównie z uwzględnienia w bieżącej rundzie prognostycznej szacunku GUS PKB w I kw. 2015 r., zgodnie z którym tempo wzrostu PKB okazało się o 0,4 pkt proc. wyższe od oczekiwań z projekcji marcowej. Szacunek GUS wskazał na istotnie różną od oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej strukturę wzrostu w I kw. br.: wysoki dodatni wkład eksportu netto, kompensowany silnym ujemnym wkładem zmiany zapasów oraz szybszy wzrost nakładów brutto na środki trwałe. Dane o PKB stanowiły zatem przesłankę dla korekty w górę nakładów brutto na środki trwałe i eksportu netto oraz w dół wkładu zmiany stanu zapasów także w kolejnych kwartałach 2015 r.

W całym horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy w Polsce wspiera szybsza – w stosunku do założeń z rundy marcowej – poprawa koniunktury za granicą, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Szybszy wzrost PKB za granicą przekłada się na zwiększenie dynamiki eksportu, a pośrednio – przez kanał oczekiwań – na zwiększenie inwestycji, konsumpcji i zapasów.

Tabela 4.1 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2015	2016	2017
PKB (r/r, %)			
VII 2015	3,6	3,4	3,6
III 2015	3,4	3,3	3,5
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2015	-0,8	1,5	1,6
III 2015	-0,5	0,9	1,2

Wykres 4.23 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Popytowi konsumpcyjnemu i inwestycyjnemu sprzyjać będzie także niższa o 0,50 pkt proc. stopa referencyjna NBP, prowadząca do obniżenia kosztu finansowania wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw kredytem bankowym. Szybsze, w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji, tempo wzrostu popytu krajowego przyczyni się do przyspieszenia dynamiki importu. W konsekwencji wzrost PKB będzie w nieco większym stopniu, niż miało to miejsce w rundzie marcowej, ograniczany przez ujemny eksport netto.

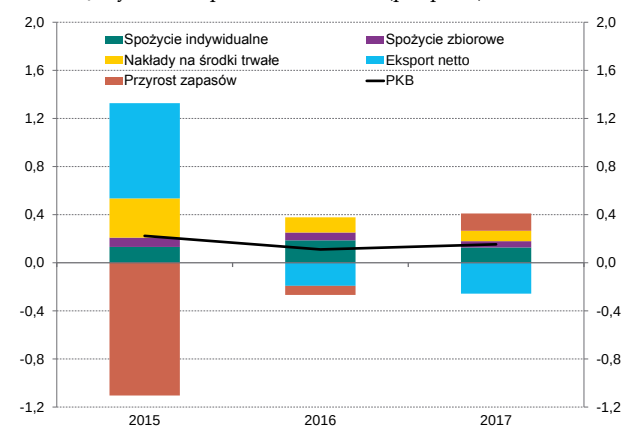
Inflacja

Informacje, jakie napłynęły od cut-off date projekcji marcowej, wskazują, że po nieznacznie niższym wzroście cen konsumenta w bieżącym roku, w kolejnych dwóch latach ścieżka inflacji CPI będzie kształtować się na wyższym poziomie niż oczekiwano w rundzie marcowej.

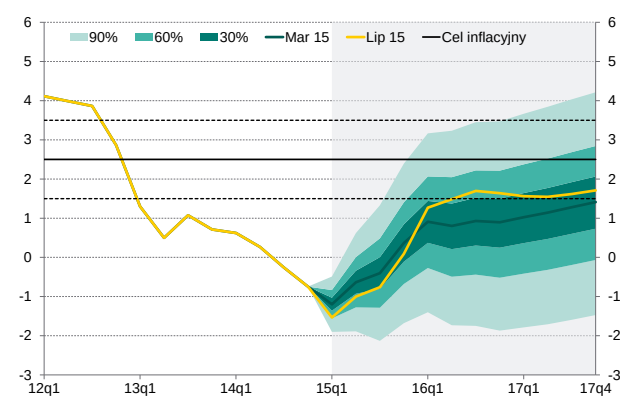
Do korekty w dół prognozy dynamiki cen konsumenta w bieżącym roku przyczynił się głębszy niż oczekiwano spadek cen żywności. Wynika on z przedłużającego się utrzymywania wysokiej podaży surowców rolnych na rynku krajowym, będącej skutkiem m.in. rosyjskiego embarga oraz krótkiej i łagodnej zimy. Głębszemu spadkowi cen żywności w br. sprzyja także silniejszy, niż założono w poprzedniej rundzie prognostycznej, kurs złotego względem euro.

Do rewizji w górę ścieżki inflacji CPI w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji przyczyniła się korekta inflacji bazowej i cen żywności oraz dodatkowo w 2016 r. – cen energii. Wzrostowi inflacji sprzyja silniejszy w całym horyzoncie projekcji popyt konsumpcyjny oraz popyt zewnętrzny, odzwierciedlony w szybszym domykaniu się luki popytowej, stanowiącej

Wykres 4.24 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁷⁶



Wykres 4.25 Projektcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



⁷⁶ Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z Tabeli 4.1, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

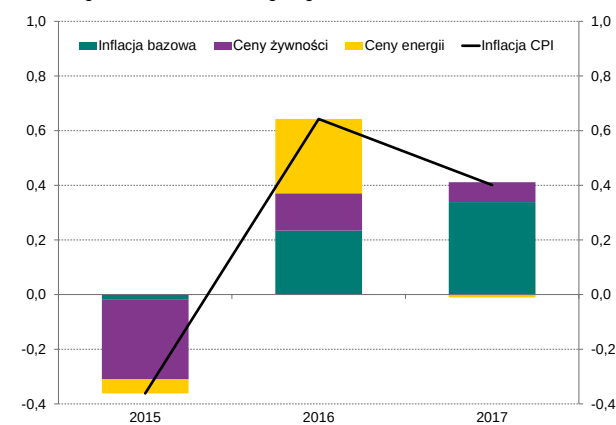
syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Do przyspieszenia tempa wzrostu cen przyczyni się również wyższa presja kosztowa w gospodarce. Wynika ona z większej, niż oczekiwano w rundzie marcowej, poprawy sytuacji na rynku pracy, prowadzącej do szybszego wzrostu płac i zatrudnienia.

Dodatkowym czynnikiem podwyższającym inflację w 2016 r. jest szybszy wzrost cen energii. Wynika on z umocnienia kursu dolara względem euro, a w konsekwencji także wobec złotego, przy zbliżonych względem poprzedniej rundy prognostycznej, wyrażonych w dolarach cenach surowców energetycznych na rynkach światowych. W konsekwencji ceny surowców energetycznych wyrażone w złotych wzrosły względem projekcji marcowej, co z opóźnieniem – ze względu na regulacje polskiego rynku – przekłada się na ceny energii dla gospodarstw domowych.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Bilans czynników niepewności dla projekcji lipcowej – związany z sytuacją makroekonomiczną zarówno w Polsce, jak i jej otoczeniu – wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI oraz dynamiki PKB (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (1,5%-3,5%), które obecnie jest bliskie zera, rośnie w krótkim horyzoncie projekcji, a następnie stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 40% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji lipcowej przedstawiono poniżej.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁷⁷



⁷⁷ Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z Tabeli 4.1, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki

Głównym źródłem ryzyka dla projekcji jest możliwe pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki w przypadku ogłoszenia niewypłacalności przez Grecję oraz ewentualne opuszczenie przez nią unii walutowej (tzw. Grexit). Bieżące oceny wskazują, że skutki zmaterializowania się tego scenariusza dla gospodarki światowej byłyby obecnie mniej dotkliwe niż w 2012 r., co wynika ze spadku udziału sektora prywatnego w zadłużeniu Grecji oraz większej efektywności działań EBC ze względu na rozszerzenie zakresu stosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Pomimo tych uwarunkowań zaburzenia związane z zaprzestaniem regulowania zobowiązań przez grecki rząd oraz Grexitu mogłyby wpłynąć istotnie na przebieg procesów nominalnych i realnych w strefie euro i w Polsce, prowadząc do silnych dostosowań na rynkach finansowych. Wzrost premii za ryzyko wpłynąłby, szczególnie w krótkim okresie, na wzrost rentowności obligacji państw peryferyjnych unii walutowej oraz osłabienie kursu euro wobec dolara i innych głównych walut (przyczyniając się do łagodzenia lub odłożenia w czasie zacieśnienia polityki monetarnej w tych gospodarkach). Wzrost niepewności wpłynąłby także na pogorszenie nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców, co dodatkowo przełożyłoby się na spowolnienie wzrostu w gospodarce strefy euro. Skalę osłabienia koniunktury łagodziłoby jednak prawdopodobne rozszerzenie przez EBC programu luzowania ilościowego oraz inne działania stabilizujące rynki finansowe. W szczególności dalsza deprecjacja euro częściowo ograniczałaby negatywne skutki wzrostu kosztów obsługi zadłużenia krajów peryferyjnych strefy euro.

Wzrost premii za ryzyko oraz wolniejsze tempo wzrostu w strefie euro miałyby negatywne

Tabela 4.2 Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
15q2	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
15q3	1,00	1,00	1,00	0,49	0,00
15q4	0,88	0,98	1,00	0,48	0,12
16q1	0,54	0,80	0,94	0,47	0,40
16q2	0,47	0,72	0,89	0,47	0,42
16q3	0,43	0,67	0,86	0,48	0,43
16q4	0,46	0,69	0,87	0,49	0,41
17q1	0,50	0,72	0,88	0,51	0,39
17q2	0,51	0,73	0,89	0,52	0,37
17q3	0,50	0,72	0,88	0,53	0,38
17q4	0,48	0,70	0,86	0,52	0,39

konsekwencje dla gospodarki polskiej. Wzrost rentowności obligacji zwiększyłby koszty obsługi długu, choć jego skutki dla wzrostu gospodarczego byłyby łagodzone przez deprecjację polskiej waluty i poprawę konkurencyjności polskiego eksportu. Ogłoszenie niewypłacalności przez Grecję i ewentualne opuszczenie przez nią unii walutowej, za sprawą oczekiwań wolniejszego wzrostu w strefie euro, wpłynęłoby na pogorszenie nastrojów wśród przedsiębiorców i konsumentów w kraju. Niższa niż w scenariuszu bazowym dynamika inwestycji i konsumpcji przełożyłaby się na spadek tempa wzrostu PKB oraz niższą presję inflacyjną. Wpływ ten jednak byłby nieco zmniejszany – zwłaszcza w krótkim horyzoncie projekcji – przez deprecjację złotego w stosunku do euro, która oddziałuje w kierunku wzrostu eksportu netto oraz wyższych oczekiwanych cen importu.

Drugim źródłem ryzyka dla projekcji lipcowej, choć zdecydowanie mniejszym niż sytuacja w Grecji, są niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach. W szczególności ryzyko to dotyczy stabilności chińskiego systemu finansowego. W przypadku gdyby skutki przeinwestowania w sektorze mieszkaniowym i w przemyśle okazały się bardziej dotkliwe niż wskazują bieżące oceny, to problemy przedsiębiorstw ze spłatą należności mogłyby przełożyć się na zwiększenie niepewności dotyczącej stabilności chińskiego sektora bankowego i instytucji quasi-bankowych. Źródłem ryzyka dla stabilności finansowej w Chinach jest ponadto znaczące zadłużenie samorządów lokalnych, co wiąże się z dużymi wydatkami na inwestycje infrastrukturalne. Problemy w sektorze bankowym i nadmierne zadłużenie samorządów mogłyby doprowadzić do głębszego spowolnienia dynamiki wydatków inwestycyjnych. Konsekwencją niższej aktywności w chińskiej gospodarce byłby istotny spadek tempa wzrostu w innych krajach

wschodzących, a także w państwach rozwiniętych, szczególnie tych o najwyższym udziale eksportu do Chin.

Wzrost popytu krajowego wspierany poprawą aktywności gospodarczej w strefie euro

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji lipcowej, oddziałującym tym razem w kierunku wyższej dynamiki polskiego PKB, jest możliwość szybszego niż w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego w strefie euro. W krótszym horyzoncie projekcji wyższe niż założono w scenariuszu bazowym tempo wzrostu w Polsce i w unii walutowej może być związane z mocniejszym względem bieżących oczekiwań oddziaływaniem na gospodarkę strefy euro programu skupu na rynku wtórnym obligacji rządowych przez Europejski Bank Centralny. W przypadku większego niż przewidywano osłabienia kursu euro wobec dolara kraje unii walutowej silniej zwiększyłyby swój eksport, co mogłoby przyczynić się do szybszej odbudowy środków trwałych w gospodarce, w szczególności w warunkach łatwiejszego dostępu do kredytu. Niski koszt pieniądza, przy poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, wsparłby siłę nabywczą gospodarstw domowych. Odbudowie popytu wewnętrznego strefy euro sprzyjałby także mocniejszy spadek rentowności obligacji rządowych – zmniejszenie kosztu obsługi zadłużenia umożliwiłoby prowadzenie luźniejszej polityki fiskalnej w krajach unii walutowej.

W warunkach lepszego niż przyjęto w projekcji stanu koniunktury w gospodarce strefy euro eksport netto mógłby w bliskim horyzoncie projekcji, podobnie jak w I kw. br., stać się czynnikiem wspierającym wzrost PKB w Polsce. Poprawa sytuacji polskich eksporterów sprzyjałaby utrzymaniu przez dłuższy okres obserwowanej na początku br. wysokiej aktywności inwestycyjnej krajowych przedsiębiorstw. Szybsza poprawa sytuacji na

krajowym rynku pracy oraz niski poziom stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych do zwiększenia konsumpcji kosztem wolniejszego w stosunku do scenariusza bazowego projekcji wzrostu stopy oszczędności. Wyższa w odniesieniu do projekcji dynamika popytu krajowego wspierana dodatnim wkładem eksportu netto przełożyłaby się na istotnie szybszy niż w scenariuszu bazowym wzrost PKB i cen konsumenta.

W dłuższym horyzoncie projekcji szybszy wzrost gospodarczy w Polsce mógłby zostać wsparty efektami realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej na lata 2015-2017. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej plan ten może przyczynić się z czasem do wzrostu PKB Unii Europejskiej o 330-410 mld euro i stworzenia 1-1,3 mln nowych miejsc pracy⁷⁸. W przypadku zmaterializowania się przedstawionych czynników ryzyka, PKB oraz inflacja CPI ukształtowałyby się powyżej bazowego scenariusza projekcji.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Kolejnym źródłem niepewności dla scenariusza bazowego jest kształtowanie się w horyzoncie projekcji cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Ryzyko znacznych fluktuacji cen ropy naftowej jest związane przede wszystkim z czynnikami wpływającymi na zmiany podaży tego surowca na rynkach światowych. Obejmują one m.in. zniesienie sankcji nałożonych na irański sektor naftowy, czego następstwem byłby w pierwszej kolejności eksport przez Iran zapasów ropy, a następnie stopniowy wzrost wydobycia w tym kraju. Niepewność dotycząca niższej niż uwzględniono w scenariuszu bazowym podaży ropy wiąże się natomiast ze skalą zakłóceń w

⁷⁸ *Plan inwestycyjny. Pytania i odpowiedzi*, Komisja Europejska, Europejski Bank Inwestycyjny (por. http://ec.europa.eu/polska/news/141126_plan_pl.htm).

dostawach, głównie z krajów Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej. Znaczenie tego czynnika może być tym większe, że w ostatnim okresie obserwuje się wyższą wrażliwość cen na zaburzenia wydobycia (jako efekt spodziewanego ograniczenia produkcji ropy ze złóż łupkowych w USA). Dodatkowo choć w mniejszym stopniu, na ryzyko dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się czynniki o charakterze popytowym, związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej. Niepewność ta dotyczy w szczególności wzrostu w krajach wschodzących, m.in. w Chinach oraz realizacji przedstawionych w poprzednich punktach czynników ryzyka dla rozwoju sytuacji w gospodarce strefy euro.

Stabilizująca reguła wydatkowa

Czynnikiem ryzyka projekcji jest także wpływ stabilizującej reguły wydatkowej uwzględnionej w rządowych założeniach do projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych. Konieczność jej zastosowania w 2016 i 2017 r. wymagałoby zacieśnienia polityki fiskalnej w porównaniu ze scenariuszem centralnym projekcji. Mogłoby ono obejmować m.in. podwyższenie stawek podatku dochodowego od osób fizycznych oraz wycofanie się przez rząd z planowanej obniżki stawek podatku VAT w 2017 r. Zmiany te oddziaływałyby w kierunku wyższych niż w scenariuszu bazowym cen konsumenta oraz niższej dynamiki PKB. Jednak ze względu na brak szczegółowych informacji o charakterze dostosowań fiskalnych wynikających z działania reguły, jej potencjalnych efektów w scenariuszu bazowym projekcji lipcowej nie uwzględniono.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2013	2014	2015	2016	2017
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0,9	0,0	-0,8	1,5	1,6
Ceny żywności (% r/r)	2,0	-0,9	-1,9	2,0	1,9
Ceny energii (% r/r)	-1,5	-1,0	-3,2	2,6	1,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,2	0,6	0,4	1,0	1,5
PKB (% r/r)	1,7	3,4	3,6	3,4	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	0,4	4,9	3,7	4,2	4,7
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,2	3,1	3,2	3,5	3,5
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,9	4,5	3,3	3,2	3,5
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	1,1	9,2	9,1	5,8	6,2
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-0,9	0,4	-0,1	-0,8	-1,0
Eksport (% r/r)	4,8	5,7	7,6	6,6	6,6
Import (% r/r)	1,8	9,1	7,8	8,3	8,6
Płace brutto (% r/r)	3,4	3,6	4,0	5,2	6,1
Liczba pracujących (% r/r)	-0,1	1,9	1,0	0,1	0,2
Stopa bezrobocia (%)	10,3	9,0	7,8	7,3	6,9
NAWRU (%)	8,5	8,4	8,1	7,8	7,5
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,9	56,3	56,3	56,4	56,4
Wydajność pracy (% r/r)	1,8	1,5	2,5	3,3	3,4
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,1	1,8	1,3	1,8	2,6
Produkt potencjalny (% r/r)	2,7	2,6	2,9	3,3	3,6
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,7	-0,8	-0,2	-0,1	0,0
Indeks cen surowców rolnych (EUR, 2011=1,0)	1,04	0,93	0,89	0,93	0,92
Indeks cen surowców energetycznych (USD, 2011=1,0)	0,81	0,72	0,55	0,55	0,56
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	1,1	1,4	1,2	1,4
PKB za granicą (% r/r)	0,1	1,3	1,5	1,8	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,0	1,0	1,8	0,0	-1,4
WIBOR 3M (%)	3,03	2,52	1,75	1,71	1,71

Źródło: Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o notowania cen kontraktów terminowych *futures* na pszenicę, wieprzowinę, odtłuszczone mleko w proszku, masło, cukier, kakao, kawę, zamrożony sok pomarańczowy, ziemniaki oraz rzepak, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2015 r.

■ Data: 4 lutego 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E.J. Osiatyński

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

■ Data: 4 marca 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
E.J. Osiatyński
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: A. Glapiński
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

■ Data: 4 marca 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie był głosowany.

■ Data: 4 marca 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2015 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

E.J. Osiatyński

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

■ Data: 15 kwietnia 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2015 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2014 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

■ Data: 5 maja 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2015 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

■ Data: 5 maja 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2015 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

■ Data: 19 maja 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2015 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2014 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

Przeciw:

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

A. Glapiński i A. Rzońca byli nieobecni na głosowaniu.

www.nbp.pl

