

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2016 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej (RPP) dotyczącą przebiegu 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 27 czerwca 2016 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
Ramka 1: Rewizje prognoz inflacji w wybranych bankach centralnych	12
1.3 Światowe rynki surowców	14
1.4 Polityka pieniężna za granicą	15
Ramka 2: Polityka ujemnych stóp procentowych – implikacje i ryzyka dla gospodarki	16
1.5 Światowe rynki finansowe	20
2 Gospodarka krajowa	23
2.1 Ceny dóbr i usług	23
2.2 Popyt i produkcja	24
Ramka 3: Wpływ wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej na polską gospodarkę	30
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	32
2.4 Rynek pracy	33
2.5 Rynki aktywów	35
Ramka 4: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań	37
2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza	40
2.7 Bilans płatniczy	42
3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2016 r.	45
4 Projekcja inflacji i PKB	61
4.1 Synteza	62
4.2 Otoczenie zewnętrzne	64
4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018	68
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	80
4.5 Źródła niepewności projekcji	84
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2016 r.	91

Synteza

Pomimo utrzymywania się słabej koniunktury na świecie, w strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, roczne tempo PKB ustabilizowało się na najwyższym poziomie od globalnego kryzysu zadłużeniowego. Słaba koniunktura na świecie jest jednak istotnym czynnikiem ograniczającym wzrost w tej gospodarce. Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych pozostaje niższy niż w poprzednich latach, a w Chinach nadal stopniowo spowalnia. Jednocześnie utrzymuje się znacząca niepewność co do perspektyw koniunktury w tych gospodarkach, co – wraz z perspektywą opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej – zwiększa ryzyko dla wzrostu gospodarczego zarówno w strefie euro, jak i na całym świecie.

Niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz wysoki poziom zapasów ropy naftowej wpływają ograniczająco na ceny tego surowca. Pomimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach, ceny ropy naftowej pozostają niższe niż w 2015 r. Niskie są również ceny pozostałych surowców energetycznych i rolnych. W rezultacie na świecie utrzymuje się bardzo niska inflacja. W większości ważniejszych gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro, dynamika cen jest zbliżona do zera.

W tych warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, prowadząc równocześnie zakupy aktywów finansowych, których skala i zakres zostały w ostatnich miesiącach poszerzone. Uczestnicy rynku oczekują, że silnie akomodacyjna polityka EBC będzie prowadzona przez dłuższy czas i nie wykluczają jej dalszego złagodzenia w kolejnych kwartałach. Z kolei Rezerwa Federalna (Fed) – po podwyższeniu stóp procentowych w grudniu ub.r. – utrzymuje je na niezmiennym poziomie.

W ostatnim okresie ceny akcji na świecie obniżyły się, czemu towarzyszyła deprecjacja kursów walut krajów wschodzących oraz aprecjacja walut krajów uznawanych za bezpieczne. Ponadto nastąpił wyraźny spadek rentowności obligacji skarbowych głównych gospodarek. Pogorszenie nastrojów na światowych rynkach było spowodowane przede wszystkim wzrostem niepewności związanej z wynikiem referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE. Do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych przyczyniała się dodatkowo niepewność co do perspektyw gospodarki światowej.

W Polsce roczna dynamika krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna. Główną przyczyną ujemnej dynamiki cen w Polsce są czynniki zewnętrzne, w tym przede wszystkim wcześniejszy silny spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych, który obniża krajowe ceny energii. Niższe ceny energii przyczyniają się z kolei do obniżenia cen innych towarów i usług, a w konsekwencji – ujemnych wskaźników inflacji bazowej. Na utrzymywanie się niskiej dynamiki cen konsumenta w Polsce ma wpływ powolny wzrost cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Dodatkowo do niskiej dynamiki cen konsumenta przyczynia się brak presji popytowej i kosztowej. Jednocześnie dynamikę cen w I połowie 2016 r. zwiększały wyższe niż rok wcześniej ceny żywności.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej, choć w ostatnich kwartałach dynamika PKB podlegała pewnym wahaniom. Po silnym przyspieszeniu w IV kw. ub.r., w I kw. br. wzrost gospodarczy spowolnił ze względu na obniżenie się inwestycji, związane głównie z zakończeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013. Ponadto – w warunkach pogorszenia koniunktury gospodarczej w

otoczeniu polskiej gospodarki – nieco spowolnił wzrost eksportu. Natomiast głównym źródłem wzrostu gospodarczego w I kw. pozostało przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego, postępujące w warunkach dobrej sytuacji na rynku pracy i poprawy nastrojów gospodarstw domowych. W kolejnych kwartałach oczekiwane jest dalsze przyspieszenie wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, wspierane przez uruchomienie wypłat z programu „Rodzina 500 plus”. W związku z tym spowolnienie wzrostu gospodarczego w I kw. było najprawdopodobniej przejściowe, a w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna wzrosnąć.

Korzystna sytuacja makroekonomiczna, w tym poprawa na rynku pracy i dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, a także niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów sprzyjają stabilnemu wzrostowi akcji kredytowej w polskiej gospodarce.

Rada Polityki Pieniężnej od marca 2015 r. utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Jednocześnie w ostatnich miesiącach zmniejszyły się oczekiwania uczestników rynku dotyczące możliwości obniżenia stóp procentowych NBP w przyszłości. W warunkach zmniejszenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych NBP oraz pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosły. Towarzyszyło temu osłabienie kursu złotego oraz spadek cen akcji na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

W bilansie płatniczym utrzymują się korzystne tendencje. W I kw. br. utrzymała się nadwyżka w wymianie handlowej. Jednocześnie saldo obrotów kapitałowych – pomimo pewnego obniżenia na skutek mniejszego napływu funduszy unijnych z perspektywy finansowej UE 2007-2013 – pozostało dodatnie. W efekcie relacja salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych do PKB pozostała wyraźnie dodatnia, kształtując się na jednym z najwyższych poziomów od 1995 r. W konsekwencji nadwyżki na łącznym rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w I kw. br. miał miejsce odpływ netto kapitału za granicę. W szczególności, istotnie obniżyło się zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku obligacji skarbowych, czemu jednak towarzyszył wzrost zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

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 2016 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 25 sierpnia 2016 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie luty – maj 2016 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono cztery ramki: *Rewizje prognoz inflacji w wybranych bankach centralnych*, *Polityka ujemnych stóp procentowych – implikacje i ryzyka dla gospodarki*, *Wpływ wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej na polską gospodarkę* oraz *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań*.

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 niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 24 czerwca 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-0,9 \div -0,3\%$ w 2016 r. (wobec $-0,9 \div 0,2\%$ w projekcji z marca 2016 r.), $0,3 \div 2,2\%$ w 2017 r. (wobec $0,2 \div 2,3\%$) oraz $0,3 \div 2,6\%$ w 2018 r. (wobec $0,4 \div 2,8\%$). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym

prawdopodobieństwem w przedziale $2,6 \div 3,8\%$ w 2016 r. (wobec $3,0 \div 4,5\%$ w projekcji z marca 2016 r.), $2,4 \div 4,5\%$ w 2017 r. (wobec $2,6 \div 4,8\%$) oraz $2,1 \div 4,3\%$ w 2018 r. (wobec $2,1 \div 4,4\%$).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

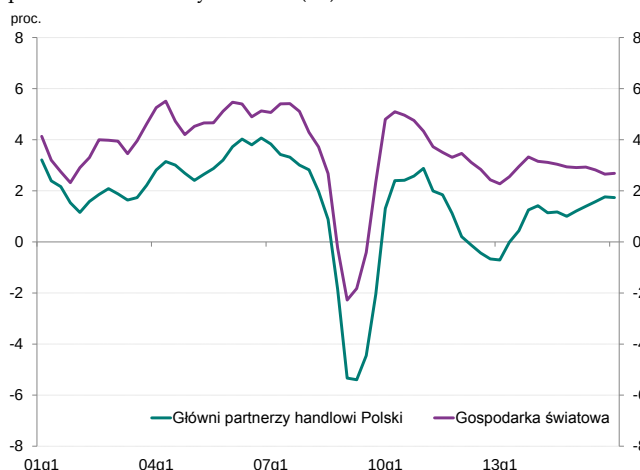
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Pomimo osłabienia koniunktury na świecie, u głównych partnerów handlowych Polski wzrost gospodarczy jest wyższy niż w poprzednich latach (Wykres 1.1; Wykres 1.2). Jednocześnie utrzymuje się zróżnicowanie sytuacji gospodarczej w poszczególnych krajach.

W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, roczne tempo wzrostu PKB ustabilizowało się na najwyższym poziomie od momentu wybuchu europejskiego kryzysu zadłużeniowego (Wykres 1.3). Głównym czynnikiem wzrostu w strefie euro pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, przekładającą się na wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Pozytywnie na realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a przez to także na konsumpcję, oddziałują niskie ceny energii (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Dodatkowo do wzrostu gospodarczego w strefie euro przyczyniają się wyższe niż w poprzednich latach dynamiki inwestycji i wydatków sektora finansów publicznych. Oprócz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu gospodarczego sprzyja temu spadek rentowności obligacji skarbowych w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* oraz rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Zwiększa się również dostępność kredytów dla sektora niefinansowego.

Poziom zadłużenia prywatnego w części krajów strefy euro jest nadal wysoki, co oddziałuje negatywnie na inwestycje w tych krajach, zwłaszcza wobec zbliżonej do zera dynamiki cen oraz niepewności związanej ze spowolnieniem

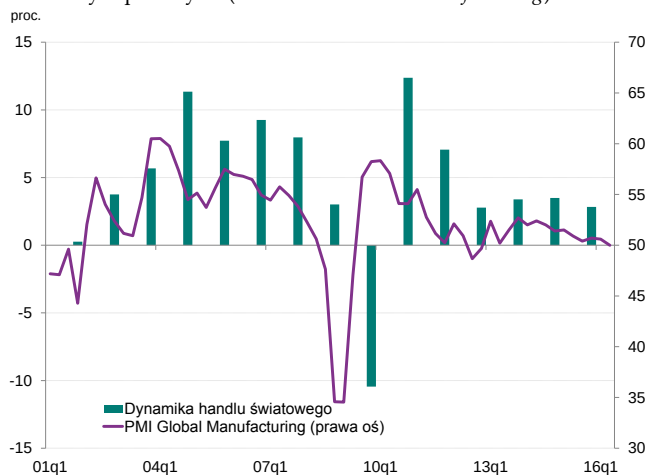
Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy na świecie i u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



Źródło: Dane narodowych urzędów statystycznych, Eurostatu i MFW, obliczenia NBP.

Średnia roczna dynamika PKB u głównych partnerów handlowych Polski – średnia roczna dynamika PKB w krajach, do których kierowane jest 80 proc. eksportu Polski, ważona udziałem tych krajów w eksporcie Polski w 2015 r. Średnia roczna dynamika PKB dla gospodarki światowej – średnia roczna dynamika PKB krajów stanowiących 80 proc. światowego PKB ważona udziałem w PKB.

Wykres 1.2 Dynamika handlu światowego (r/r) oraz nastroje w światowym przemyśle (indeks PMI Global Manufacturing)



Źródło: Dane MFW, Bloomberg i Reuters Datastream.

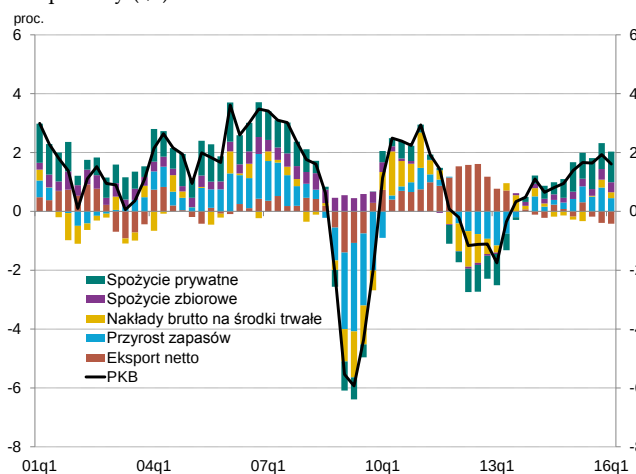
Dynamika handlu światowego – średnia roczna dynamika łącznego eksportu i importu na świecie, dane za *World Economic Outlook – April 2016*, IMF.

wzrostu gospodarczego na świecie. Osłabienie koniunktury światowej obniża również dynamikę eksportu do gospodarek wschodzących i Stanów Zjednoczonych (Wykres 1.4) oraz – wraz z perspektywą opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej – zwiększa niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro w kolejnych kwartałach.

W największych gospodarkach wschodzących utrzymuje się słaba koniunktura, choć wzrost cen surowców w ostatnim okresie oddziałuje korzystnie na aktywność gospodarczą w krajach będących eksporterami netto surowców energetycznych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*; Wykres 1.5). W Chinach wzrost gospodarczy nadal stopniowo spowalnia, co związane jest głównie z obniżeniem dynamiki inwestycji i eksportu, a w ostatnim okresie również konsumpcji prywatnej. Na początku br. pojawiały się sygnały mogące wskazywać na przejściową stabilizację koniunktury. W szczególności wzrosły ceny nieruchomości i zwiększyła się dynamika akcji kredytowej. Pomimo to wysoki poziom zadłużenia publicznego i prywatnego ogranicza możliwości przyspieszenia wzrostu w najbliższych latach oraz stanowi czynnik ryzyka dla stabilności systemu finansowego.

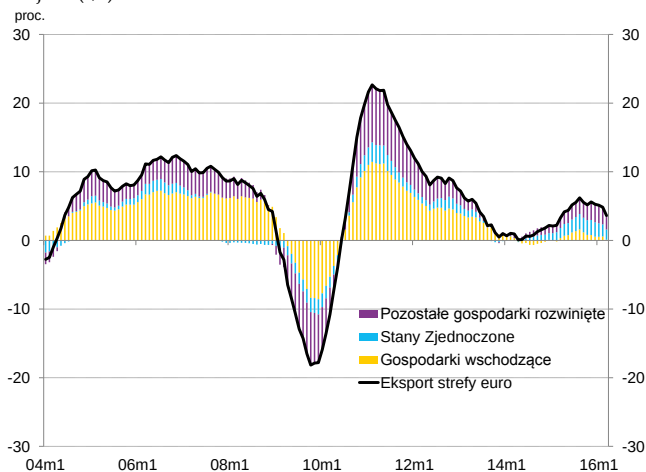
Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych kształtuje się na niższym poziomie niż w poprzednich latach, a niepewność co do jego perspektyw wzrosła. Słabszy wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych jest związany głównie z niższą dynamiką inwestycji przedsiębiorstw, spowodowaną silnym spadkiem cen ropy naftowej pod koniec ub.r. i wyraźnym obniżeniem zysków firm w ostatnim półroczu. Do niższej dynamiki PKB przyczynia się również spowolnienie wzrostu eksportu, związane zarówno ze słabą koniunkturą u głównych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, jak i względnie silnym kursem dolara

Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy w strefie euro i jego główne komponenty (r/r)



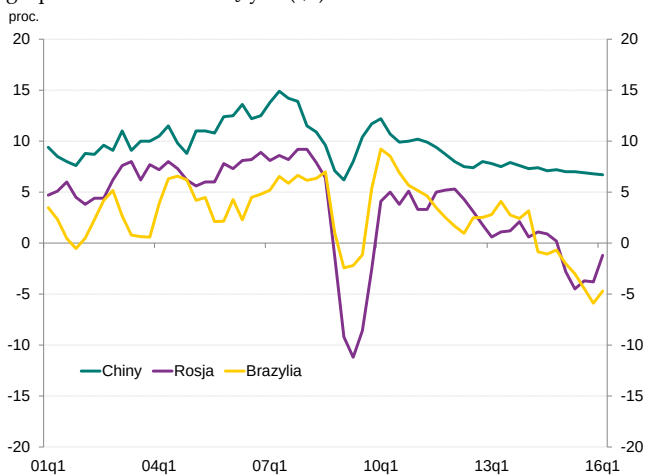
Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.4 Wzrost eksportu strefy euro z podziałem na grupy krajów (r/r)



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy w wybranych ważniejszych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

amerykańskiego. Jednocześnie poprawia się sytuacja na rynku pracy, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach. Wraz z dobrymi nastrojami gospodarstw domowych i niskim kosztem kredytu w warunkach wciąż ekspansywnej polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej sprzyja to przyspieszeniu inwestycji mieszkaniowych oraz stabilnemu wzrostowi konsumpcji prywatnej, który pozostaje głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.6). Słabszy niż w poprzednich latach wzrost gospodarczy przy rosnącym zatrudnieniu skutkuje obniżeniem dynamiki wydajności pracy.

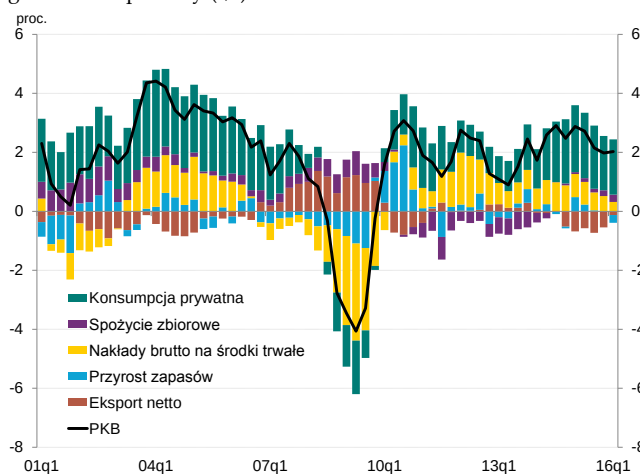
W ostatnim czasie koniunktura pogorszyła się również w Europie Środkowo-Wschodniej. W I kw. br. wzrost gospodarczy spowolnił w większości krajów regionu, do czego przyczyniło się obniżenie nakładów inwestycyjnych finansowanych ze środków unijnych oraz spowolnienie wzrostu eksportu spowodowane osłabieniem popytu ze strefy euro związanym ze słabszą koniunkturą w gospodarkach wschodzących.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje bardzo niska (Wykres 1.7). Wyjątkiem są Stany Zjednoczone, gdzie inflacja w ostatnich miesiącach była wyraźnie dodatnia, a także niektóre gospodarki wschodzące, które doświadczyły w poprzednim roku silnej deprecjacji swoich walut.

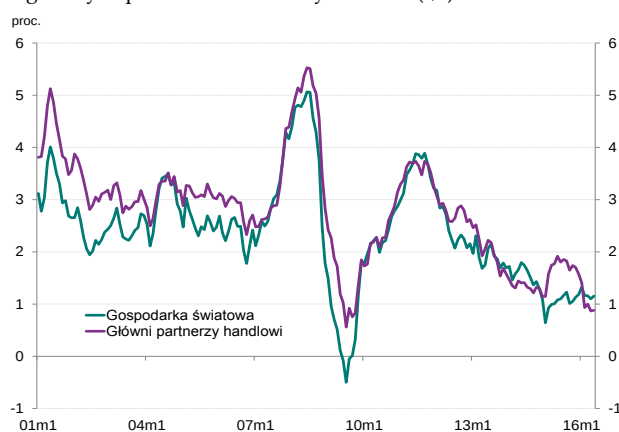
Niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki wynika głównie z wcześniejszego silnego spadku cen surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), wpływającego na obniżenie cen energii i spowolnienie wzrostu cen żywności w wielu krajach (zob. również Ramka 1: *Rewizje prognoz inflacji w wybranych bankach centralnych*). Wskaźniki inflacji bazowej utrzymują

Wykres 1.6 Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i jego główne komponenty (r/r)



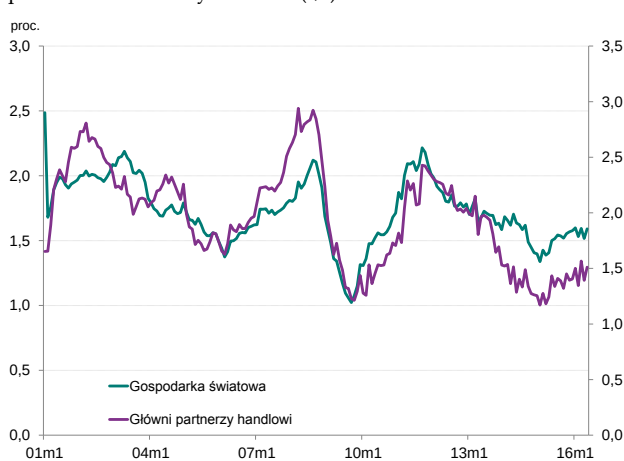
Źródło: Dane amerykańskiego Biura Analiz Ekonomicznych.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji bazowej na świecie i u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

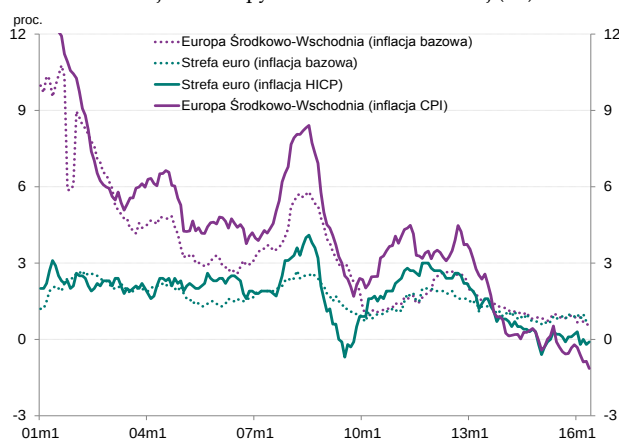
Na powyższych dwóch wykresach przedstawiono średnią inflację CPI i CPI z wyłączeniem żywności i energii u głównych partnerów handlowych Polski, tj. w krajach, z których pochodzi 80 proc. importu Polski, ważona udziałem tych krajów w imporcie Polski w 2015 r., a także średnia inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych z wyłączeniem żywności i energii w krajach stanowiących 80 proc. światowego PKB, ważona udziałem w PKB.

się także w pobliżu historycznie niskich poziomów, do czego oprócz wtórnych efektów spadków cen surowców przyczynia się spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*; Wykres 1.8).

W strefie euro dynamika cen od II połowy 2014 r. utrzymuje się w okolicach zera, a inflacja bazowa kształtuje się w okolicach historycznych minimów. Utrzymywanie się bardzo niskiej inflacji oddziałuje negatywnie na dynamikę cen w innych gospodarkach w Europie, w tym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w których większości dynamika cen jest ujemna (Wykres 1.9).

Spośród pozostałych krajów będących głównymi partnerami handlowymi Polski, w Rosji inflacja się obniża, choć pozostaje wysoka w związku z wcześniejszą deprecjacją rubla. Z kolei w Chinach inflacja utrzymuje się wyraźnie poniżej wieloletniej średniej, co wynika głównie z postępującego spowolnienia wzrostu gospodarczego w tym kraju (Wykres 1.10).

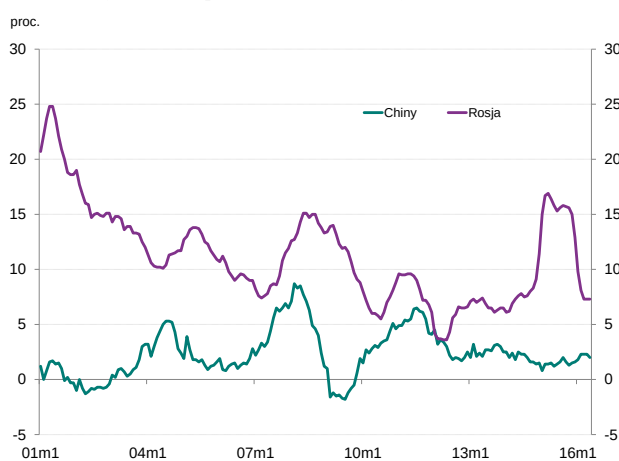
Wykres 1.9 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w strefie euro oraz w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Inflacja w Europie Środkowo-Wschodniej – średnia arytmetyczna wskaźników inflacji dla Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Rumunii, Słowacji, Słowenii oraz Węgier, ważone PKB.

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji CPI w krajach rozwijających się będących głównymi partnerami handlowymi Polski (r/r)



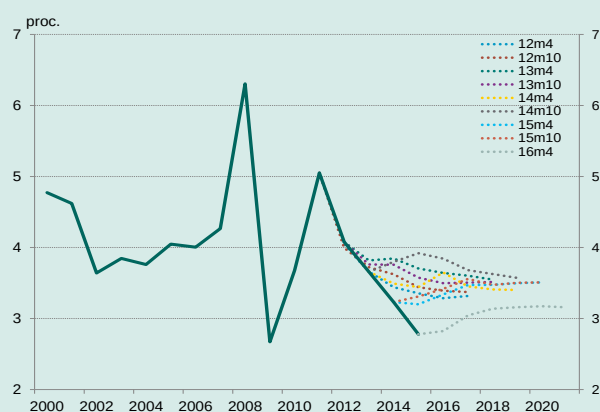
Źródło: Dane Bloomberg.

Ramka 1: Rewizje prognoz inflacji w wybranych bankach centralnych

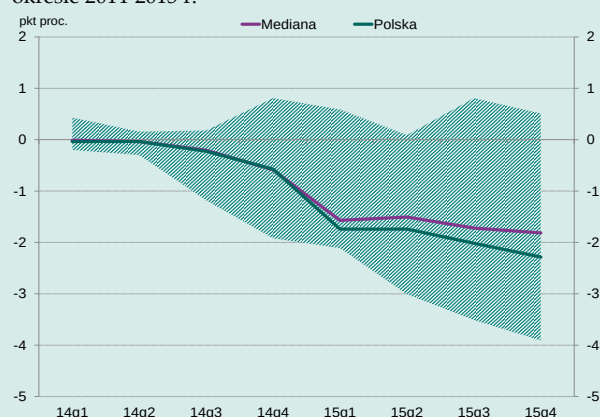
W ostatnich trzech latach dynamika cen na świecie systematycznie się obniżała, a jej średnioroczna wartość w 2015 r. była najniższa od pół wieku (z wyjątkiem 2009 r., kiedy została skokowo obniżona przez globalną recesję). Wynikało to z silnego i nieoczekiwanego spadku cen surowców na rynkach światowych w latach 2014-2015, przy utrzymującym się umiarkowanym wzroście gospodarczym na świecie po globalnym kryzysie finansowym. W rezultacie systematycznie rewidowano w dół prognozy inflacji dla gospodarki światowej (Wykres R.1.1). W takiej sytuacji także banki centralne obniżały prognozy inflacji w poszczególnych krajach (Wykres R.1.2). W niniejszej ramce omówiono skalę rewizji i błędów tych prognoz publikowanych od 2012 r. przez wybrane banki centralne¹, w tym Narodowy Bank Polski.

Skala rewizji prognoz inflacji banków centralnych była najsilniejsza w II poł. 2014 r. oraz I kw. 2015 r., tj. w okresie, gdy banki centralne uwzględniały w swoich projekcjach spadki cen surowców będące w większości banków główną przyczyną dokonywanych rewizji. W tym okresie banki centralne obniżyły punktowe prognozy inflacji na koniec 2015 r. średnio o 1,3 pkt proc. (Wykres R.1.2).

¹ Analiza przedstawiona w niniejszej ramce została opracowana na podstawie prognoz inflacji banków centralnych strefy euro, Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Norwegii, Szwajcarii, Polski, Czech, Rumunii oraz Węgier.

Wykres R.1.1 Inflacja na świecie oraz jej prognozy formułowane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Źródło: MFW.

Wykres R.1.2 Skumulowane korekty centralnych prognoz inflacji na IV kw. 2015 r. wybranych banków centralnych w okresie 2014-2015 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych.

Dla strefy euro, Szwajcarii oraz USA uwzględniono korekty prognozy na rok 2015; zacieniowany obszar wyznacza przedział pomiędzy wartościami minimalnymi i maksymalnymi.

Skala rewizji była zróżnicowana. Przykładowo, całkowita rewizja prognoz inflacji na 2015 r. w strefie euro i Stanach Zjednoczonych wyniosła odpowiednio -1,2 oraz -1,5 pkt proc., podczas gdy w Rumunii -3,9 pkt proc., na Węgrzech i w Szwecji -2,4 pkt proc., a w Polsce -2,3 pkt proc. Zróżnicowanie skali rewizji prognoz można wiązać po części z różną zmiennością krajowych stóp inflacji. W szczególności średnia zmiana prognoz dynamiki cen w krajach o niższym historycznym odchyleniu standardowym inflacji (np. strefie euro, Stanach Zjednoczonych) była niższa niż w krajach o wyższym odchyleniu standardowym inflacji (jak Rumunia, Węgry czy Polska). Wyższej zmienności inflacji, a w konsekwencji również większej skali rewizji jej prognoz, sprzyjał wysoki udział cen energii w krajowych koszykach cen towarów i usług konsumpcyjnych. W przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) wynosił on średnio 14,6% w 2015 r. i był wyraźnie wyższy niż w pozostałych analizowanych gospodarkach, w których wynosił przeciętnie 8,5%. Większy udział cen energii w krajowych koszykach inflacji w EŚW przełożył się na większą niż w pozostałych krajach – średnio o ok. 1 pkt proc. – skalę korekt prognoz inflacji na IV kw. 2015 r.

W Polsce skumulowana rewizja prognoz inflacji na IV kw. 2015 r. formułowanych w latach 2014-2015 była zbliżona do mediany dla analizowanych banków centralnych (Wykres R.1.2). Łączna skala rewizji tych prognoz w Polsce była umiarkowana na tle innych krajów EŚW².

Nieoczekiwany i silny spadek cen surowców spowodował nie tylko konieczność korygowania prognoz inflacji, ale także niekorzystnie przełożył się na trafność tych prognoz. Średni bezwzględny błąd prognoz inflacji na 2015 r. w analizowanych bankach centralnych wzrósł w porównaniu z 2014 r. o 0,4 pkt proc. do 1,5 pkt proc. Jednocześnie wyraźnie zwiększyło się zróżnicowanie jakości prognoz poszczególnych banków centralnych.

Podsumowując, nieoczekiwany spadek cen surowców w II połowie 2014 r. i 2015 r. przełożył się na istotny spadek inflacji na świecie. W jego konsekwencji wiele banków centralnych obniżyło prognozowane ścieżki dynamiki cen, a błąd formułowanych przez nie prognoz wzrósł. Skala rewizji i błędów tych prognoz była znacząca, szczególnie w krajach o wysokim udziale energii w koszykach konsumpcyjnych

² Skala korekt prognoz na dany okres może zależeć od wyprzedzenia, z jakim są formułowane. Ze względu na niejednakową długość ścieżek prognoz inflacji w analizowanych gospodarkach, w celu zapewnienia porównywalności korekt tych prognoz na Wykresie R.1.2 przedstawiono korekty prognoz formułowanych tylko w wybranym okresie tj. w latach 2014-2015 r.

1.3 Światowe rynki surowców

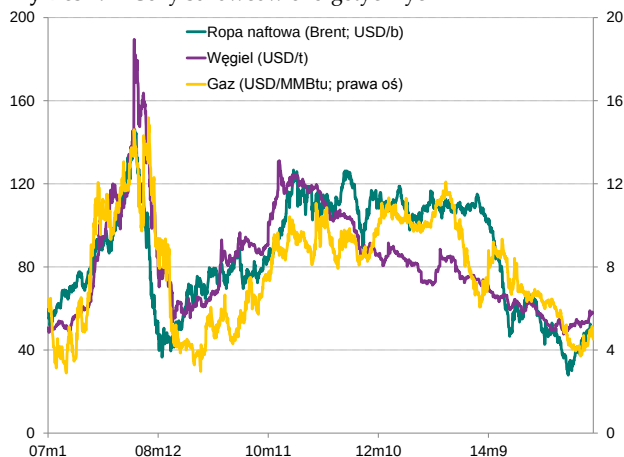
Ceny ropy naftowej wzrosły w ostatnich miesiącach, choć nadal są wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Ceny pozostałych surowców energetycznych oraz surowców rolnych również utrzymują się na niskim poziomie (Wykres 1.11, Wykres 1.12).

Wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie był spowodowany głównie spadkiem wydobycia tego surowca w Stanach Zjednoczonych oraz zaburzeniami dostaw z niektórych krajów będących jego ważnymi producentami (Nigeria, Kuwejt, Kanada, Wenezuela, Libia). Wzrostowi cen ropy naftowej sprzyjało także zmniejszenie obaw o perspektywy wzrostu gospodarczego w gospodarkach wschodzących (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Jednocześnie spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach od kilku lat przyczynia się do niższej dynamiki popytu na surowce energetyczne, w tym ropę naftową. Wraz z utrzymującą się historycznie wysoką – pomimo obserwowanych ostatnio zaburzeń w dostawach – podażą ropy ogranicza to skalę wzrostu cen tego surowca.

Wysoka podaż utrzymuje się również na rynkach węgla i gazu, co przekłada się na niskie ceny tych surowców. Wzrost cen gazu jest także ograniczany przez liberalizację procesu wydawania zezwoleń na jego eksport ze Stanów Zjednoczonych oraz oddanie do użytku pierwszych gazoportów eksportowych w tym kraju.

Ceny surowców rolnych, które mają relatywnie dużą wagę w polskim koszyku CPI, pozostają bardzo niskie, pomimo nieznacznego wzrostu w ostatnim okresie. Niskim cenom surowców rolnych nadal sprzyja utrzymująca się wysoka podaż, związana głównie z korzystnymi warunkami agrometeorologicznymi w krajach produkujących surowce rolne.

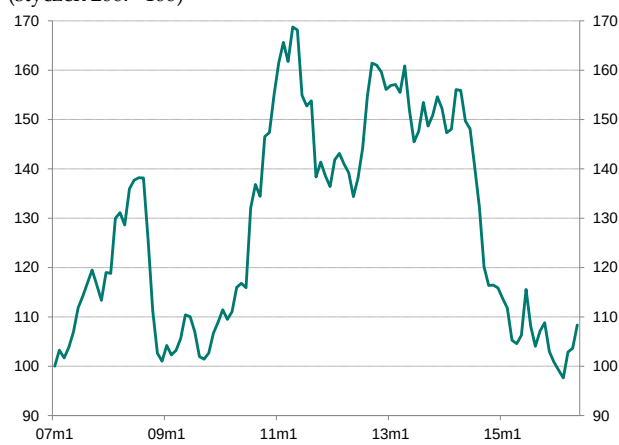
Wykres 1.11 Ceny surowców energetycznych



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

MMBtu – Million British thermal unit; 1 Btu to ilość energii potrzebna do podniesienia temperatury jednego funta wody o jeden stopień Fahrenheita. Ceny gazu pierwotnie wyrażone w funcie brytyjskim, przeliczone na dolary amerykańskie po kursie zamknięcia.

Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w USD (styczeń 2007=100)



Źródło: Dane Bloomberg, 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.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Od podwyższenia stóp procentowych w grudniu ub.r. Rezerwa Federalna (Fed) utrzymuje je na niezmiennym poziomie, tj. w przedziale 0,25-0,50%, oraz reinwestuje raty kapitałowe płacone od papierów skarbowych kupionych w trakcie kolejnych rund łagodzenia ilościowego. W ostatnim okresie wzrosło prawdopodobieństwo pozostawienia stóp bez zmian do końca br., co było związane głównie z napływem słabszych danych o aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz wzrostem niepewności co do perspektyw koniunktury za granicą (Wykres 1.13; por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie (por. Ramka 2: *Polityka ujemnych stóp procentowych – implikacje i ryzyka dla gospodarki*). Równocześnie prowadzi zakupy aktywów finansowych. Od kwietnia br. EBC zwiększył skalę tych zakupów (do 80 mld euro miesięcznie), a w czerwcu br. poszerzył także zakres skupowanych aktywów o obligacje korporacyjne sektora niebankowego (Wykres 1.14). W ostatnim okresie EBC rozpoczął również nową edycję programu wsparcia akcji kredytowej (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations II*, TLTRO II). Uczestnicy rynku oczekują, że silnie akomodacyjna polityka EBC będzie prowadzona przez dłuższy czas i nie wykluczają jej dalszego złagodzenia w kolejnych kwartałach (Wykres 1.15). Oczekiwania te są związane głównie z utrzymywaniem się inflacji w strefie euro znacząco poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen (blisko, ale poniżej 2%; por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

Większość banków centralnych w Europie utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, a część z nich stosuje

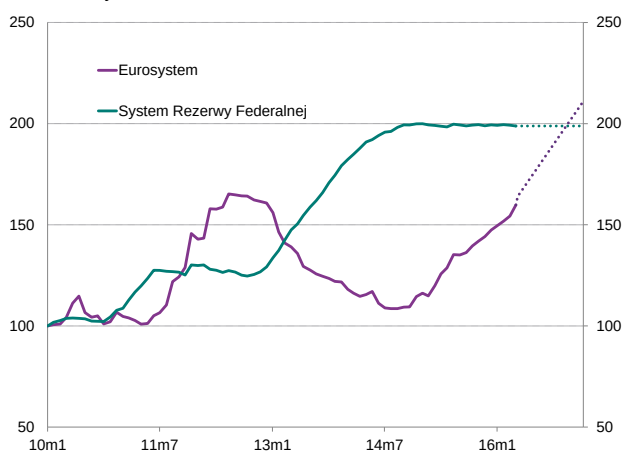
Wykres 1.13 Prawdopodobieństwa kształtowania się stopy *fed funds* na bieżącym poziomie pod koniec br.



Źródło: Dane Bloomberg.

Prawdopodobieństwa wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

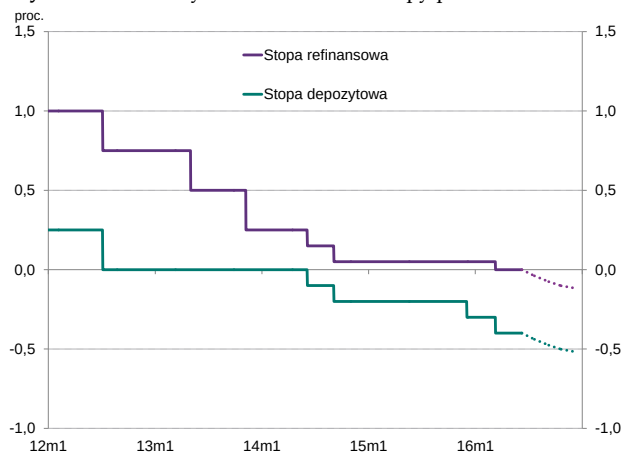
Wykres 1.14 Sumy bilansowe głównych banków centralnych (indeks, styczeń =100)



Źródło: Dane Bloomberg i banków centralnych, obliczenia NBP.

Dla sumy bilansowej Eurosystemu prognoza wyznaczona przy założeniu jej wzrostu o 80 mld EUR miesięcznie, a dla sumy bilansowej Fed – przy założeniu jej niezmienności wielkości.

Wykres 1.15 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC



Źródło: Dane Bloomberg.

Stopy oczekiwane wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight index swap* na stopę depozytową i refinansową.

dodatkowo niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej. W szczególności banki centralne Szwajcarii i Czech prowadzą interwencje w celu przeciwdziałania umocnieniu kursu walutowego³. Z kolei Riksbank kontynuuje program zakupu aktywów, który został rozszerzony w kwietniu br. Ponadto Narodowy Bank Węgier obniżył w ostatnich miesiącach stopy procentowe, w tym stopę depozytu *overnight* nieznacznie poniżej zera.

Politykę pieniężną łagodzi również Ludowy Bank Chin, który w warunkach spowalniającego wzrostu PKB (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) obniżył w ostatnich miesiącach po raz kolejny stopę rezerw obowiązkowych i prowadzi operacje zasilające banki komercyjne w płynność. Jednocześnie poziom chińskich rezerw walutowych ustabilizował się po silnym spadku w poprzednich kwartałach. Było to związane z przejściowym obniżeniem presji deprecjacyjnej na kurs juana.

Ramka 2: Polityka ujemnych stóp procentowych – implikacje i ryzyka dla gospodarki

W ciągu ostatnich dwóch lat sześć banków centralnych – Danii, Szwajcarii, Japonii, Węgier, Szwecji oraz strefy euro – obniżyło niektóre ze swoich stóp procentowych poniżej zera, kwestionując dominujący wcześniej pogląd o braku możliwości obniżenia nominalnych stóp procentowych do ujemnego poziomu (tzw. *zero lower bound*)⁴.

Głównym powodem sprowadzenia stóp procentowych poniżej zera było dążenie do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej w celu ograniczenia zagrożeń deflacyjnych w warunkach narastającego ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Jednak zarówno rodzaj stopy procentowej, której dotyczyła obniżka, jak i kontekst gospodarczy samej decyzji różniły się w przypadku poszczególnych banków centralnych (por. Tabela R.2.1). Różnice te mogą rzutować zarówno na efektywność dokonanych obniżek stóp procentowych w pobudzaniu koniunktury, jak i na prawdopodobieństwo materializacji ryzyk związanych ze stosowaniem ujemnych stóp procentowych.

³ Narodowy Bank Czech utrzymuje zobowiązanie do interwencji na rynku walutowym w celu niedopuszczenia do umocnienia korony czeskiej poniżej 27 EUR/CZK. Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii wycofał się z podobnego zobowiązania w styczniu 2015 r., jednak zadeklarował, że będzie interweniował w celu niedopuszczenia do nadmiernej aprecjacji kursu franka szwajcarskiego, nie określając poziomu granicznego kursu swojej waluty.

⁴ Od września 2015 r. ujemna jest również stopa nadwyżkowych rezerw (*reserve rate*) banku centralnego Norwegii. Poziom rezerw banków komercyjnych w Norwegii utrzymuje się poniżej ustalonego limitu, stąd ujemne oprocentowanie nie jest stosowane w praktyce.

Tabela R.2.1 Główne warunki obowiązywania ujemnych stóp procentowych poszczególnych banków centralnych

	Bank Japonii	Bank Szwajcarii	Riksbank	Bank Danii	EBC	Bank Węgier
Data wprowadzenia	29 stycznia 2016 r.	18 grudnia 2014 r.	11 lutego 2015 r.	4 września 2014 r.	5 czerwca 2014 r.	22 marca 2016 r.
Inflacja (proc.)	0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,5	0,3
Odchylenie inflacji od celu (pkt proc.)	-1,2	-2,0	-2,2	n.d.	-1,1	-2,8
Skala aprecjacji kursu walutowego (proc.)	5,2	0,9	-8,9	0,7	5,9	0,7
Zadłużenie prywatne i publiczne (proc. PKB)	429,3	217,2	172,4	224,0	185,7	121,0
Rodzaj ujemnej stopy	Oprocentowanie depozytów O/N	Cel dla 3-miesięcznej stopy Libor CHF; stopa depozytowa O/N	Stopa repo 7D, stopa depozytowa O/N	Stopa certyfikatów depozytowych 7D	Stopa depozytu O/N	Stopa depozytu O/N
Aktualna wysokość ujemnych stóp (proc.)	-0,10	-1,25 - -0,25; -0,75	-0,50	-0,65	-0,40	-0,05
Inne niestandardowe działania banku centralnego	Zakupy aktywów finansowych	Decyzja o wprowadzeniu ujemnych stóp podjęta wraz z wycofaniem się z asymetrycznego celu kursowego	Zakupy obligacji skarbowych, zapowiedź dyskrejonalnych interwencji na rynku walutowym	Zaprzestanie emisji obligacji skarbowych (styczeń 2014 - październik 2015, rząd w porozumieniu z bankiem centralnym)	Zakupy aktywów finansowych, program wsparcia akcji kredytowej	Program wsparcia akcji kredytowej
Zakres ujemnego oprocentowania instrumentów banku centralnego	Depozyty przekraczające wartość rezerwy obowiązkowej oraz środków zgromadzonych w trakcie programu zakupu aktywów lub przyznanym bankom komercyjnym w ramach programów wsparcia akcji kredytowej	Depozyty przekraczające dwudziestokrotność rezerwy obowiązkowej lub 10 mld CHF	Depozyty oraz certyfikaty depozytowe	Certyfikaty depozytowe, na które zamieniane są depozyty przekraczające określony limit	Depozyty przekraczające wysokość rezerwy obowiązkowej	Jedynie depozyty o terminie zapadalności overnight

Źródło: Dane Bloomberg, banków centralnych, Banku Rozrachunków Międzynarodowych, MFW i Banku Światowego.

Inflacja – dynamika cen r/r w momencie wprowadzenia ujemnych stóp procentowych.

Odchylenie inflacji od celu – średnie odchylenie inflacji CPI od celu inflacyjnego lub wartości zgodnej z definicją stabilności cen danego banku centralnego w okresie 12 miesięcy poprzedzających decyzję o wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych; określenie tej wartości dla Banku Danii nie było możliwe z uwagi na brak celu inflacyjnego lub analogicznego wskaźnika w tym kraju w warunkach strategii celu kursowego.

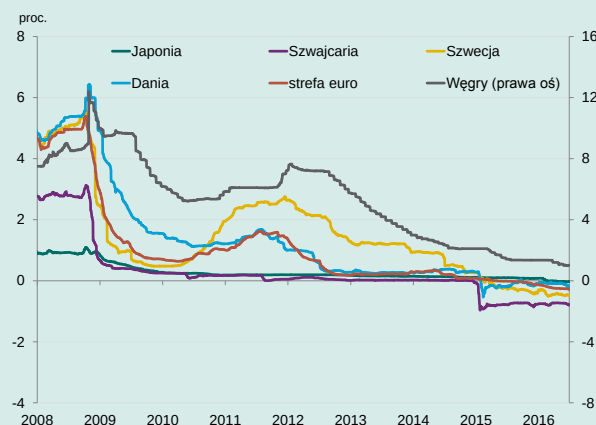
Skala aprecjacji kursu walutowego – skala aprecjacji NEER w okresie 12 miesięcy poprzedzających decyzję o wprowadzeniu ujemnych stóp procentowych.

Zadłużenie prywatne i publiczne – suma relacji zadłużenia prywatnego i publicznego do PKB w 2015 r.

Bezpośrednie konsekwencje ujemnych stóp procentowych

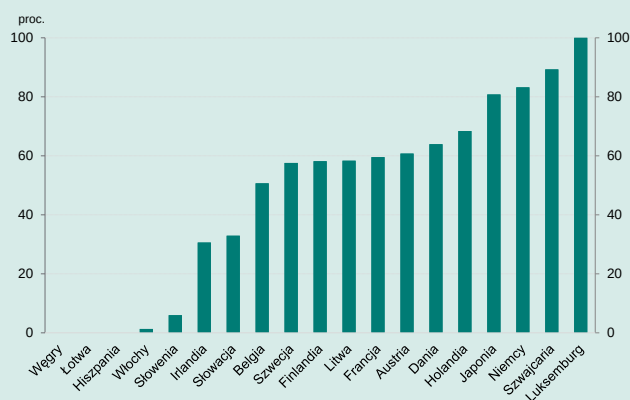
W przypadku niemal wszystkich banków centralnych stosowanie ujemnych stóp procentowych spowodowało spadek krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych poniżej zera (Wykres R.2.1). W strefie euro, Szwecji i Szwajcarii stawki rynku pieniężnego są ujemne dla wszystkich terminów, a w Japonii i w Danii – dla terminów do sześciu miesięcy). Wyjątkiem są Węgry, gdzie stawki BUBOR dla wszystkich terminów utrzymują się na poziomie ok. 1%. W niemal wszystkich krajach, w których banki centralne wprowadziły ujemne stopy procentowe, ujemne są również rentowności obligacji skarbowych (Wykres R.2.2), co jednak w niektórych przypadkach wynika z realizowanych tam już wcześniej programów łagodzenia ilościowego banku centralnego. Jednocześnie banki centralne dążą do ograniczenia skali wpływu ujemnych stóp procentowych na oprocentowanie depozytów detalicznych. W tym celu wprowadziły szereg wyjątków od ujemnego oprocentowania lub zastosowały je jedynie do niewielkiej części środków zgromadzonych w banku centralnym przez banki komercyjne (Tabela R.2.1). W konsekwencji tych ograniczeń przeciętne efektywne oprocentowanie operacji depozytowych jest wyższe niż wynikałoby z wysokości stóp depozytowych.

Wykres R.2.1 Stawki 3-miesięcznych depozytów na rynku międzybankowym



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres R.2.2 Odsetek wartości obligacji skarbowych o ujemnej rentowności w wybranych krajach



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Kanały oddziaływania ujemnych stóp procentowych na gospodarkę

Obniżki stóp banku centralnego do ujemnych poziomów powinny oddziaływać na gospodarkę takimi samymi kanałami jak w przypadku obniżek stóp do niskich, lecz dodatnich poziomów. Obniżenie stóp procentowych poniżej zera oddziałuje w kierunku pobudzenia aktywności gospodarczej i wzrostu dynamiki cen poprzez kanał kursowy i kanał stopy procentowej:

- kanał kursowy: zmiany stóp procentowych banku centralnego – nawet przy ich ujemnych poziomach – są przenoszone na krótkoterminowe stopy na rynku pieniężnym; dzięki temu bank centralny utrzymuje zdolność oddziaływania na wielkość dysparytetu stóp na rynku pieniężnym danej gospodarki w stosunku do rynków głównych walut odniesienia; dysparytet ten wpływa z kolei na decyzje inwestorów o alokacji kapitału: obniżka stóp procentowych przekładająca się na spadek zwrotu ważonego ryzykiem z inwestycji w aktywa krajowe skłania inwestorów do relokacji kapitału na inne rynki, co z kolei oddziałuje w kierunku osłabienia kursu walutowego; słabszy kurs walutowy z jednej strony wspiera wzrost eksportu, podwyższając jego konkurencyjność cenową, a z drugiej strony podnosi ceny produktów importowanych, zwiększając wkład eksportu netto do PKB;
- kanał stopy procentowej: obniżka stóp procentowych banku centralnego przyczynia się do spadku oprocentowania kredytów i depozytów przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych i – poprzez obniżenie kosztu zaciągania nowych zobowiązań oraz obsługi już istniejących – oddziałuje w kierunku wzrostu inwestycji i konsumpcji w gospodarce; ponadto obniżki stóp procentowych banku centralnego prowadzą do obniżania się rentowności obligacji skarbowych, co ogranicza koszty obsługi długu publicznego i przekłada się na zmniejszenie skali dostosowań fiskalnych.

Ryzyka związane z obniżeniem stóp procentowych do ujemnych poziomów

Oprócz pożądaných efektów makroekonomicznych stosowanie ujemnych stóp procentowych wiąże się też z pewnymi zagrożeniami. Główne – choć trudne do skwantyfikowania – ryzyko dotyczące wprowadzenia ujemnych stóp procentowych wynika z możliwości przekroczenia przez stopę procentową poziomu rzeczywistych lub postrzeganych kosztów utrzymywania gotówki⁵, co mogłoby skłonić podmioty gospodarcze do gwałtownej zamiany depozytów na gotówkę i spowodować znaczne zaburzenia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej.

Jednocześnie wprowadzenie ujemnych stóp procentowych zwiększa intensywność typowych zagrożeń związanych z utrzymywaniem przez banki centralne niskich stóp procentowych.

Po pierwsze, ujemny poziom stóp procentowych zwiększa ryzyko pogorszenia sytuacji finansowej sektora

⁵ Zgodnie z szacunkami banków inwestycyjnych, koszt utrzymywania gotówki wynosi 0,2% w Szwajcarii, 0,4% w Niemczech, 1,2% w Danii i 1,3% w Szwecji.

bankowego. Jest ono spowodowane większą skłonnością banków komercyjnych do utrzymywania na nieujemnych poziomach oprocentowania depozytów gospodarstw domowych (które stanowią ok. połowę depozytów w krajach, których banki centralne stosują ujemne stopy procentowe), przy możliwości względnie szybkiego dostosowania oprocentowania kredytów. Z kolei niższa rentowność podstawowej działalności banków może skłaniać je do zaostrzenia polityki kredytowej – np. przez zwiększenie marż – i w efekcie do zmniejszenia dostępności kredytu i zaostrzenia warunków finansowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Po drugie, ujemne stopy procentowe stwarzają też zagrożenia dla tworzonych w latach 70. i 80. XX w. funduszy emerytalnych *defined benefit*, a więc takich, które zobowiązywały się zapewnić swoim klientom określoną minimalną stopę zwrotu. Ujemny poziom stóp procentowych może uniemożliwić towarzystwom ubezpieczeniowym, a zwłaszcza funduszom *defined benefit*, pełne wywiązanie się ze swoich zobowiązań. Wywołane tym obawy o przyszłą sytuację finansową mogą skłaniać gospodarstwa domowe do zwiększania stopy oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji, co pogłębiłoby tendencje stagnacyjne w gospodarkach państw wysoko rozwiniętych.

Ponadto ujemne stopy procentowe mogą sprzyjać powstawaniu baniek na rynkach finansowych, zachęcać banki do zaangażowania w bardziej ryzykowne i mniej płynne instrumenty, a także prowadzić do zmniejszenia efektywności alokacji kapitału i produktywności w sektorze przedsiębiorstw.

Doświadczenia banków centralnych ze stosowaniem ujemnych stóp procentowych

Dotychczasowe doświadczenia ze stosowaniem ujemnych depozytowych stóp procentowych są zróżnicowane i zależą w dużej mierze od czynników specyficznych dla poszczególnych gospodarek.

Obniżenie stóp procentowych poniżej zera było efektywnym narzędziem przeciwdziałania aprecjacji kursu walutowego w Danii. Jednak w przypadku innych gospodarek – w szczególności Szwajcarii – ujemne stopy procentowe prawdopodobnie odegrały tylko komplementarną rolę wobec znacznej skali interwencji walutowych.

Podobnie niejednoznaczne są wnioski dotyczące wpływu ujemnych stóp procentowych na warunki finansowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Doświadczenia Danii i Szwecji wskazują, że banki komercyjne starają się utrzymywać oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych powyżej zera. Banki komercyjne zmniejszały oprocentowanie kredytów w reakcji na obniżki stóp procentowych banku centralnego nieznacznie poniżej zera (w Danii w latach 2012-2014, w strefie euro od 2014 r. i w Szwecji w latach 2009-10 oraz w 2015 r.), co zwiększało dynamikę kredytu. Jednak głębsze obniżki stóp procentowych – jak np. w Danii czy Szwajcarii na początku 2015 r. – przyczyniły się do relatywnego wzrostu oprocentowania niektórych kredytów⁶.

Obniżki stóp procentowych poniżej zera doprowadziły – obok prowadzonego równoległe przez EBC programu zakupu aktywów finansowych – do wyraźnego spadku kosztów obsługi długu publicznego, zmniejszając skalę dostosowań fiskalnych, szczególnie w strefie euro. Średnie koszty obsługi długu w krajach strefy euro w br. – zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej – wyniosą 2,3% PKB, czyli o 0,5 pkt proc. mniej niż w 2013 r., tj. w roku poprzedzającym wprowadzenie przez EBC ujemnej stopy depozytowej⁷.

W gospodarkach, w których rozpoczęto stosowanie ujemnych stóp procentowych, nie zmaterializowało się jak dotąd wiele niepożądanych efektów tak prowadzonej polityki pieniężnej. W szczególności w żadnym z krajów, w których banki centralne wprowadziły ujemne stopy procentowe, nie zaobserwowano istotnego wzrostu wykorzystania gotówki. Sprzyja temu wciąż nieujemne oprocentowanie depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w większości krajów, których banki centralne stosują ujemne stopy procentowe⁸. Zarazem jednak ujemne stopy oddziałują w kierunku pogorszenia rentowności sektora bankowego. W raportach o stabilności finansowej banki centralne krajów Unii Europejskiej (UE) zauważają obniżenie się marż

⁶ W przypadku Danii oprocentowanie niektórych kredytów wzrosło, ale odnotowano pojedyncze przypadki ujemnego oprocentowania krótkoterminowych kredytów hipotecznych.

⁷ Dane z bazy AMECO.

⁸ Wyjątkami są Dania i Szwajcaria, gdzie ujemne oprocentowanie depozytów jest nieznaczne (maksymalnie -0,4%) i dotyczy jedynie przedsiębiorstw, które charakteryzują się wyższą tolerancją wobec ujemnego oprocentowania depozytów.

odsetkowych netto w ostatnich latach i przewidują kontynuację tego zjawiska w najbliższej przyszłości. Ponadto na skutek niskich stóp procentowych pogarsza się sytuacja sektora funduszy emerytalnych, szczególnie w strefie euro. Niektóre z nich musiały w 2014 r. zmniejszyć gwarantowane świadczenia ze względu na znaczące obniżenie się wskaźników pokrycia ich zobowiązań.

Podsumowując, dotychczasowe doświadczenia w zakresie stosowania ujemnych stóp procentowych przez banki centralne są zróżnicowane. Należy przy tym podkreślić, że przedstawiona powyżej ocena ma charakter wstępny i istnieje znaczna niepewność co do skali pożądanych i niezamierzonych efektów obniżek stóp procentowych poniżej zera.

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnim okresie nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych pogorszyły się. Do osłabienia nastrojów na rynkach finansowych przyczyniała się niepewność co do perspektyw gospodarki światowej, związana między innymi z wciąż słabą koniunkturą w gospodarkach wschodzących oraz wynikami referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast zwiększenie oczekiwań na utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych przez dłuższy czas (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

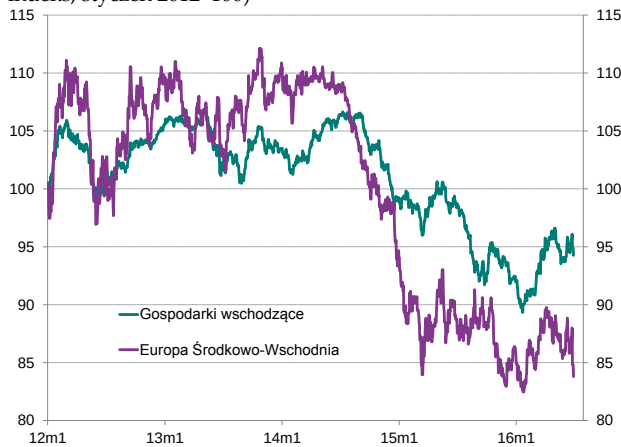
W tych warunkach ceny akcji na świecie nieco się obniżyły (Wykres 1.16). Towarzyszyła temu pewna deprecjacja kursów walut gospodarek wschodzących (Wykres 1.17). Natomiast kursy walut uznawanych za bezpieczne (dolar amerykański, frank szwajcarski i jen japoński) umocniły się. Jednocześnie pogłębił się spadek rentowności obligacji w głównych gospodarkach, które – jak w przypadku Niemiec – osiągnęły ujemne poziomy nawet w odniesieniu do długoterminowych papierów skarbowych (Wykres 1.18; Ramka 2: *Polityka ujemnych stóp procentowych – implikacje i ryzyka dla gospodarki*). Obniżyły się również rentowności obligacji korporacyjnych w strefie euro, których

Wykres 1.16 Indeks MSCI cen akcji na świecie (styczeń 2012=100)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.17 Kursy walut gospodarek wschodzących w relacji do dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację danej waluty, indeks, styczeń 2012=100)

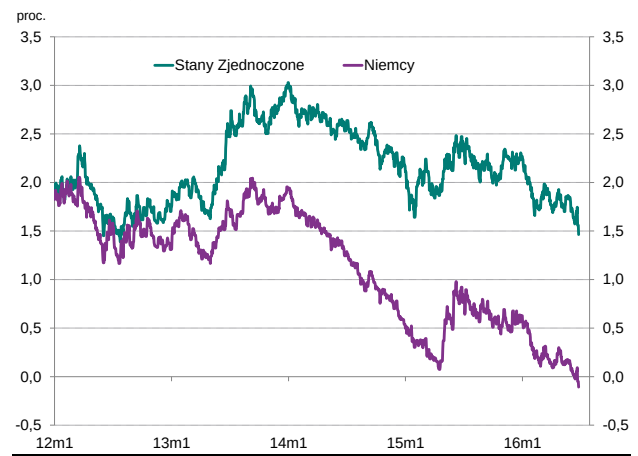


Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks walut gospodarek wschodzących to MSCI emerging markets currency index; indeks walut Europy Środkowo-Wschodniej to średnia ważona PKB kursów walut Polski, Czech i Węgier względem dolara amerykańskiego.

skupowanie rozpoczął w czerwcu EBC (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

Wykres 1.18 Rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech



Źródło: Dane Bloomberg.

2 Gospodarka krajowa

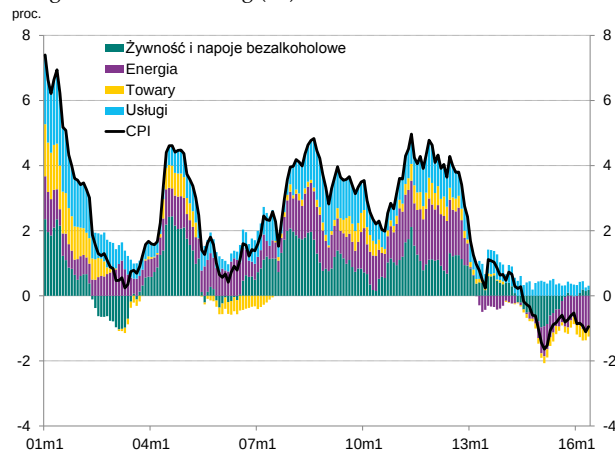
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen w Polsce jest od kilku kwartałów ujemna (Wykres 2.1). Głównym źródłem deflacji w Polsce są czynniki zewnętrzne, w tym przede wszystkim znaczący spadek cen surowców na rynkach światowych, szczególnie silny w II połowie ub.r. Spadek cen surowców energetycznych na świecie obniża krajowe ceny energii, w tym zarówno ceny paliw, jak i administrowane ceny energii elektrycznej oraz gazu ziemnego dla gospodarstw domowych. Niższe ceny energii w Polsce przyczyniają się z kolei do obniżenia cen innych towarów i usług, a w konsekwencji – ujemnych wskaźników inflacji bazowej (Wykres 2.2). Na utrzymywanie się niskiej dynamiki cen konsumenta w Polsce ma wpływ powolny wzrost cen w otoczeniu polskiej gospodarki, który przekłada się na zbliżoną do zera dynamikę cen importu. Dodatkowo do niskiej dynamiki cen konsumenta przyczynia się brak presji popytowej, a także kosztowej w polskiej gospodarce, przejawiający się spadkiem cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.3).

Dynamikę cen zwiększają z kolei od kilku miesięcy wyższe niż rok temu ceny żywności, związane z ograniczeniem krajowej podaży niektórych produktów w następstwie suszy w Polsce w ub.r.

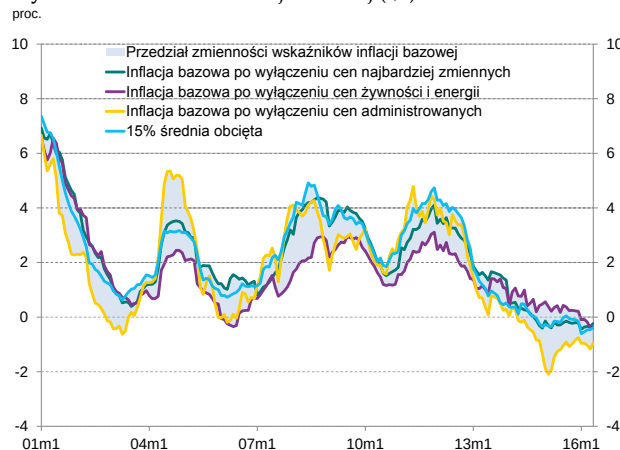
W najbliższych miesiącach skala deflacji powinna stopniowo się zmniejszać, czemu będzie sprzyjać utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. Dodatkowo w kierunku zwiększania rocznego wskaźnika cen konsumpcyjnych będzie prawdopodobnie oddziaływać stopniowy wzrost presji kosztowej, na co wskazuje systematyczny

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



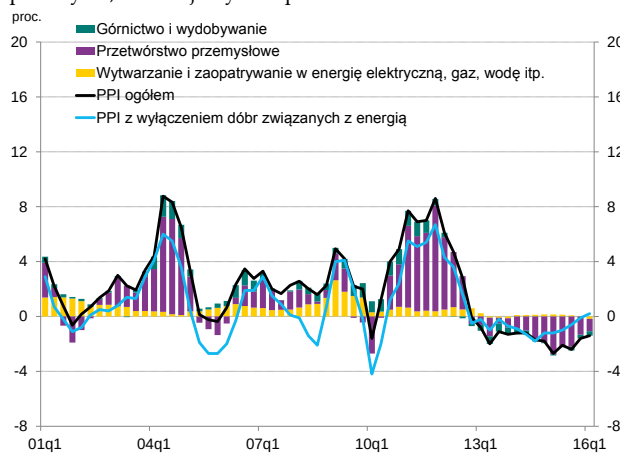
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane GUS, Eurostat.

wzrost wskaźnika PPI, zwłaszcza po wyłączeniu dóbr związanych z energią (Wykres 2.3). Dynamika cen konsumpcyjnych będzie dodatkowo zwiększana przez wygasanie wpływu wcześniejszego spadku cen surowców energetycznych.

Ujemnej dynamice cen w Polsce towarzyszą niskie, ale dodatnie oczekiwania inflacyjne (Tabela 2.1). Prognozy formułowane przez analityków sektora finansowego i ankietowanych ekonomistów w horyzoncie od czterech do ośmiu kwartałów kształtują się w okolicy dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw od kilku kwartałów utrzymują się na poziomie zbliżonym do zera.

2.2 Popyt i produkcja

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej (Wykres 2.4), choć w ostatnich kwartałach dynamika PKB podlegała pewnym wahaniom. Po silnym przyspieszeniu w IV kw. ub.r. w I kw. br. wzrost PKB spowolnił (do 3,0% r/r) ze względu na obniżenie się inwestycji. Napływające informacje sugerują jednak, że spowolnienie w I kw. było prawdopodobnie przejściowe, a w kolejnych kwartałach tempo wzrostu PKB wzrośnie i będzie wspierane przez przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego.

2.2.1 Konsumpcja

Od kilku kwartałów popyt konsumpcyjny rośnie w tempie zbliżonym do 3% (Wykres 2.5). Sprzyja temu dobra sytuacja na rynku pracy, w tym wysoki poziom zatrudnienia, spadek bezrobocia, a także stabilny wzrost wynagrodzeń, który wraz z utrzymującą się deflacją zwiększa realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Do wzrostu konsumpcji przyczynia się również trwająca poprawa nastrojów gospodarstw domowych (Wykres 2.6), a

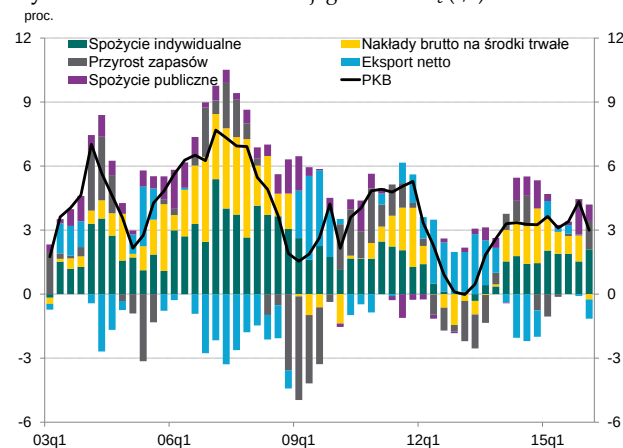
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	15q2	15q3	15q4	16q1	16q2
Inflacja CPI (r/r) oczekiwana przez przedsiębiorstwa					
za 12 m-cy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inflacja CPI (r/r) oczekiwana przez zewnętrznych prognostów					
Ankieta Thomson Reuters, za 4 kw.	1,5	1,5	1,6	1,3	1,6
Ankieta Makroekonomiczna, za 4 kw.	1,4	1,2	1,2	1,3	-
Ankieta Makroekonomiczna, za 8 kw.	1,9	1,7	1,9	1,7	-

Źródło: Dane NBP, Thomson Reuters.

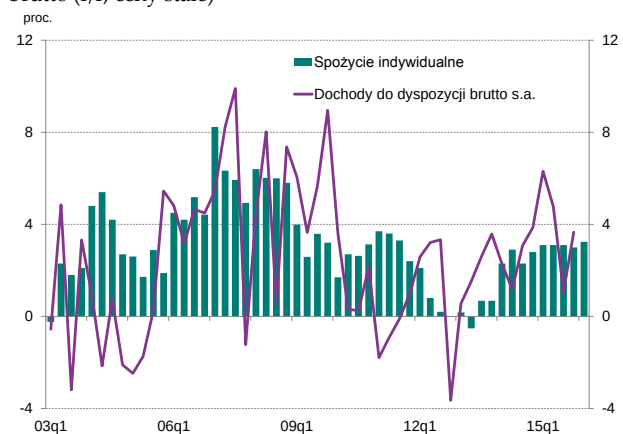
Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw są kwantyfikowane na podstawie jakościowych danych ankietowych uzyskiwanych z Szybkiego Monitoringu NBP. Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji prognoz probabilistycznych przedstawionych przez ankietowanych przez NBP ekspertów.

Wykres 2.4 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5 Spożycie indywidualne i dochody do dyspozycji brutto (r/r, ceny stałe)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

także złagodzenie przez banki polityki kredytowej w zakresie kredytów konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza).

W następnych kwartałach można oczekiwać pewnego przyspieszenia wzrostu popytu konsumpcyjnego. Będzie się do tego przyczyniać – obok czynników dotychczas wspierających konsumpcję – zwiększenie dochodów gospodarstw domowych wynikające z uruchomienia wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”.

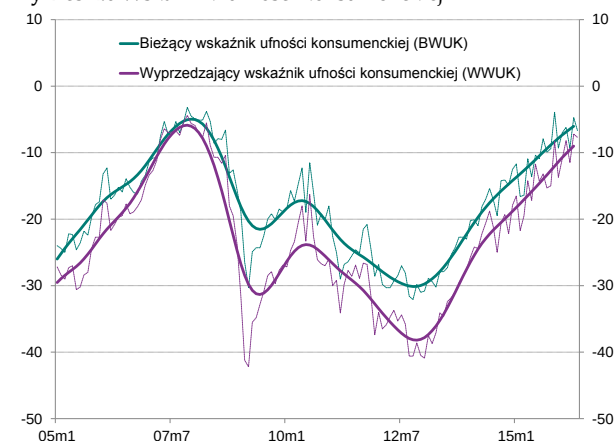
2.2.2 Inwestycje

Dynamika inwestycji w gospodarce obniżyła się w ostatnich kwartałach (Wykres 2.7). Do niższej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe przyczynia się przede wszystkim spadek inwestycji publicznych, związany z mniejszą skalą realizacji projektów finansowanych ze środków UE wobec zakończenia poprzedniej perspektywy finansowej.

Spadkowi inwestycji publicznych towarzyszyło osłabienie wzrostu nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Wzrost ten jest niższy niż wynikałoby z obecnego stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych przedsiębiorstw, który jest wyższy od długookresowej średniej (Wykres 2.8). Niekorzystnie na aktywność inwestycyjną firm wpływa zmniejszenie napływu funduszy unijnych, a także utrzymująca się niepewność, w tym dotycząca przyszłej koniunktury za granicą. Jednocześnie osłabienie inwestycji koncentrowało się na wybranych branżach (energetycznej, transportowej i wodnej). Natomiast inwestycje przedsiębiorstw działających w przemyśle i usługach nadal rosły.

Inwestycje przedsiębiorstw są wciąż wspierane przez ich korzystną sytuację finansową, umożliwiającą finansowanie projektów ze środków własnych oraz relatywnie wysoką dostępność i niższe niż w poprzednich latach

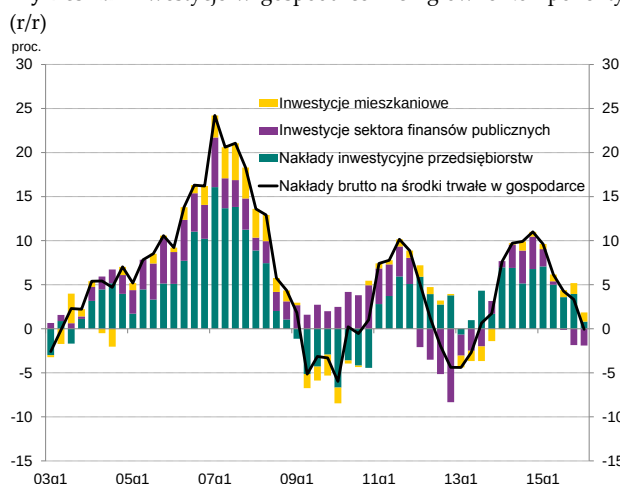
Wykres 2.6 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

Ciągłe linie na wykresie oznaczają trend, natomiast przerywane – dane surowe.

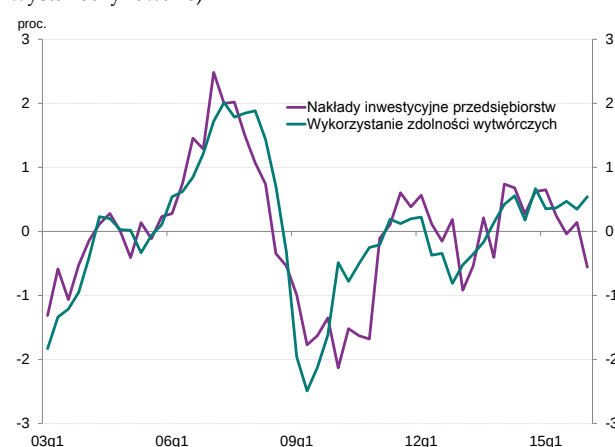
Wykres 2.7 Inwestycje w gospodarce i ich główne komponenty



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD, dane odsezonowane.

Wykres 2.8 Dynamika inwestycji przedsiębiorstw na tle wykorzystania zdolności wytwórczych (wartości wystandaryzowane)



Źródło: Obliczenia na podstawie danych GUS, NBP.

Na wykresie przedstawiono odchylenie rocznej dynamiki inwestycji oraz wykorzystania zdolności produkcyjnych od ich długookresowych średnich (podzielone przez odchylenia standardowe tych zmiennych).

oprocentowanie kredytów. Czynniki te będą prawdopodobnie przyczyniały się do wzrostu inwestycji również w kolejnych kwartałach, co – wraz z napływem środków z nowej perspektywy finansowej UE, a także wzrostem popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*) – powinno przelożyć się na przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych firm. Potwierdzają to badania ankietowe, zgodnie z którymi odsetek przedsiębiorstw planujących zwiększyć nakłady inwestycyjne w II kw. jest wyższy niż na początku br.

Inwestycje mieszkaniowe rosną w stabilnym tempie, wspierane przez systematycznie rosnące zatrudnienie i realne wynagrodzenia, zwiększające zdolność do finansowania zakupów mieszkań przez gospodarstwa domowe. Ponadto korzystnie na sprzedaż mieszkań wpływa również relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji mieszkaniowych, która przewyższa zwrot z długoterminowych obligacji skarbowych czy lokat bankowych⁹. Jednak wyczerpanie limitu przeznaczonego na program „Mieszkanie dla Młodych” w br. wraz z zaostreniem polityki kredytowej przez banki (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*) może oddziaływać w kierunku obniżenia inwestycji mieszkaniowych w kolejnych kwartałach.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

W 2015 r. deficyt sektora finansów publicznych obniżył się do 2,6% PKB z 3,3% PKB w roku poprzednim, a wpływ polityki fiskalnej na dynamikę zagregowanego popytu pozostawał zbliżony do neutralnego¹⁰. Głównym źródłem obniżenia deficytu sektora, podobnie jak w 2014 r., był wzrost dochodów ze składek na ubezpieczenie

⁹ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2016 r. (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

¹⁰ Poprawa wyniku całego sektora finansów publicznych w 2015 r. nastąpiła pomimo znaczącego wzrostu deficytu budżetu państwa. Pogorszenie salda budżetu wynikało bowiem w głównej mierze z wydatków jednorazowych (rozliczenia zakupu samolotów wielozadaniowych F-16) oraz wzrostu dotacji na rzecz innych podsektorów (FUS), a więc czynników niewpływających na wynik sektora finansów publicznych (w ujęciu ESA'10).

społeczne związany ze zmianami w funkcjonowaniu systemu emerytalnego¹¹, a także spadek kosztów obsługi długu publicznego.

W I kw. 2016 r. realne tempo wzrostu wydatków sektora finansów publicznych było zbliżone do wzrostu potencjalnego PKB. Obserwowanemu spadkowi inwestycji publicznych, w szczególności nakładów inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego finansowanych z udziałem środków unijnych¹², towarzyszył wzrost wydatków na świadczenia społeczne¹³. Restrykcyjność polityki fiskalnej po stronie dochodowej – oceniana przez pryzmat wpływu zmian legislacyjnych na dochody podatkowe – również nie zmieniła się istotnie. W rezultacie wpływ polityki fiskalnej na gospodarkę był nadal zbliżony do neutralnego.

W kolejnych kwartałach spodziewany jest pozytywny wpływ polityki fiskalnej na zagregowany popyt, do czego przyczyni się przede wszystkim wzrost wydatków na świadczenia wychowawcze w związku z uruchomieniem Programu „Rodzina 500 plus”¹⁴. Pomimo obniżenia restrykcyjności polityki fiskalnej w 2016 r., deficyt sektora finansów publicznych prawdopodobnie utrzyma się poniżej 3%. W kierunku ograniczenia deficytu będzie nadal oddziałował stabilny wzrost gospodarczy,

¹¹ Wzrost dochodów ze składek na ubezpieczenie społeczne wynikał z ograniczenia od lipca 2014 r. składek przekazywanych do OFE. Obecnie do OFE przekazywane są jedynie składki osób, które zadeklarowały chęć dalszego ich przekazywania na rachunek w OFE (jedynie ok. 18% uprawnionych).

¹² W I kwartale 2016 r. wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego na projekty finansowane z udziałem środków unijnych były niższe o 84,5% r/r (tj. o ok. 1,8 mld zł). Spadek ten był rezultatem zakończenia realizacji projektów z unijnej perspektywy 2007-2013, przy jak dotąd niewielkim zaawansowaniu wykorzystania środków z kolejnej perspektywy.

¹³ Wzrost wydatków na świadczenia społeczne wynikał ze zwiększenia wypłat świadczeń rodzicielskich w związku z rozszerzeniem uprawnień do otrzymywania zasiłku macierzyńskiego od stycznia 2016 r., a także jednorazowej wypłaty dodatków dla niektórych osób pobierających świadczenia emerytalno-rentowe w marcu br.

¹⁴ Na realizację tego programu w *Ustawie budżetowej na rok 2016* przewidziano ponad 17 mld zł (ok. 0,9% PKB). Wnioski o przyznanie świadczenia wychowawczego przyjmowane są od kwietnia br. Według informacji Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej w pierwszych dwóch miesiącach złożono ok. 2,5 mln wniosków, gminy wydały ok. 1,6 mln decyzji, beneficjentom wypłacono zaś ok. 2,2 mld zł (0,1% PKB).

czynniki jednorazowe¹⁵ oraz wpływy z podatków sektorowych¹⁶.

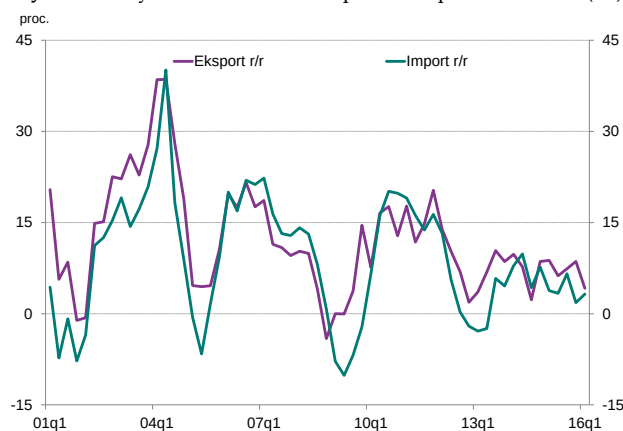
2.2.4 Handel zagraniczny

Obroty w handlu zagranicznym rosną w umiarkowanym tempie. W I kw. br. wzrost eksportu towarów wyrażony w złotych nieco spowolnił (do 4,2% r/r wobec 8,6% r/r w IV kw. ub.r.), czemu towarzyszyło nieznaczne zwiększenie dynamiki ich importu (do 3,2% r/r wobec 1,8% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.9)¹⁷.

Obniżenie dynamiki eksportu w I kw. br. wiązało się ze spowolnieniem wzrostu eksportu do krajów UE, w szczególności do strefy euro (Wykres 2.10). Niższy wzrost eksportu do krajów europejskich mógł być związany ze spowolnieniem wzrostu w gospodarkach wschodzących, które przekładało się na zmniejszenie dynamiki eksportu w krajach UE i słabszy popyt na towary produkowane w Polsce w ramach globalnych łańcuchów dostaw (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Jednocześnie w kierunku wzrostu eksportu w I kw. br. oddziaływało osłabienie kursu złotego względem walut wielu partnerów handlowych (Wykres 2.11), które przyczyniało się do utrzymania wysokiej opłacalności polskiego eksportu¹⁸.

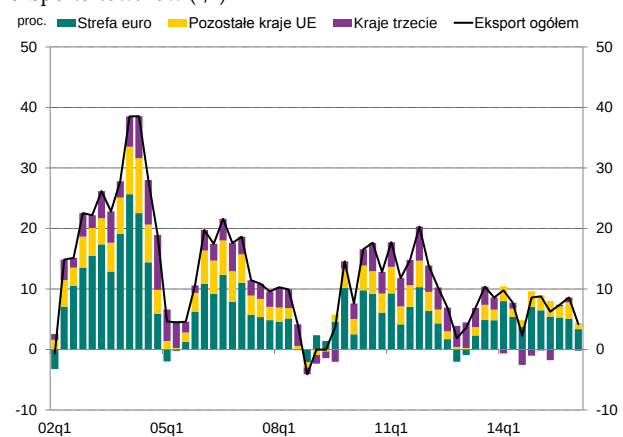
Do nieznacznego wzrostu dynamiki wartości importu w I kw. br. przyczynił się prawdopodobnie wzrost cen produktów

Wykres 2.9 Dynamika wartości eksportu i importu towarów (r/r)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10 Dekompozycja geograficzna dynamiki wartości eksportu towarów (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁵ Obok wpływów z tytułu sprzedaży częstotliwości telekomunikacyjnych z lutego br., najważniejszym czynnikiem jednorazowym kompensującym wzrost wydatków sektora finansów publicznych jest wpłata z zysku NBP, która zasili budżet państwa w kwocie ok. 7,9 mld zł (0,4% PKB). Wpłata banku centralnego będzie jednak ujęta jako transakcja finansująca w ujęciu ESA'10, a więc nie będzie miała wpływu na wynik sektora finansów publicznych.

¹⁶ Dochody z podatku od niektórych instytucji finansowych oraz podatku od sprzedaży detalicznej (który nie został jeszcze wprowadzony). Dochody z podatku od niektórych instytucji finansowych mogą być niższe od planowanych w *Ustawie budżetowej na rok 2016*, na co wskazują wpływy z tego tytułu osiągnięte w marcu i kwietniu br.

¹⁷ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące eksportu i importu towarów. Dane o usługach nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich bardziej szczegółowego rozbicia umożliwiającego dekompozycję geograficzną albo według grup dóbr. Zgodnie z danymi NBP wzrost wartości handlu zagranicznego usługami, zwłaszcza ich eksportu, pozostał w I kw. br. relatywnie szybki, pomimo przejściowych utrudnień w realizacji usług transportowych przez polskie firmy w Rosji.

¹⁸ Na wysoką opłacalność polskiego eksportu wskazuje niski udział firm deklarujących nieopłacalność swojego eksportu oraz wysoki udział eksportu w przychodach eksporterów. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz na II kw. 2016 r.*, NBP, kwiecień 2016 r.

importowanych, na co wskazuje deklarowane przez firmy zwiększenie kosztów związanych z importem zaopatrzeniowym. Wyższe ceny produktów importowanych mogły wynikać z pewnego osłabienia złotego w tym okresie¹⁹. Jednocześnie dynamika wartości importu była nadal ograniczana przez znacznie niższe niż rok wcześniej ceny importowanych surowców energetycznych, spowolnienie dynamiki eksportu produktów wytwarzanych w ramach globalnych łańcuchów dostaw oraz obniżenie wzrostu PKB w I kw. br.

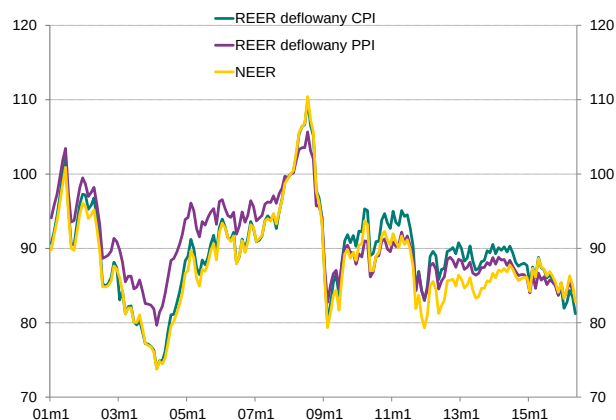
2.2.5 Produkcja

Dekompozycja sektorowa PKB wskazuje, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego jest rosnąca aktywność w usługach i w przemyśle. Wkład budownictwa do wzrostu wartości dodanej był w I kw. br. po raz pierwszy od ponad dwóch lat ujemny (Wykres 2.12).

Dobra koniunktura w sektorze usług jest związana w znacznej mierze z utrzymującym się wzrostem sprzedaży detalicznej (Wykres 2.13), któremu sprzyja dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. W I kw. br. dynamika wartości dodanej brutto w sektorze usług wyraźnie wzrosła, do czego przyczynił się wzrost aktywności w niemal wszystkich branżach tego sektora. Pozytywne nastroje przedsiębiorstw z sektora usług, a także korzystne perspektywy dla popytu konsumpcyjnego (por. 2.2.1 *Konsumpcja*), powinny oddziaływać w kierunku wyższej aktywności w tym sektorze również w kolejnych kwartałach.

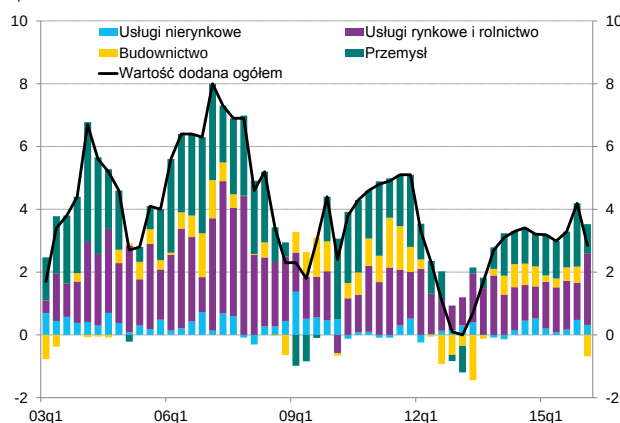
Dane o produkcji przemysłowej wskazują na – widoczne w rachunkach narodowych – zmniejszenie udziału przemysłu we wzroście wartości dodanej brutto w I kw. br. Spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej było związane z obniżeniem dynamiki eksportu w warunkach

Wykres 2.11 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjacje; indeks, styczeń 2008=100)



Źródło: Dane Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 2.12 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto (r/r) proc.



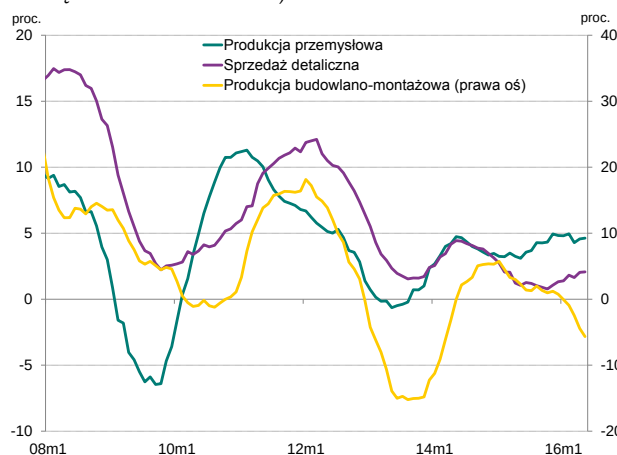
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁹ Dodatni wpływ deprecjacji kursu walutowego na wartość importu wynika z ograniczonej możliwości substytucji dóbr importowanych dobrami krajowymi w krótkim okresie.

osłabienia wzrostu gospodarczego i produkcji przemysłowej na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) oraz ze spadkiem produkcji sprzętu transportowego na rynek krajowy po znacznym wzroście pod koniec ub.r. Jednocześnie rosnący portfel zamówień oraz osłabienie złotego, oddziałujące w kierunku wyższej konkurencyjności polskich produktów, mogą wspierać poprawę koniunktury w sektorze przemysłowym w kolejnych kwartałach.

Z kolei w budownictwie koniunktura jest nadal niekorzystna, na co wskazuje utrzymujący się spadek produkcji budowlano-montażowej oraz ujemna dynamika portfela zamówień budowlanych. W ostatnich miesiącach do dekonunktury w budownictwie przyczynia się obniżenie inwestycji publicznych związane z zakończeniem poprzedniej perspektywy finansowej. Spadek produkcji w tym sektorze nie dotyczy jednak budownictwa mieszkaniowego, w którym w dalszym ciągu trwa ożywienie (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek mieszkaniowy*).

Wykres 2.13 Wskaźniki koniunktury gospodarczej (r/r, 12-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: Dane Bloomberg.

Ramka 3: Wpływ wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej na polską gospodarkę

23 czerwca br. większość głosujących w referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej (UE) opowiedziała się za wystąpieniem ich kraju z UE (tzw. *Brexit*). W związku z tym bardzo prawdopodobne stało się opuszczenie UE przez Zjednoczone Królestwo w najbliższych latach. Zarówno samo opuszczenie UE, jak i proces poprzedzających je negocjacji mogą mieć negatywny wpływ na aktywność w gospodarce brytyjskiej, zarówno w krótkim, jak i w długim okresie. *Brexit* może mieć także istotne konsekwencje dla otoczenia gospodarki brytyjskiej, w szczególności dla gospodarek strefy euro oraz innych krajów europejskich.

Najważniejszym krótkookresowym skutkiem wyniku referendum w sprawie *Brexit* jest zwiększenie się niepewności. Jest ona związana z bezprecedensowym charakterem opuszczenia Unii przez jedno z państw członkowskich i trudnością przewidzenia procesów politycznych, geopolitycznych i gospodarczych, jakie to opuszczenie może wywołać.

Wzrost niepewności bezpośrednio po ogłoszeniu wyników referendum spowodował pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. W szczególności osłabił się kurs funta brytyjskiego oraz euro. Nastąpiła również deprecjacja walut krajów rozwijających się, w tym złotego. Jednocześnie wzmocniły się waluty uznawane za bezpieczne, w tym dolar amerykański i frank szwajcarski. Znacząco obniżyły się także indeksy giełdowe (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*, rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*). W kolejnych dniach nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych nieco się poprawiły, jednak nie można wykluczyć ich ponownego

pogorszenia w trakcie poszczególnych etapów procesu opuszczania przez Wielką Brytanię UE²⁰.

Podwyższona niepewność jeszcze w okresie poprzedzającym referendum oddziaływała niekorzystnie na decyzje podmiotów gospodarczych w Wielkiej Brytanii, obniżając tym samym dynamikę aktywności w gospodarce brytyjskiej, w szczególności dynamikę inwestycji. Zwiększona niepewność może wpłynąć niekorzystnie także na konsumpcję prywatną i w rezultacie będzie prawdopodobnie powodowała osłabienie koniunktury w gospodarce brytyjskiej również w kolejnych kwartałach, zwłaszcza że proces negocjacji warunków opuszczenia przez Wielką Brytanię UE i ich wdrażanie mogą być długotrwałe.

Pogorszenie perspektyw koniunktury w Wielkiej Brytanii oraz utrzymująca się niepewność będą wpływały niekorzystnie na aktywność gospodarczą partnerów handlowych tego kraju, w tym strefy euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski. Wpływ *Brexitu* na wzrost PKB w Polsce w bieżącym i nadchodzących latach będzie prawdopodobnie ograniczony i może następować głównie poprzez osłabienie wzrostu w strefie euro (por. rozdz. 4 *Projekcja inflacji i PKB*). W dłuższym horyzoncie – wraz z wchodzeniem w życie ustaleń dotyczących wyjścia Wielkiej Brytanii z UE – niepewność będzie się prawdopodobnie zmniejszać. Jednocześnie na sytuację gospodarczą w Polsce mogą zacząć oddziaływać ustalenia dotyczące wymiany handlowej, swobody przepływu osób i kapitału oraz ewentualnego dalszego ponoszenia obciążeń na rzecz UE i krajów członkowskich UE przez Wielką Brytanię.

Wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na polski handel zagraniczny będzie w dłuższym horyzoncie zależał od wyników negocjacji z UE w zakresie wymiany handlowej, które – zgodnie z Artykułem 50 Traktatu o Unii Europejskiej – mogą trwać dwa lata²¹. Po tym okresie nie można wykluczyć pewnego wzrostu poziomu barier pozataryfowych. Bezpośredni wpływ ewentualnego obniżenia wymiany handlowej z Wielką Brytanią na obroty Polski w handlu zagranicznym powinien być jednak ograniczony. Pomimo iż Wielka Brytania jest drugim po strefie euro partnerem handlowym Polski, to jej udział w polskim eksporcie i imporcie jest stosunkowo niski (odpowiednio 6,8% i 2,9% w 2015 r.). Ponadto pośrednie efekty ewentualnego zmniejszenia skali wymiany handlowej z Wielką Brytanią – poprzez udział Polski w globalnych łańcuchach dostaw – również powinny być ograniczone, ponieważ wartość dodana wytwarzana w Polsce ma relatywnie niewielkie znaczenie w eksporcie innych krajów do Wielkiej Brytanii.

W zależności od wyniku negocjacji *Brexit* może wiązać się z powrotem części polskich imigrantów przebywających obecnie w Wielkiej Brytanii. W ciągu kolejnych dwóch lat co najmniej 2/3 z 685 tys. polskich obywateli pracujących obecnie w Wielkiej Brytanii (dane GUS za 2014 r.) będzie miało jednak prawo do ubiegania się o stały pobyt w tym kraju. Jednocześnie skala nowej migracji z Polski zmniejszyłaby się w kolejnych latach niezależnie od wyniku referendum, ponieważ UE zgodziła się na pewne ograniczenie praw nowych imigrantów na tamtejszym rynku pracy²².

Rezygnacja Wielkiej Brytanii z członkostwa w UE może mieć implikacje również dla przepływów finansowych. Po pierwsze, mogą się obniżyć transfery przekazywane do Polski przez emigrantów przebywających w Wielkiej Brytanii, których wartość w 2015 r. wyniosła 0,25% polskiego PKB. Jednocześnie skala przekazywanych środków przez emigrantów do Polski zmniejszyła się w porównaniu z okresem po przystąpieniu Polski do UE, co miało związek z coraz bardziej długookresowym charakterem migracji. Obniżenie skali napływu środków przekazywanych przez emigrantów prawdopodobnie następowałoby więc niezależnie od wyniku referendum. Po drugie, *Brexit* może wpłynąć na przepływy finansowe pomiędzy Polską a budżetem UE, przy czym ocenę skali tego efektu znacząco utrudnia niepewność co do warunków opuszczenia UE przez Wielką Brytanię. Może

²⁰ Bank Anglii oraz główne banki centralne zapowiedziały podjęcie działań stabilizujących sektor finansowy. Zapewniono, że utrzymany zostanie odpowiedni poziom płynności na rynkach finansowych, w tym na rynku walutowym. Na przykład, Bank Szwajcarii dokonał interwencji walutowych ograniczających presję aprecjacyjną franka szwajcarskiego.

²¹ Zgodnie z Artykułem 50 Traktatu o Unii Europejskiej wystąpienie z UE następuje po podpisaniu umowy będącej przedmiotem negocjacji, a w przypadku jej braku – po dwóch latach od momentu notyfikacji wniosku o opuszczenie Wspólnoty. Termin ten może być jednak wydłużony.

²² Zgodnie z porozumieniem dla Wielkiej Brytanii w ramach UE, zawartym na szczycie Rady Europejskiej w dn. 18-19 lutego br., przewidziano m.in. siedmioletni okres ograniczenia w dostępie do świadczeń społecznych dla nowoprzybyłych pracowników z innych krajów UE, począwszy od 2020 r. (tzw. hamulec bezpieczeństwa). Porozumienie to byłoby skuteczne od dnia, w którym rząd Wielkiej Brytanii powiadomiłby Radę o pozostaniu w UE.

to oznaczać konieczność podwyższenia składki płaconej przez inne kraje – w tym Polskę – lub może prowadzić do pewnego ograniczenia budżetu UE w ramach kolejnej perspektywy finansowej (2021-2027), w tym zmniejszenia funduszy strukturalnych^{23, 24}.

Podsumowując, wpływ decyzji o wyjściu Wielkiej Brytanii z UE na polską gospodarkę – zarówno w krótkim, jak i w długim okresie – powinien być ograniczony. Oszacowanie jej skutków jest jednak obarczone dużą niepewnością wynikającą z bezprecedensowego charakteru tego wydarzenia.

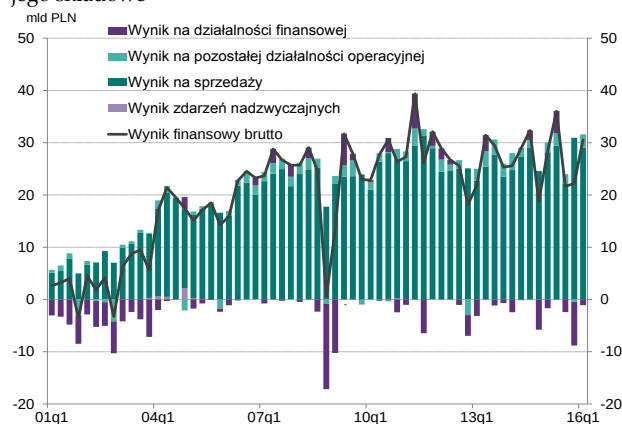
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw jest dobra pomimo trwającej od kilku kwartałów deflacji. Jednocześnie utrzymuje się zróżnicowanie sytuacji finansowej firm w poszczególnych branżach gospodarki.

W IV kw. ub.r. i I kw. br. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw był wyższy niż rok wcześniej (Wykres 2.14). Poprawa wyników przedsiębiorstw była szczególnie silna w IV kw. ub.r. w związku z istotnym wzrostem wyniku na sprzedaży. Był on spowodowany wolniejszym wzrostem kosztów niż przychodów, który miał miejsce przy głębszym spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu niż cen dóbr i usług konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*).

Dobre wyniki finansowe znajdują odzwierciedlenie także w wysokich wskaźnikach rentowności firm (Tabela 2.2). Odsetki firm rentownych oraz przedsiębiorstw o wysokiej rentowności – utrzymujące się w tendencji wzrostowej od 2013 r. – w I kw. br. osiągnęły poziomy zbliżone do historycznych maksimów z 2007 r. (Wykres 2.15).

Wykres 2.14 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych z formularza F-01/I-01 GUS.

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw

Przebieg choroby		2014				2015				2016	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	
dane średniookresowe (proc.)											
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,3	4,5	4,7	4,8	3,9	4,9	4,9	3,6	4,8	4,9	
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,8	3,8	4,1	4,5	2,4	3,9	5,0	2,9	2,8	4,2	
dane na koniec okresu											
Wskaźnik płynności I stopnia	0,35	0,34	0,35	0,36	0,39	0,38	0,36	0,37	0,38	0,37	

Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych GUS.

²³ Nie można wykluczyć, że Wielka Brytania – pomimo formalnego pozostawania poza strukturami unijnymi – będzie przekazywała środki do unijnego budżetu w ramach inicjatyw, w których będzie nadal uczestniczyć, podobnie jak Szwajcaria i Norwegia. Ponadto Wielka Brytania może przekazywać poza budżetem UE bezzwrotną pomoc dla nowych krajów członkowskich UE, podobnie jak robią to kraje będące obecnie członkami Europejskiego Obszaru Gospodarczego.

²⁴ W 2014 r. różnica pomiędzy składką członkowską Wielkiej Brytanii a środkami otrzymanymi z budżetu UE stanowiła ok. 3,6% wydatków tego budżetu skierowanych do pozostałych państw członkowskich.

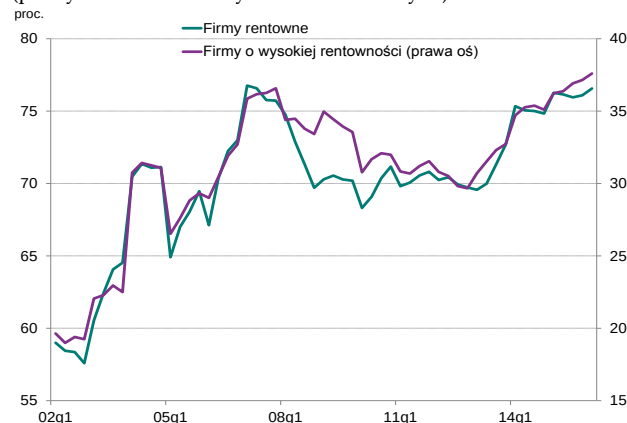
Jednak w niektórych branżach rentowność pogarsza się. Wskaźnik rentowności w energetyce kształtuje się na niższym niż rok temu poziomie, a w górnictwie jest ujemny, do czego przyczynia się wcześniejszy spadek cen surowców energetycznych. Jednocześnie obniżyła się rentowność firm działających w branży budowlanej, która od kilku lat utrzymuje się w stagnacji.

2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia. Zatrudnienie w gospodarce systematycznie rośnie, osiągając najwyższe poziomy po transformacji gospodarczej (Wykres 2.16)^{25,26}. W ostatnich miesiącach szczególnie silnie przyspieszył wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, co – obok utrzymującego się stabilnego wzrostu gospodarczego – było prawdopodobnie związane z oskładkowaniem od początku br. umów cywilnoprawnych, przekładającym się na wzrost liczby umów o pracę.

Wzrostowi zatrudnienia towarzyszy silne zwiększenie liczby ofert pracy oraz prognoz zatrudnienia formułowanych przez przedsiębiorstwa²⁷. Wzrost liczby pracujących w gospodarce przyczynia się do dalszego obniżenia

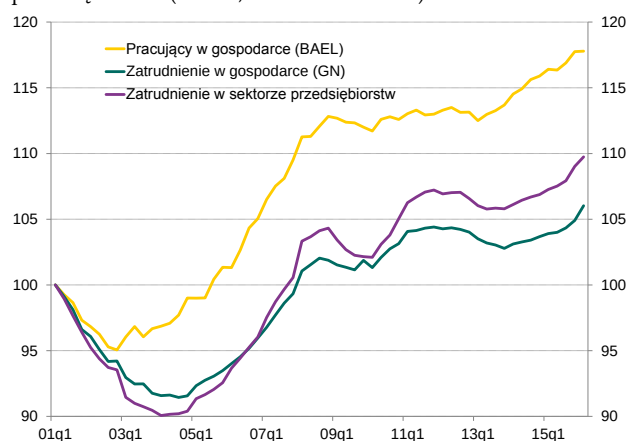
Wykres 2.15 Odsetki firm rentownych i o wysokiej rentowności (po wyeliminowaniu czynników sezonowych)



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych z formularza F-01/I-01 GUS.

Firmy o wysokiej rentowności są definiowane jako firmy o wskaźniku rentowności obrotu netto przekraczającym 5%.

Wykres 2.16 Pracujący w gospodarce (według BAEL) oraz zatrudnienie w gospodarce narodowej (GN) i w sektorze przedsiębiorstw (indeks, I kw. 2001 r. = 100)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ W kwietniu i maju br. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rosło stabilnie (2,8% r/r).

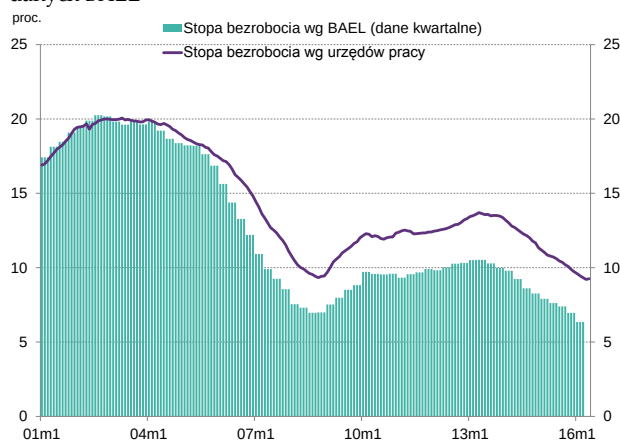
²⁶ Pracujący w gospodarce (BAEL) to (uśredniona dla danego okresu sprawozdawczego) liczba osób, które w tygodniu poprzedzającym Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności przynajmniej 1 godzinę wykonywały pracę przynoszącą zarobek, miały pracę, lecz jej nie wykonywały (np. ze względu na urlop lub chorobę) lub pomagały nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej. Zatrudnienie w gospodarce narodowej (GN) to przeciętna liczba osób wykonujących w okresie sprawozdawczym pracę przynoszącą zarobek we wszystkich sektorach gospodarki, z wyłączeniem rolnictwa, obrony narodowej i bezpieczeństwa publicznego, oraz osób pomagających nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej, w przeliczeniu na pełne etaty. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest natomiast definiowane jako przeciętna liczba pracujących w okresie sprawozdawczym w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób, także w przeliczeniu na pełne etaty.

²⁷ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP, kwiecień 2016 r.

stopy bezrobocia, która według BAEL²⁸ w I kw. br. osiągnęła najniższy poziom w historii tego badania (Wykres 2.17)²⁹.

Spadające bezrobocie oraz wysoki popyt na pracę oddziałują w kierunku poprawy pozycji pracowników i poszukujących pracy w negocjacjach płacowych z pracodawcami. Znajduje to odzwierciedlenie w pewnym nasileniu nacisków na wzrost płac, choć presja ze strony pracowników pozostaje wyraźnie niższa niż w 2008 r.³⁰ O ile naciski płacowe są czynnikiem wspierającym wzrost wynagrodzeń, to ograniczająco na dynamikę płac oddziałuje utrzymująca się deflacja, która zwiększa realną wartość płac. W efekcie dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.18)³¹. W konsekwencji – przy nadal rosnącej produktywności – dynamika jednostkowych kosztów pracy jest relatywnie niska, a presja kosztowa ze strony rynku pracy wciąż ograniczona (Wykres 2.19). W kolejnych kwartałach można jednak oczekiwać jej nieznaczного wzrostu. Badania ankietowe NBP wskazują, że odsetek przedsiębiorstw, w których wynagrodzenia rosną wyraźnie szybciej niż produktywność pracy, w ostatnich dwóch kwartałach nieznacznie wzrósł³².

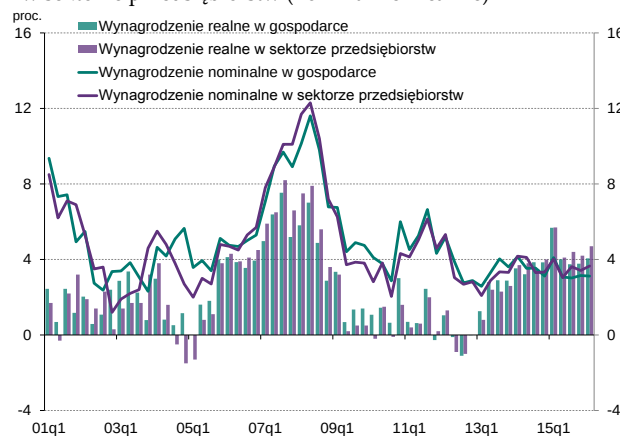
Wykres 2.17 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.18 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

²⁸ Stopa bezrobocia według BAEL po usunięciu wahań sezonowych.

²⁹ W kwietniu br. stopa bezrobocia nadal się obniżała, a w maju br. ustabilizowała się na rekordowo niskim poziomie.

³⁰ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP, kwiecień 2016 r.

³¹ Jednocześnie dynamika nominalnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu i maju br. nieco przyspieszyła i wyniosła średnio 4,4% r/r (względem 3,7% r/r w I kw. br.).

³² Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP, kwiecień 2016 r.

2.5 Rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie od marca 2015 r. Jednocześnie w ostatnich miesiącach zmniejszyły się oczekiwania uczestników rynku dotyczące możliwości obniżenia stóp procentowych NBP w przyszłości (Wykres 2.20).

2.5.1 Rynki finansowe

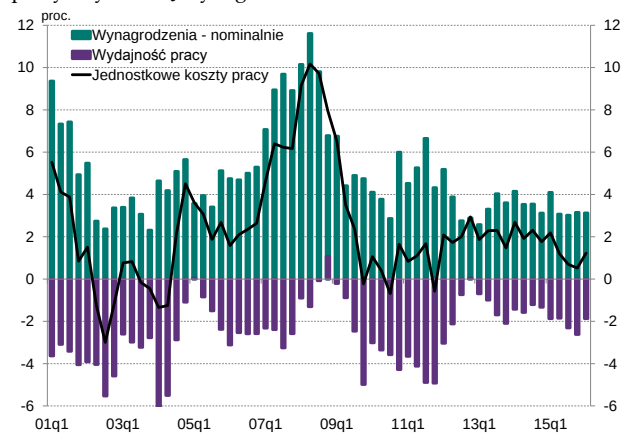
W ostatnim okresie miało miejsce pogorszenie sentymentu na międzynarodowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*), co przyczyniało się do słabszych nastrojów na krajowym rynku finansowym.

Pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych doprowadziło do deprecjacji walut krajów rozwijających się. W tych warunkach kurs złotego względem głównych walut również się osłabił (Wykres 2.21).

Słabsze nastroje na rynkach międzynarodowych przyczyniły się także do obniżenia cen akcji (Wykres 2.22). Jednocześnie pozytywnie na ceny akcji oddziaływał stabilny wzrost gospodarczy w Polsce (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*) oraz dobra sytuacja polskich przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*).

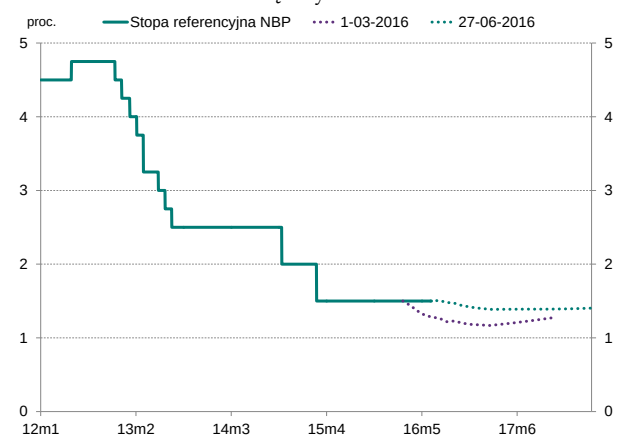
W warunkach pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosły, do czego częściowo przyczyniało się także zmniejszenie oczekiwań na obniżki stóp procentowych NBP (Wykres 2.23; Wykres 2.20).

Wykres 2.19 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i dynamikę wynagrodzeń



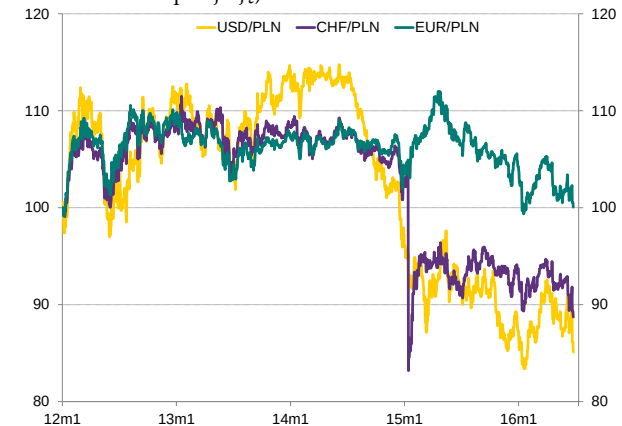
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20 Stopa referencyjna NBP i stopa implikowana z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: Dane NBP, Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.21 Nominalny kurs złotego (indeks, styczeń 2012 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



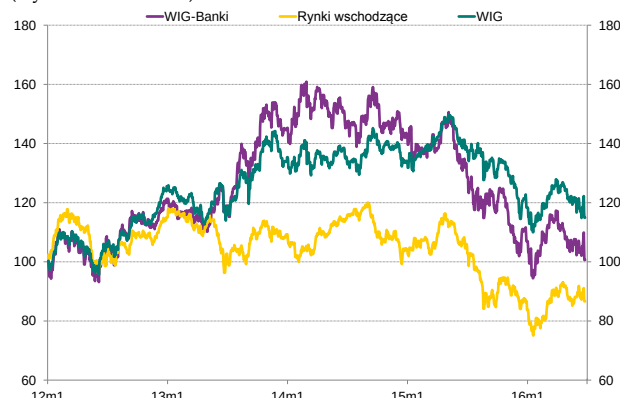
Źródło: Dane Bloomberg.

2.5.2 Rynek mieszkaniowy³³

Na rynku mieszkaniowym trwa ożywienie, na co wskazuje dalszy wzrost liczby sprzedanych mieszkań. Rosnącej sprzedaży nie towarzyszy jednak wyraźny wzrost cen mieszkań (Wykres 2.24), co jest związane z ich wysoką podażą.

Wysokiemu popytowi na mieszkania sprzyja rosnąca dostępność kredytów, spowodowana poprawiającą się sytuacją na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), niższym niż w poprzednich latach oprocentowaniem kredytów mieszkaniowych oraz rozszerzonym od września ub.r. rządowym programem „Mieszkanie dla Młodych” (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*). Do wzrostu sprzedaży mieszkań przyczynia się również stosunkowo wysoka rentowność wynajmu mieszkań w relacji do oprocentowania lokat bankowych (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*)³⁴. Jednak w kolejnych kwartałach ograniczająco na popyt na mieszkania może oddziaływać zarówno wyczerpanie się środków finansowych przeznaczonych na dopłaty w br. w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych”, jak i zaostreżenie polityki kredytowej banków (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*).

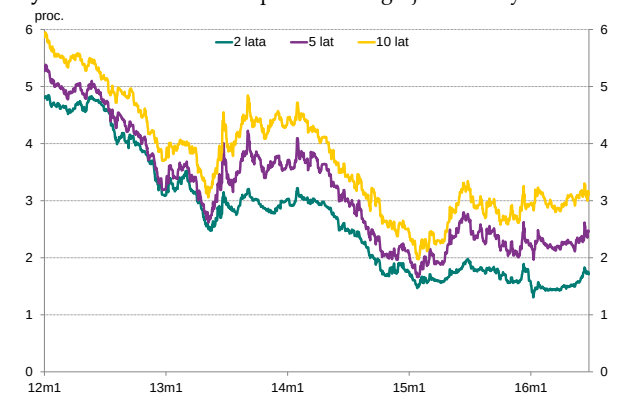
Wykres 2.22 Wartość indeksu WIG oraz WIG-Banki na tle indeksu giełdowego dla rynków wschodzących (styczeń 2012 = 100)



Źródło: Dane Bloomberg.

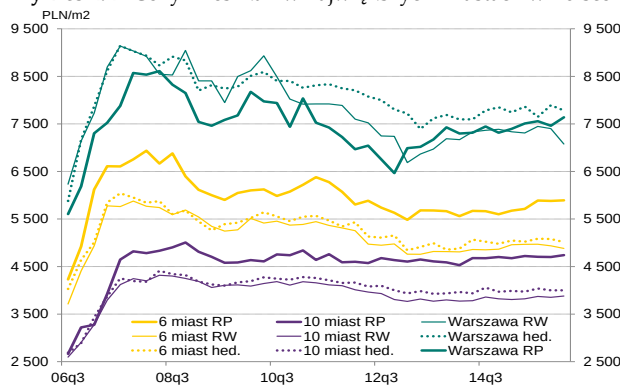
Rynki wschodzące – indeks MSCI Emerging Markets.

Wykres 2.23 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.24 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce³⁵



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

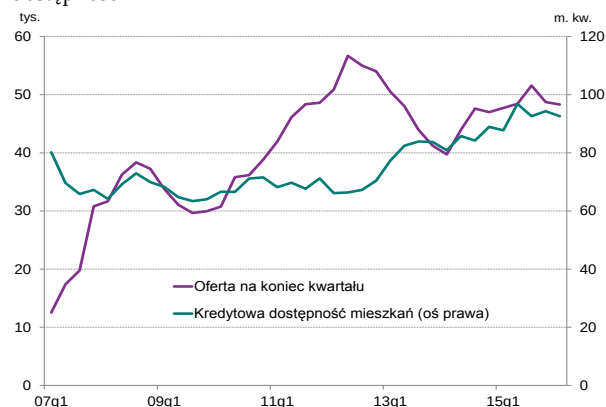
³³ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2016 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

³⁴ Rentowność wynajmu mieszkania przekracza niemal trzykrotnie średnie oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych oraz prawie dwukrotnie średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2016 r.*

³⁵ 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, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

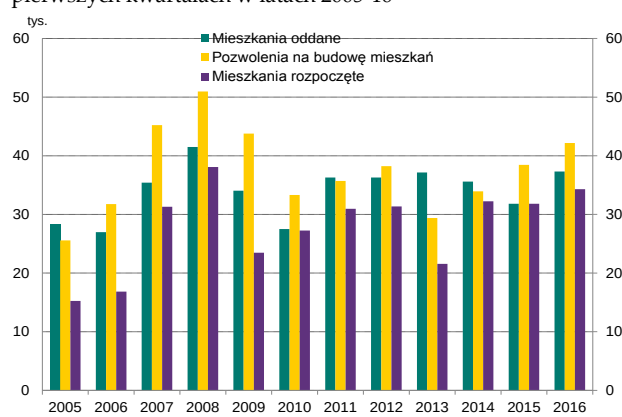
Na utrzymywanie się wysokiej podaży wskazuje zbliżona do historycznych maksimów liczba mieszkań oferowanych na rynku pierwotnym (Wykres 2.25), związana ze wzrostem liczby mieszkań oddanych do użytkowania w ostatnich kwartałach. Ponadto z uwagi na wysoką historyczną rentowność inwestycji deweloperskich wzrasta liczba pozwoleń na budowę mieszkań i liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (Wykres 2.26), co w kolejnych kwartałach powinno nadal ograniczać wzrost cen mieszkań.

Wykres 2.25 Oferta na rynku mieszkań oraz ich kredytowa dostępność³⁶



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.26 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w pierwszych kwartałach w latach 2005-16



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ramka 4: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań

Ekonomiści Instytutu Ekonomicznego NBP przygotowali kolejną edycję opracowania dotyczącego mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce³⁷. Poniżej przedstawiane są główne wnioski z tego opracowania, dotyczące siły i opóźnień w mechanizmie transmisji oraz funkcjonowania jego wybranych kanałów, tj. kanału stopy procentowej, kursu walutowego i kanału kredytowego.

Siła i opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej

Najsilniejsza reakcja rocznego tempa wzrostu PKB oraz inflacji bazowej HICP³⁸ na wzrost stopy procentowej o 1 pkt proc. na okres czterech kwartałów następuje, odpowiednio, w piątym i szóstym kwartale po impulsie i wynosi ok. -0,2 pkt proc. i ok. -0,6 pkt proc. (Wykres R.4.1). Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego jest nieco odmienny. W fazie ożywienia reakcja inflacji na zmiany krótkoterminowych stóp procentowych jest silniejsza i szybsza niż w fazie recesji.

³⁶ Oferta na rynku mieszkań oznacza całkowitą liczbę mieszkań dostępnych do sprzedaży według stanu na koniec danego okresu.

³⁷ Kapuściński *et al.* (2016). Poprzednie dwie edycje opracowania są umieszczone na stronie internetowej NBP: http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/180_en.pdf i http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/116_en.pdf

³⁸ Zastosowanie HICP zamiast CPI dla celów badania nie miało większego wpływu na wyniki, ponieważ korelacja inflacji bazowej HICP i CPI ogółem wynosi 0,94, a tym samym reakcje obydwu wskaźników na zmianę stopy procentowej byłyby bardzo podobne.

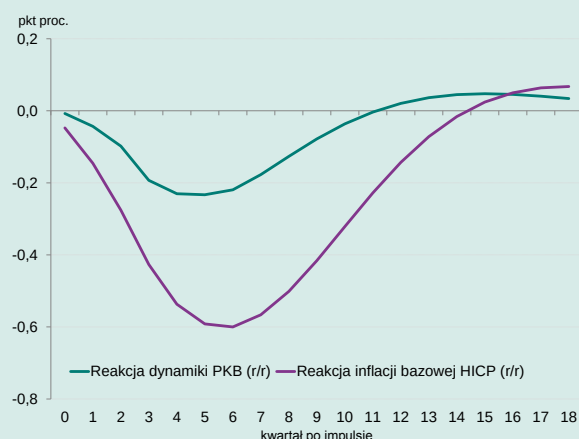
Szacunki efektywności głównych kanałów mechanizmu transmisji pokazują wyraźny, postępujący spadek znaczenia kanału kursu walutowego w latach 2001-2011 oraz wzrost roli kanału kredytowego w latach 2011-2012 (Wykres R.4.2). W ostatnich latach znaczenie poszczególnych kanałów było względnie stabilne.

Transmisja stóp procentowych

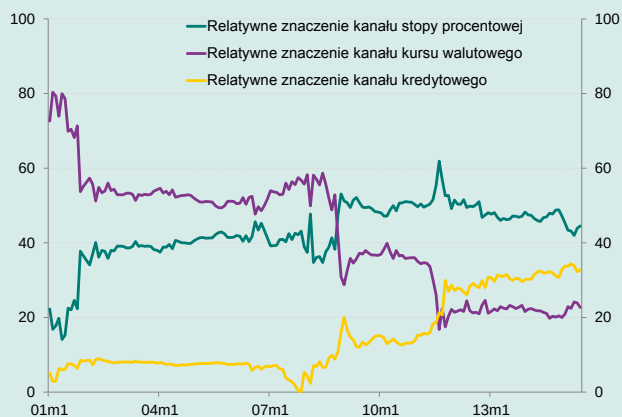
Stopy rynku pieniężnego dobrze i szybko dostosowują się do zmian stóp procentowych NBP. Średnia różnica między stopami rynku pieniężnego a stopą referencyjną NBP pozostaje zbliżona do zera. Na poziom najkrótszych stóp rynku pieniężnego istotny wpływ wywiera nie tylko stopa referencyjna NBP, ale również sposób zarządzania płynnością przez NBP.

Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego przenoszą się w pełni na średnie oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych, przy czym najsilniej dostosowują się depozyty o terminie wymagalności od 1 do 3 miesięcy (jest to następstwo kryzysu finansowego – banki poszukiwały wówczas płynności o takim właśnie terminie). W przypadku depozytów przedsiębiorstw dostosowanie ich oprocentowania do zmian stóp rynku pieniężnego nie jest pełne. Natomiast oprocentowanie kredytów ogółem, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, dostosowuje się w pełni do zmiany stóp rynkowych.

Wykres R.4.1 Reakcja PKB i inflacji na wzrost stopy proc. na okres czterech kwartałów



Wykres R.4.2 Relatywne znaczenie wybranych kanałów mechanizmu transmisji



Źródło: Obliczenia NBP.

Oddziaływanie kursu walutowego na aktywność gospodarczą i inflację

Wpływ kursu walutowego na aktywność gospodarczą i inflację w Polsce jest istotnie niższy niż przed akcesją Polski do Unii Europejskiej. Udział zmian kursu walutowego w objaśnianiu przyrostów wolumenu polskiego importu i eksportu wynosi odpowiednio ok. 6% i 8%, podczas gdy przed akcesją sięgał on ok. 16% i 30%. Spadek tempa wzrostu PKB po aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego o 1% na okres jednego kwartału jest przejściowy i osiąga maksymalnie ok. 0,04 pkt proc. (Wykres R.4.3). Z kolei wpływ zmiany kursu walutowego na roczną inflację CPI wynosi ok. 0,07-0,08 pkt proc., podczas gdy na próbie obserwacji obejmujących lata 1998-2010 wynosił ok. 0,2 pkt proc.

Zmiany te wynikają ze wzrostu znaczenia przedsiębiorstw międzynarodowych, dokonujących rozliczeń w ramach grupy kapitałowej oraz wzrostu handlu w ramach globalnych łańcuchów dostaw (*global value chains*, GVC)³⁹. Ponadto zmniejszenie efektu przeniesienia kursu walutowego na ceny konsumpcyjne można wiązać ze spadkiem inflacji i wzrostem wiarygodności polityki pieniężnej w okresie stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Na obniżenie efektu przeniesienia zmian kursu na ceny konsumpcyjne w związku z uwarunkowaniami

³⁹ Ahmed *et al.* (2015) pokazują, że handel w ramach globalnych łańcuchów dostaw wyraźnie zmniejsza elastyczność eksportu na kurs walutowy.

strukturalno-instytucjonalnymi nakłada się zmienność tego efektu w ramach cyklu koniunkturalnego. W okresie dobrej koniunktury efekt przenoszenia wynosi ok. 0,14 pkt proc., podczas gdy w okresie dekonunktury jest on równy ok. 0,02 pkt proc.

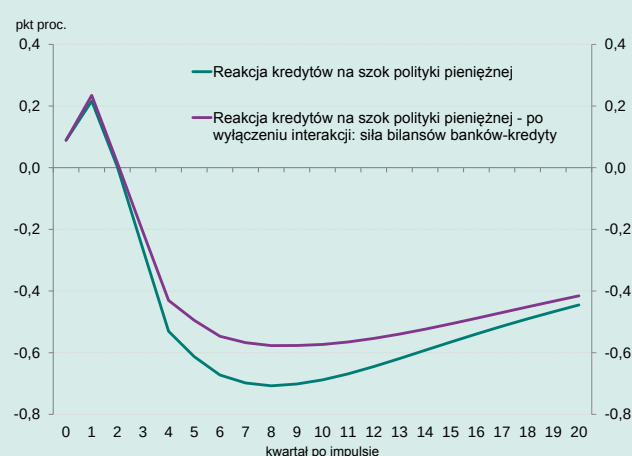
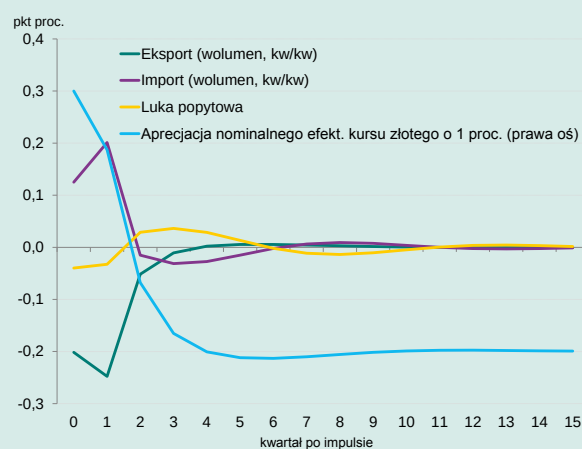
Transmisja polityki pieniężnej przez kanał kredytowy

Teorie kanałów kredytowych mechanizmu transmisji polityki pieniężnej wskazują, że banki w reakcji na zaostrzenie polityki pieniężnej dostosowują podaż kredytu. Zależność ta wynika z wpływu zmian stóp procentowych na bilanse banków komercyjnych (Disyatat, 2010). Kanał kredytów bankowych wzmacnia efekty polityki pieniężnej w Polsce. Wzrost stóp procentowych podnosi udział kredytów z utratą wartości, a obniża rentowność i bufor kapitałowy banków. Banki mogą też napotkać wyższe koszty finansowania na rynku. W konsekwencji banki podwyższają marże w celu skompensowania ryzyka oraz akceptują mniej wniosków kredytowych, dążąc do utrzymania współczynników kapitałowych. Efekt ten jest silniejszy przy niższym buforze kapitałowym. Z kolei w przypadku obniżenia bufora kapitałowego banki mogą być skłonne podnosić marże kredytowe. Siła tak rozumianego kanału kredytów bankowych oszacowana empirycznie na danych dla Polski jest stosunkowo niewielka – wyjaśnia on około 15% reakcji kredytu na zaburzenie polityki pieniężnej (Wykres R.4.4).

Badanie efektywności kanałów mechanizmu transmisji polityki pieniężnej pokazało ponadto wzrost znaczenia kanału kredytowego od 2011 r. (Wykres R.4.2). Może on wynikać przede wszystkim z wprowadzenia regulacji ostrożnościowych, zwłaszcza ograniczających dostępność kredytów walutowych dla gospodarstw domowych, a tym samym zmniejszających substytucyjność kredytów złotych i walutowych. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym znaczenie kanału kredytowego może być również ustępowanie zaburzeń kryzysowych w transmisji stóp procentowych.

Wykres R.4.3 Funkcje reakcji wolumenu eksportu, importu oraz

Wykres R.4.4 Oszacowanie wagi kanału kredytów bankowych



Źródło: Obliczenia NBP.

Podsumowując, wyniki najnowszych badań wskazują, że reakcja aktywności gospodarczej i inflacji na zmiany krótkoterminowych stóp procentowych pozostaje względnie stabilna. W ostatnich latach zmieniła się natomiast relatywna siła poszczególnych kanałów transmisji. Wpływ zmian kursu walutowego na ceny konsumpcyjne obniżył się. Wzrosło natomiast znaczenie kanału kredytowego.

Literatura

- Ahmed S., Appendino M., Ruta M. (2015), *Global value chains and the exchange rate elasticity of exports*, IMF Working Paper, 15252, International Monetary Fund.
- Disyatat, P. (2010), *The bank lending channel revisited*, BIS Working Paper, 297.
- Kapuściński M., Kocięcki A., Kowalczyk H., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Sznajderska A., Wróbel E. (2016), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2015 roku?*, Materiały i Studia NBP, 323.

2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza

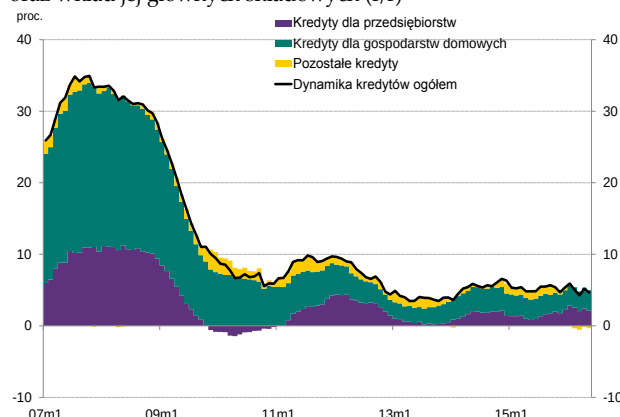
Roczna dynamika kredytu dla sektora niefinansowego ogółem od kilku kwartałów kształtuje się w pobliżu 5%. Wzrostowi kredytów sprzyja korzystna sytuacja makroekonomiczna oraz niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów (Wykres 2.27; Wykres 2.30)⁴⁰.

Głównym czynnikiem wzrostu akcji kredytowej pozostają kredyty dla gospodarstw domowych, których wzrost od dwóch lat jest stabilny (4,5% r/r w I kw. br.) i wspierany przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy. Jednocześnie stopniowo zmienia się struktura wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych – zwiększa się udział kredytów konsumpcyjnych, a zmniejsza udział kredytów mieszkaniowych (Wykres 2.28).

W I kw. br. dynamika kredytów konsumpcyjnych przyspieszyła do 7,6% r/r (wobec 6,9% r/r w IV kw. ub.r.). Obok dobrej sytuacji na rynku pracy wzrost tych kredytów jest wspierany przez łagodzenie przez banki kryteriów udzielania tych kredytów⁴¹.

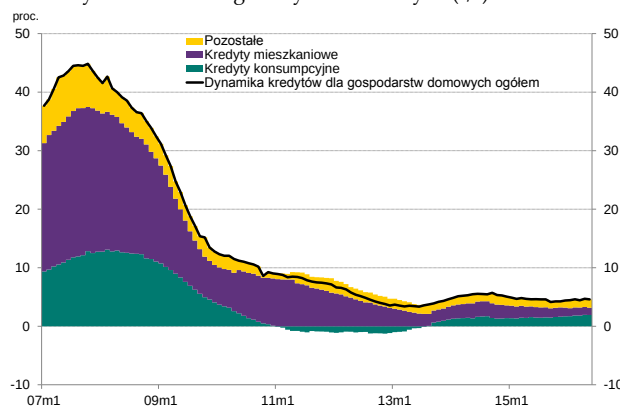
Natomiast w dalszym ciągu nieznacznie spowalnia dynamika kredytów mieszkaniowych (do 2,3% r/r w I kw. br. wobec 2,6% r/r w IV kw. ub.r.), czego przyczyną pozostaje systematyczne zmniejszanie się stanu walutowych kredytów mieszkaniowych. Tym samym ich udział w portfelach banków maleje, zmniejszając związane z nimi ryzyko. Z kolei złotowe kredyty mieszkaniowe rosną w stabilnym tempie (10,2% r/r w I kw. br.). Wsparciem dla wzrostu tej kategorii kredytów było – deklarowane przez banki – istotne zwiększenie zainteresowania kredytobiorców rządowym programem

Wykres 2.27 Dynamika kredytów dla sektora niefinansowego oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: Dane NBP.

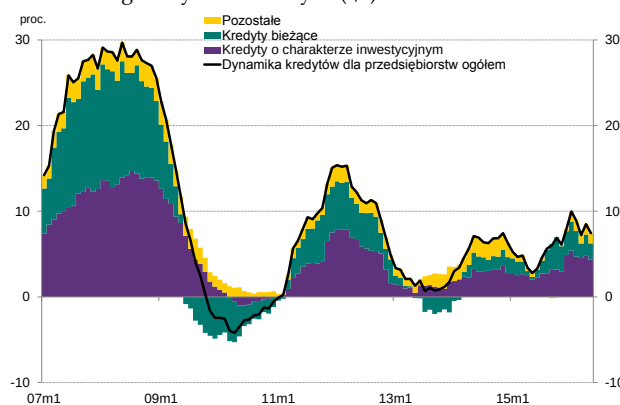
Wykres 2.28 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: Dane NBP.

Do pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych zaliczane są operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorców.

Wykres 2.29 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: Dane NBP.

Do pozostałych kredytów dla przedsiębiorstw zaliczane są m.in. kredyty na zakup papierów wartościowych, kredyty eksportowe lub skupione wierzytelności.

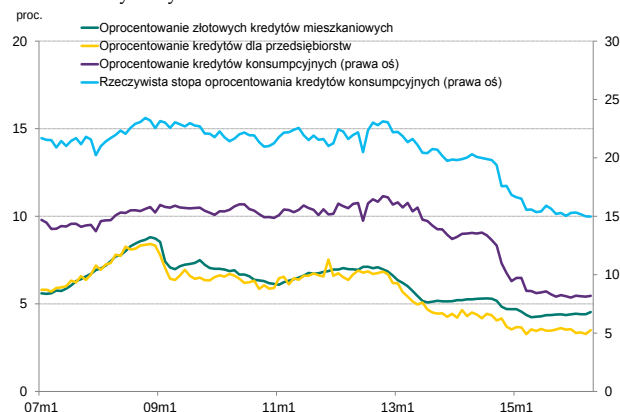
⁴⁰ W niniejszym rozdziale dynamika kredytu dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

⁴¹ Zob. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2016 r.*, NBP.

„Mieszkanie dla Młodych” po jego rozszerzeniu we wrześniu ub.r., przy dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy oraz dobrych nastrojach gospodarstw domowych. Limit przeznaczony na program „Mieszkanie dla Młodych” w br. został jednak wykorzystany⁴². Dodatkowo banki zaostrzyły politykę w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, w szczególności poprzez podniesienie marż dla tej kategorii kredytów⁴³ oraz ponowne obniżenie dopuszczalnej maksymalnej wartości kredytu w relacji do wartości nieruchomości w związku z wymogami Rekomendacji S⁴⁴. W kolejnych kwartałach czynniki te mogą oddziaływać w kierunku ograniczenia dynamiki kredytu mieszkaniowego.

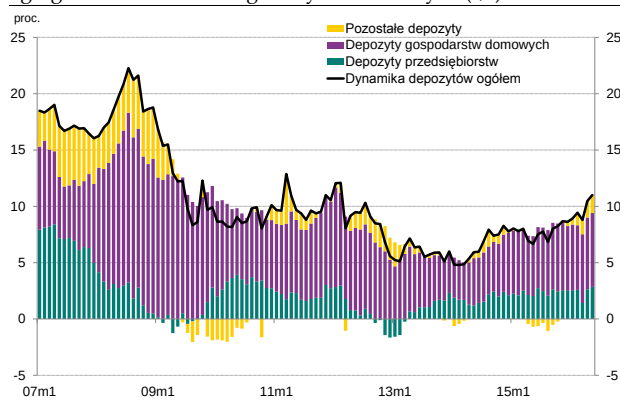
W sektorze przedsiębiorstw przyrost akcji kredytowej w I kw. br. był nieco wyższy niż w poprzednim kwartale (8,7% r/r wobec 7,0% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.29)⁴⁵. Głównym czynnikiem wzrostu zadłużenia firm w tym okresie jest zwiększenie kredytu inwestycyjnego (9,4% r/r). Jednocześnie jednak przedsiębiorstwa coraz częściej wskazują niepewność jako barierę rozwoju, co przekłada się również na deklarowane przez nie mniejsze zainteresowanie kredytem bankowym⁴⁶. Ponadto w ostatnim okresie banki nieznacznie zaostrzyły politykę kredytową w odniesieniu do przedsiębiorstw⁴⁷, co może

Wykres 2.30 Oprocentowanie głównych kategorii nowych umów kredytowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.31 Dynamika depozytów bankowych zaliczanych do agregatu M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: Dane NBP.

⁴²W marcu br. wstrzymano przyjmowanie wniosków dla dopłat zaplanowanych na 2016 r.; https://www.bgk.pl/files/public/uploads/graphics/wstrzymnie_przyjmowania_wnioskow_MdM_2016r.pdf

⁴³ Średnie marże kredytu hipotecznego wzrosły od początku br. o 0,24 pkt proc. do 2,03% w marcu br. (Por. *Raport AMRON-SARFiN 1/2016. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości*, ZBP, maj 2016 r.). Jednocześnie średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych na cele mieszkaniowe wzrosło w tym okresie o 0,13 pkt proc. do 4,53%.

⁴⁴ Zgodnie z wymogami Rekomendacji S Komisji Nadzoru Finansowego, dopuszczalna maksymalna wartości kredytu w relacji do wartości nieruchomości (wskaźnik LtV) jest w ostatnich latach systematycznie zmniejszana. W 2015 r. wartość wskaźnika LtV nie mogła przekroczyć 90%, w 2016 r. – 85%, natomiast w 2017 r. nie będzie mogła być wyższa niż 80%.

⁴⁵ W kwietniu br. dynamika kredytów w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła względem poprzedniego miesiąca (do 8,5% r/r), pozostając jednocześnie na zbliżonym poziomie do średniej dynamiki tej kategorii kredytów w I kw. br. Głównym źródłem przyspieszenia był nieznaczny wzrost dynamiki kredytów bieżących względem poprzedniego miesiąca.

⁴⁶ Odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt istotnie obniżył się w I kw. br.: do 14% wobec 18% w IV kw. ub.r. i 3-letniej średniej na poziomie 19%. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz na II kw. 2016 r.*, NBP, kwiecień 2016 r.

⁴⁷ W ostatnim okresie banki zaostrzyły kryteria kredytów dla dużych przedsiębiorstw, przy jednoczesnym ich nieznacznym złagodzeniu w segmencie MSP oraz zaostrzeniu większości warunków kredytowych w obu tych segmentach kredytów. Według banków zaostrzenie polityki kredytowej wynikało z niepewności dotyczącej oczekiwanej sytuacji kapitałowej banków, związanej

ograniczać wzrost kredytów dla firm w kolejnych kwartałach.

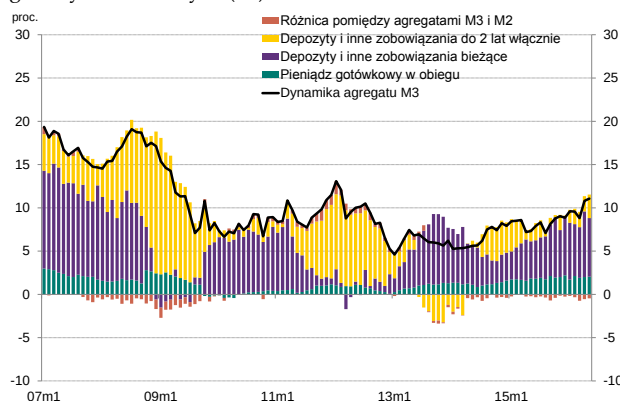
Rosnącej wartości kredytu w gospodarce towarzyszy stopniowe przyspieszanie wzrostu depozytów, którego głównym źródłem – w warunkach korzystnej sytuacji na rynku pracy – pozostają depozyty gospodarstw domowych (Wykres 2.31)⁴⁸. Jednocześnie – wobec niższego niż w poprzednich latach oprocentowania depozytów⁴⁹ – nadal zmienia się struktura terminowa dynamiki szerokiego pieniądza, tj. zwiększa się udział gotówki i depozytów bieżących w tym agregacie, a zmniejsza udział depozytów terminowych (Wykres 2.32). Towarzyszy temu dalsze obniżenie udziału akcji i jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych gospodarstw domowych, do czego w dalszym ciągu mogło przyczyniać się pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych (por. 2.5.1 *Rynki finansowe*).

2.7 Bilans płatniczy

W bilansie płatniczym utrzymują się korzystne tendencje. Saldo obrotów towarowych i usług jest dodatnie, czemu towarzyszy utrzymujące się stabilne finansowanie zagraniczne (fundusze UE i inwestycje bezpośrednie). Jednocześnie w ostatnim kwartale istotnie zmniejszyło się zaangażowanie zagranicznych inwestorów portfelowych na krajowym rynku dłużnych papierów wartościowych.

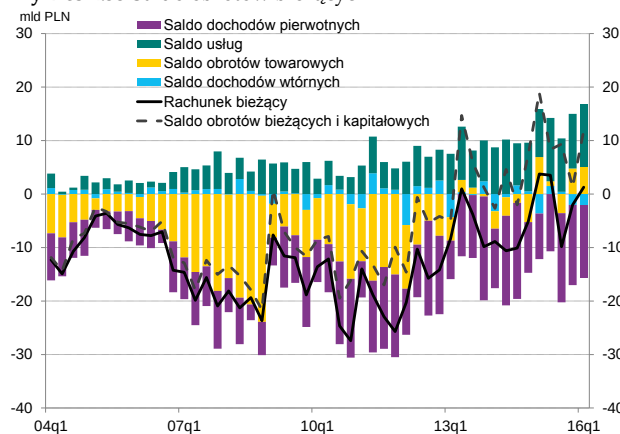
W I kw. br. utrzymała się nadwyżka w wymianie handlowej (por. rozdz. 2.2.5 *Eksport i import*). Jednocześnie dobra sytuacja gospodarcza Polski nadal sprzyja uzyskiwaniu przez zagranicznych

Wykres 2.32 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



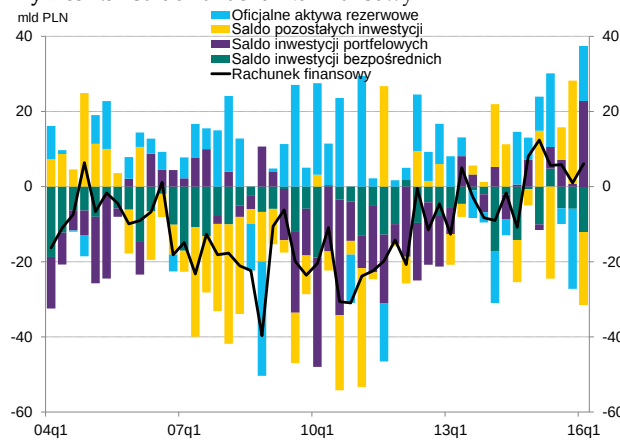
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.33 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.34 Saldo na rachunku finansowym



Źródło: Dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski).

ze zmianami w ich otoczeniu regulacyjnym. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2016 r.*, NBP, kwiecień 2016 r.

⁴⁸ Jednocześnie w kwietniu br. przyspieszyła dynamika depozytów przedsiębiorstw (do 11,4% r/r względem 9,4% r/r w I kw. br.), co było głównym źródłem przyspieszenia dynamiki depozytów ogółem, jak i dynamiki szerokiego pieniądza w tym miesiącu.

⁴⁹ Oprocentowanie nowych umów depozytowych obniżyło się od początku br. zarówno w sektorze przedsiębiorstw (o 0,26 pkt proc.), jak i gospodarstw domowych (o 0,19 pkt proc.).

inwestorów bezpośrednich dochodów, co powoduje ujemne saldo dochodów pierwotnych, które obniża saldo na rachunku bieżącym. W efekcie saldo na rachunku obrotów bieżących było w I kw. br. zbliżone do zera (Wykres 2.33).

Napływ funduszy unijnych przyczynił się do utrzymania dodatniego salda obrotów kapitałowych w I kw. br., choć było ono niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Obniżenie tego salda było związane ze zmniejszeniem napływu funduszy unijnych z perspektywy 2007-2013⁵⁰, które towarzyszyło jedynie stopniowemu napływowi funduszy z perspektywy 2014-2020.

W konsekwencji wystąpienia nadwyżki na łącznym rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w I kw. br. miał miejsce odpływ netto kapitału za granicę (Wykres 2.34). W szczególności obniżyło się zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku obligacji skarbowych. Skala odpływu kapitału była jednak ograniczana przez wzrost zaangażowania w Polsce zagranicznych inwestorów bezpośrednich⁵¹.

W efekcie istotnie dodatniego salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych, relacja tego salda do PKB jest wysoka (w ujęciu czterech kwartałów krocząco; Tabela 2.3). Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB jest jednym z najwyższych od 1995 r. Pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski również utrzymują się na korzystnym poziomie.

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w %, o ile nie zaznaczono inaczej)

	2012	2013	2014	2015				2016
				q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-3,7	-1,3	-2,0	-1,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-1,5	1,0	0,4	1,7	1,9	2,5	2,1	1,7
Saldo obrotów towarowych/PKB	-2,1	-0,1	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	0,5	0,4
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,2	5,3	5,5	5,8	5,6	5,3	5,4
Zadłużenie zagr./PKB	70	70	72	73	74	74	72	71
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-65	-69	-68	-67	-66	-64	-62	-62
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	100	85	109	105	102	103	107	106
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r.	106	94	110	107	104	105	108	108

Źródło: Dane NBP, Ministerstwa Finansów.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

⁵⁰ Pomimo zakończenia wydatkowania środków unijnych z poprzedniej perspektywy finansowej UE (2007-2013) z końcem 2015 r. część tych środków jest nadal rozliczana, a podmioty z nich korzystające będą mogły ubiegać się o zwrot tych środków także w 2017 r. W konsekwencji, napływ funduszy unijnych z perspektywy 2007-2013 będzie nadal zwiększał saldo obrotów kapitałowych w bieżącym i kolejnym roku, choć w znacznie mniejszej skali niż w poprzednich kwartałach.

⁵¹ Dodatkowo na rachunku finansowym rezerwy walutowe NBP istotnie wzrosły, a pozostałe inwestycje spadły. Zmiany te w dużej mierze wynikały z przeprowadzanych przez NBP transakcji repo służących zarządzaniu rezerwami walutowymi, które jednocześnie zwiększały wartość rezerw walutowych i pasywów NBP zawarte w pozycji „pozostałe inwestycje”.

3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2016 r.

Na posiedzeniach w okresie od marca do lipca br. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do czerwca br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 25 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 marca 2016 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą, a także wyników marcowej projekcji inflacji oraz PKB.

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady uznali, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej. Zwracano uwagę, że w głównych gospodarkach rozwiniętych – w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – utrzymuje się stabilny wzrost konsumpcji, związany z kontynuacją poprawy sytuacji na tamtejszych rynkach pracy. Wskazywano jednak, że wzrost PKB w obu gospodarkach jest ograniczany przez niską dynamikę inwestycji i osłabienie wzrostu eksportu. Podkreślano, że do obniżenia dynamiki eksportu, zwłaszcza strefy euro, przyczynia się pogorszenie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, w szczególności w Chinach. Wskazywano dodatkowo na obserwowane w wielu gospodarkach pogorszenie koniunktury w przemyśle i jej znaczne wahania. Osłabienie eksportu i powiązane z tym pogorszenie koniunktury w sektorze przemysłowym jest widoczne także w Niemczech.

Może ono oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki polskiego eksportu i produkcji przemysłowej, co wynika z silnych powiązań polskiego i niemieckiego sektora przemysłowego w ramach tzw. globalnych sieci podaży. Jednocześnie podkreślano, że pomimo osłabienia eksportu w niemieckiej gospodarce utrzymuje się ożywienie, któremu sprzyja wzrost popytu krajowego, częściowo stymulowany przez zwiększone wydatki publiczne.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnich miesiącach istotnie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej. Źródłem tej niepewności jest zarówno ryzyko silniejszego pogorszenia koniunktury w Chinach oraz innych gospodarkach wschodzących, jak i przełożenia tego osłabienia na aktywność w gospodarkach rozwiniętych. W związku z tym podkreślano, że prognozy wzrostu gospodarczego na świecie przez wiele instytucji międzynarodowych zostały obniżone. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że obniżenie tych prognoz mogło wynikać z utrzymującej się od kilkunastu miesięcy tendencji spadkowej cen aktywów na rynkach rozwiniętych i wschodzących.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych i rolnych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – utrzymują się na niskim

poziomie, co pozostaje główną przyczyną niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji na świecie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na czynniki, które mogą oddziaływać w kierunku niskich cen surowców w dłuższym okresie. Podkreślano przy tym m.in. możliwość dalszego obniżenia cen gazu ze względu na sygnały zwiększenia eksportu tego surowca przez niektórych jego producentów. Część członków Rady zwracała z kolei uwagę, że nie można wykluczyć wzrostu cen surowców, w tym ropy naftowej, do czego mogłoby przyczynić się zwiększenie napięć geopolitycznych.

Wskazywano, że niepewność dotycząca gospodarki światowej oddziałuje negatywnie na nastroje na rynkach finansowych. W efekcie w ostatnich miesiącach nastąpił odpływ kapitału z wielu gospodarek wschodzących, co znalazło odzwierciedlenie w spadku cen wielu aktywów w tych krajach oraz deprecjacji ich walut. Zwracano uwagę na wyraźne osłabienie złotego, spadek cen akcji na polskiej giełdzie, a także odpływ kapitału z rynku obligacji skarbowych. Członkowie Rady podkreślali jednak, że w ostatnich tygodniach widoczna była poprawa nastrojów inwestorów, czego efektem była m.in. aprecjacja złotego.

Wskazywano, że w ostatnich miesiącach wzrosło prawdopodobieństwo, iż główne banki centralne będą utrzymywać ekspansywną politykę pieniężną dłużej, niż dotychczas sądzono. W związku z tym zwracano uwagę na ponowne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC, w tym obniżenie stopy depozytowej do bardziej ujemnego poziomu i znaczące zwiększenie skali comiesięcznych zakupów aktywów finansowych. Podkreślano również, że w Stanach Zjednoczonych – mimo podwyższenia stóp procentowych w grudniu ub.r. i zapowiedzi dalszych podwyżek – wzrosła niepewność co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej Fed.

Członkowie Rady wskazywali na możliwe konsekwencje dalszego luzowania monetarnego przez EBC dla polskiej gospodarki. Podkreślano, że może ono oddziaływać w kierunku obniżenia rentowności polskich obligacji skarbowych i umocnienia złotego, choć – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – przez większą część okresu obowiązywania programu zakupu aktywów EBC kurs złotego względem euro był relatywnie stabilny. Część członków Rady zwracała uwagę, że obniżenie stopy depozytowej EBC do bardziej ujemnego poziomu może także stwarzać ryzyko zwiększonego napływu kapitału do polskiego sektora bankowego, choć obecnie trudno ocenić skalę ryzyk z tym związanych.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano, że – pomimo wzrostu zewnętrznych ryzyk – w kraju utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, a w IV kwartale ub.r. dynamika PKB nawet nieznacznie przyspieszyła. Zaznaczano przy tym, że głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostaje popyt krajowy. Zwracano uwagę na nieznaczne przyspieszenie wzrostu inwestycji oraz stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez poprawę na rynku pracy, w tym wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, która znajduje się na najniższym poziomie od 2008 r. Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi popytu konsumpcyjnego sprzyja także poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Popyt inwestycyjny jest natomiast wspierany przez dobrą sytuację finansową firm oraz wyższe od długookresowej średniej wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Podkreślano, że – pomimo osłabienia wzrostu eksportu i wskaźników koniunktury w przemyśle u głównego partnera handlowego Polski – dynamika polskiego eksportu pozostaje dodatnia, a w krajowym sektorze przemysłowym utrzymują się korzystne nastroje. Wskazywano także, iż stabilnemu wzrostowi popytu krajowego sprzyja również umiarkowany wzrost akcji kredytowej,

zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę, że badania ankietowe nie wskazują, by problemy z dostępnością finansowania były istotną przeszkodą przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez polskie przedsiębiorstwa.

Omawiając perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce, zwracano uwagę, że marcowa projekcja PKB przewiduje utrzymanie się stabilnego wzrostu PKB w kolejnych latach. Wskazywano także na prognozowane przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, wspieranego przez rosnące zatrudnienie oraz wzrost dynamiki płac, a także zwiększenie transferów na rzecz gospodarstw domowych związane z wprowadzeniem programu „Rodzina 500+”. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na możliwość przyspieszenia wzrostu inwestycji, któremu miałyby – ich zdaniem – sprzyjać przewidywany w projekcji wzrost dynamiki konsumpcji. Rosnące inwestycje powinny zwiększać zdolności produkcyjne gospodarki, co w średnim okresie będzie łagodzić presję cenową związaną z oczekiwanym zwiększeniem dynamiki popytu konsumpcyjnego. Członkowie ci wskazywali ponadto, że przyspieszenie popytu krajowego może – wobec umiarkowanego wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki – prowadzić do zwiększenia się deficytu na rachunku obrotów bieżących i pogorszenia nierównowagi zewnętrznej.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, wskazywano na wciąż ujemną dynamikę cen, której głównym powodem jest nadal – podobnie jak w innych krajach – spadek cen surowców, który nastąpił w ostatnich kwartałach. W kierunku obniżenia dynamiki CPI oddziałuje dodatkowo niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski. Podkreślano, że niskiej dynamice cen towarów i usług konsumpcyjnych w kraju sprzyja również brak presji płacowej, pomimo wyraźnej poprawy na rynku pracy. Część członków Rady wskazywała przy tym na

utrzymującą się niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali ponadto opinię, że w kierunku niższych cen żywności oddziałuje embargo na eksport towarów żywnościowych do Rosji. Wskazywali oni również na utrzymującą się ujemną dynamikę cen odzieży i obuwia, która może być – ich zdaniem – pogłębiana przez obniżenie popytu zagranicznych konsumentów na te towary, związane m.in. z trwającą w Rosji i Ukrainie recesją i silną deprecjacją ich walut.

Omawiając wyniki marcowej projekcji inflacji, zwracano uwagę, że projekcja ta przewiduje wzrost dynamiki CPI powyżej zera w IV kwartale br. i jej powrót do przedziału odchyień od celu w horyzoncie dwóch lat. Wskazywano jednocześnie na prognozowany systematyczny wzrost inflacji bazowej, wspierany przez przyspieszenie popytu krajowego, a także oczekiwany wzrost dynamiki płac oraz zwiększenie konsumpcji gospodarstw domowych na skutek wprowadzenia programu „Rodzina 500+”. Niektórzy członkowie Rady podkreślali dodatkowo, że efekty silnego spadku cen surowców w II połowie ub.r. i na początku br. powinny stopniowo wygasać, co będzie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji CPI pod koniec horyzontu projekcji. Zdaniem niektórych członków Rady wzrost dynamiki cen związany z przyspieszeniem popytu konsumpcyjnego oraz dobrą sytuacją na rynku pracy może być wyższy niż przewidywany w projekcji.

Dyskutując na temat skutków ujemnej dynamiki CPI w Polsce, część członków Rady wskazywała, że jak dotąd nie widać negatywnych zjawisk związanych z deflacją, w szczególności odkładania wydatków przez gospodarstwa domowe oraz inwestycji przez przedsiębiorstwa. Niektórzy z nich zwracali ponadto uwagę, że ryzyko utrwalenia się deflacji w Polsce jest niskie ze względu na bardzo dobrą sytuację na polskim rynku pracy, której efektem jest stabilny wzrost nominalnych płac. Inni członkowie Rady oceniali z kolei, że wraz z przedłużaniem się

okresu ujemnej dynamiki cen ryzyko odkładania wydatków, zwłaszcza inwestycyjnych finansowanych kredytem, przez podmioty gospodarcze się zwiększa. W związku z tym członkowie Rady uznali, że należy nadal monitorować wpływ niskiej dynamiki cen na zachowania podmiotów gospodarczych.

Dyskutując na temat stóp procentowych w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione na bieżącym posiedzeniu. Członkowie Rady zaznaczali, że obserwowana obecnie niska dynamika cen jest związana głównie z czynnikami znajdującymi się poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej. Natomiast w nadchodzących kwartałach wzrost CPI będzie wspierany przez stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w kraju. Taką ocenę wspiera marcową projekcją inflacji i PKB.

Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Członkowie Rady podkreślali, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca uwarunkowań zewnętrznych Polski, w tym utrzymujące się ryzyko dla światowej koniunktury oraz zmienne nastroje na rynkach finansowych. Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest także utrzymująca się niepewność co do perspektyw polityki fiskalnej po 2016 r. Ponadto członkowie Rady uznali, że decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać ich potencjalny wpływ na stabilność krajowego sektora finansowego.

Większość członków Rady wyrażała także opinię, że w tych warunkach utrzymywanie obecnego poziomu stóp procentowych pozwala zachować przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w razie wystąpienia negatywnych wstrząsów, które miałyby

prowadzić do pogorszenia koniunktury i obniżenia dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali konieczności obniżenia stóp procentowych w przypadku pojawienia się sygnałów negatywnych zjawisk związanych z procesami deflacyjnymi, choć obecnie prawdopodobieństwo ich wystąpienia oceniali jako niskie.

Niektórzy członkowie Rady byli z kolei zdania, że w najbliższych kwartałach uzasadnione może być rozważenie okoliczności zmiany nastawienia polityki pieniężnej. Mogłoby przemawiać za tym pojawienie się presji inflacyjnej, związanej z korzystną sytuacją na rynku pracy i oczekiwanym przyspieszeniem popytu konsumpcyjnego.

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%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 kwietnia 2016 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady ocenili, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Jednocześnie podkreślano, że w gospodarce globalnej utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca przyszłej koniunktury. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze. Oceniono, że utrzymujący się w tej strefie wzrost zatrudnienia i płac, a także rosnąca produkcja przemysłowa i pewna poprawa wskaźników koniunktury, sygnalizują prawdopodobne utrzymanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego także w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do sytuacji w Stanach Zjednoczonych zwracano uwagę, że koniunktura w tym kraju pozostaje relatywnie korzystna.

Jednocześnie zaznaczano, że napływające w ostatnim okresie dane utrudniają jednoznaczną ocenę perspektyw aktywności w tej gospodarce. Podkreślano, że czynnikiem niepewności dla przyszłej koniunktury w krajach rozwiniętych – zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i w strefie euro – pozostaje skala osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz jego przełożenie na gospodarki rozwinięte. W tym kontekście wskazywano na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach, o czym świadczy obniżająca się dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz silny spadek eksportu. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na nieznaczne ożywienie inwestycji w tej gospodarce w ostatnim czasie, które może być związane z luzowaniem polityki gospodarczej i sygnalizować zmniejszenie ryzyka istotnego spadku dynamiki PKB w Chinach w kolejnych kwartałach. Odnosząc się do koniunktury pozostałych gospodarek wschodzących, członkowie Rady podkreślali, że w Rosji i Brazylii trwa recesja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że czynnikiem ryzyka dla poprawy koniunktury w gospodarce rosyjskiej oraz dla stabilności jej finansów publicznych może być ewentualny dalszy spadek cen surowców energetycznych oraz zaprzestanie importu tych surowców przez niektórych ich odbiorców. Z kolei na perspektywy wzrostu gospodarki brazylijskiej negatywnie oddziałuje pogłębiający się tam kryzys polityczny.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych członkowie Rady wskazywali, że pomimo ich nieznacznego wzrostu w ostatnich dwóch miesiącach, utrzymują się one na niskim poziomie. Oceniano, że niskie ceny surowców pozostają główną przyczyną bardzo niskiej dynamiki cen na świecie. Jednocześnie wskazywano na istotną zmienność cen surowców w ostatnim czasie oraz niepewność co do ich kształtowania się w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady wyrażali

opinię, że w kolejnych miesiącach ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, mogą ponownie się obniżyć. Wśród czynników mogących negatywnie wpływać na ceny wskazywano wzrost podaży ropy naftowej związany ze zniesieniem sankcji na eksport z Iranu przy braku znaczącego obniżenia jej produkcji w Stanach Zjednoczonych, a także możliwy wzrost eksportu surowców energetycznych z Rosji. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym czasie możliwy jest wzrost cen ropy naftowej w sytuacji uzgodnienia przez kraje OPEC i Rosję limitów wydobycia tego surowca.

Wskazywano, że wzrost cen surowców oraz pewne osłabienie obaw o koniunkturę na świecie przyczyniło się do poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. W efekcie wzrosły ceny wielu aktywów finansowych, w tym ceny akcji i kursy walutowe gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że poprawa sentymentu rynkowego jest przejściowa i nie da się wykluczyć ponownego spadku cen akcji na giełdach światowych w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej za granicą wskazywano, że niektóre banki centralne w Europie obniżyły w ostatnim okresie stopy procentowe. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obecnie trudno ocenić skuteczność dalszego luzowania polityki pieniężnej, szczególnie biorąc pod uwagę zewnętrzny charakter szoków powodujących deflację. Jednocześnie oceniono, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się niepewność co do dalszych decyzji Rezerwy Federalnej, choć w ocenie tamtejszego banku centralnego oraz rynków finansowych prawdopodobne są podwyżki stóp w kolejnych kwartałach. W związku z tym wskazywano na ryzyka związane z wycofywaniem się z silnej dotąd stymulacji monetarnej.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce, podkreślano utrzymujący się od kilku kwartałów

stabilny wzrost gospodarczy. Część członków Rady oceniła, że napływające dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej sygnalizują, że dynamika PKB w I kw. br. mogła być nieznacznie niższa niż w poprzednim kwartale, choć nadal pozostała relatywnie wysoka. Wskazywano, że wzrost aktywności jest w dalszym ciągu kreowany głównie przez popyt krajowy. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego sprzyja wzrost zatrudnienia oraz poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Popyt inwestycyjny jest natomiast wspierany przez dobrą sytuację finansową firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz relatywnie korzystne perspektywy popytu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo osłabienia popytu zagranicznego Polska osiąga nadwyżkę w handlu towarami, czemu sprzyja wysoka – mimo pewnej aprecjacji złotego w ostatnim okresie – konkurencyjność cenowa polskiego eksportu. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że występowanie nadwyżki w handlu wynika po części ze spadku cen surowców na rynkach światowych. Zwracano uwagę, że utrzymującej się dobrej koniunkturze w gospodarce realnej towarzyszy stabilny wzrost akcji kredytowej, w tym pewne przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na postępujący wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, która jest obecnie zbliżona do poziomu sprzed kryzysu. Podkreślano, że mimo to dynamika przeciętnych nominalnych wynagrodzeń w gospodarce jest umiarkowana. Przyczynia się to do utrzymywania się niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że poziom wynagrodzeń uzyskiwany przez największą liczbę pracowników jest istotnie niższy od średniej i w ostatnich kilku latach rósł wolniej niż przeciętne wynagrodzenia. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dobra sytuacja na rynku pracy znajduje

odzwierciedlenie w relatywnie wysokiej dynamice funduszu płac, który jest istotny dla dynamiki zagregowanego popytu.

Omawiając perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach prawdopodobnie utrzyma się stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB może nawet wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem wspierającym wzrost popytu konsumpcyjnego będzie dalsze zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikające zarówno z postępującego wzrostu zatrudnienia i płac nominalnych jak również uruchomienia programu Rodzina 500+. Z kolei postępujący wzrost konsumpcji, poprawiający perspektywy sprzedaży firm, może – w opinii niektórych członków Rady – przyczynić się do przyspieszenia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że skłonność firm do inwestowania może być ograniczana przez utrzymującą się podwyższoną niepewność co do perspektyw koniunktury i uwarunkowań działalności firm. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy będą prowadziły do stopniowego domykania się luki popytowej i zbliżania się obserwowanej stopy bezrobocia do stopy równowagi, tzw. stopy NAWRU, co powinno przyczynić się do wzrostu krajowej presji popytowej.

Analizując procesy cenowe w Polsce, członkowie Rady dyskutowali na temat metodologii obliczania i właściwości poszczególnych miar inflacji, rozważając w szczególności wpływ zmian struktury koszyka CPI na dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Członkowie Rady analizowali także kształtowanie się cen poszczególnych kategorii towarów i usług, i dyskutowali nad możliwymi przyczynami długotrwałego spadku cen niektórych z tych kategorii.

Odnosząc się do bieżących danych, członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen pozostaje ujemna. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że do utrzymywania się deflacji przyczyniają się nadal głównie czynniki zewnętrzne – w tym wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych – a więc znajdujące się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że negatywne oddziaływanie czynników zewnętrznych na ceny krajowe jest na tyle silne, że przyczyniło się do spadku dynamiki wskaźników inflacji bazowej poniżej zera. Zaznaczono jednak, że czynniki te obniżają przede wszystkim ceny towarów, podczas gdy dynamika cen usług pozostaje dodatnia. Jednocześnie podkreślano, że nadal nie ma presji płacowej w gospodarce.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W szczególności podkreślano, że nie przyczynia się ona do odkładania w czasie zakupów przez gospodarstwa domowe, ani inwestycji przez przedsiębiorstwa. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że choć oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych kształtują się na bardzo niskim poziomie, to gospodarstwa domowe nie dostrzegają spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że przedłużający się okres deflacji może zwiększać ryzyko trwałego odkotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych, co mogłoby z kolei negatywnie oddziaływać na efektywność polityki pieniężnej w przyszłości.

Członkowie Rady zaznaczali, że pod koniec bieżącego roku oczekiwany jest powrót dynamiki cen do dodatniego poziomu. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynić się będzie rosnący popyt konsumpcyjny dodatkowo wspierany przez program „Rodzina 500+”, a także oczekiwany wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy wynikający z postępującej poprawy sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady wskazywali

natomiast, że negatywnie na dynamikę cen w kolejnych kwartałach oddziaływać może – oczekiwany przez tych członków Rady – dalszy spadek cen surowców energetycznych na świecie, a także aprecjacja złotego obniżająca ceny towarów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę na pewne umocnienie złotego w ostatnich miesiącach, do którego przyczyniło się m.in. luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w średnim okresie wzrost dynamiki cen może być także ograniczany przez wzrost zdolności wytwórczych w gospodarce wynikający z realizowanych projektów inwestycyjnych.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych w gospodarce, część członków Rady oceniała, że oprocentowanie kredytów dla firm jest obecnie stosunkowo niskie. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że koszt kredytu nie jest czynnikiem ograniczającym dynamikę akcji kredytowej. Jednocześnie inni członkowie Rady zwracali uwagę, że niski poziom stóp procentowych może zmniejszać popyt gospodarstw domowych na instrumenty długoterminowego oszczędzania i – tym samym – ograniczać rozwój krajowego rynku finansowego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP członkowie Rady uznali, że na obecnym posiedzeniu powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne, a deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W efekcie niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych przy oczekiwanym wzroście dynamiki cen w ciągu roku będzie prowadziła do obniżania się realnych stóp procentowych. Członkowie Rady oceniali, że

w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Część członków Rady wskazywała dodatkowo na potrzebę uwzględniania wpływu poziomu stóp procentowych na ryzyko dla stabilności finansowej.

Członkowie Rady ocenili, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano na niepewność co do perspektyw polityki fiskalnej w 2017 r., obawy o osłabienie światowej koniunktury oraz ryzyko zaburzeń na rynkach finansowych związanych m.in. z ewentualną decyzją Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej. Zdaniem niektórych członków Rady stabilizacja stóp procentowych, która – wobec luzowania polityki pieniężnej przez banki centralne w otoczeniu polskiej gospodarki – przyczynia się do wzrostu dysparytetu stóp krajowych wobec zagranicznych może zmniejszyć wrażliwość polskich aktywów i kursu walutowego na ewentualny wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych i pogorszenie nastrojów inwestorów.

Członkowie Rady argumentowali także, że stabilizacja stóp procentowych pozwala na zachowanie przestrzeni dla ich dostosowań w przypadku wystąpienia szoków wpływających negatywnie na krajową koniunkturę i procesy cenowe. Większość członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, a także pogłębienia się deflacji. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że przy obecnym poziomie stóp procentowych – gdyby ich obniżki okazały się konieczne – możliwe byłoby ewentualne silniejsze dostosowanie stóp.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali z kolei opinię, że biorąc pod uwagę relatywnie wysoką dynamikę PKB i korzystne perspektywy wzrostu

gospodarczego, wspierane dodatkowo przez zmniejszenie restrykcyjności polityki fiskalnej, w najbliższych kwartałach uzasadnione będzie raczej utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie, a nawet może być wskazane rozważenie okoliczności zmiany nastawienia polityki pieniężnej.

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 6 maja 2016 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Dyskutując na temat koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany i utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. Zwracano uwagę na obniżenie prognoz dynamiki globalnego PKB przez niektóre instytucje międzynarodowe. Podkreślano, że wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. br. po raz kolejny spowolnił. Oceniano, że spowolnienie wzrostu amerykańskiej gospodarki może wywierać zarówno bezpośredni, jak i pośredni wpływ na aktywność gospodarczą w innych krajach na świecie, w tym w Polsce. Zwracano jednocześnie uwagę na stabilny wzrost PKB w strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski. Wskazywano także na czynniki obniżające dynamikę aktywności w tej gospodarce: pewne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w ostatnim okresie oraz nieznaczny spadek eksportu strefy euro na początku br. spowodowany osłabieniem koniunktury w krajach rozwijających się, zwłaszcza w Chinach. Podkreślano, że choć w ostatnim okresie niektóre prognozy wzrostu PKB w Chinach zostały nieznacznie podwyższone, to

nadal wskazują one na kontynuację stopniowego spowolnienia gospodarczego w tym kraju w najbliższych latach.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych za granicą, zwracano uwagę, że dynamika cen w wielu krajach na świecie pozostaje niska, a w niektórych gospodarkach, w tym w strefie euro, jest ujemna. Podkreślano, że wynika to głównie z niskich – pomimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach – cen surowców na rynkach światowych, a także umiarkowanego wzrostu globalnej aktywności gospodarczej. Wskazywano także na obniżenie prognoz inflacji w wielu krajach w ostatnim okresie.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, zwracano uwagę na zrewidowane dane o rachunkach narodowych za lata 2014-15, wskazujące na wyższy niż wcześniej szacowano wzrost PKB w IV kw. ub.r. Podkreślano jednak, że szacunki wzrostu gospodarczego dla poprzednich kwartałów zostały obniżone, a wzrost PKB w całym 2015 r. pozostał niezmienny. Oceniano, że w I kw. br. dynamika PKB najprawdopodobniej się obniżyła. Wskazywano na wyraźne spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także na pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej w marcu br., choć niektórzy członkowie Rady argumentowali przy tym, że wskaźniki te mogły być zaburzone przez niekorzystny układ dni roboczych. Zwracano również uwagę na pogorszenie nastrojów w polskim przemyśle, w tym na obniżenie wskaźnika nowych zamówień w tym sektorze, które może wskazywać na utrzymanie niskiego wzrostu produkcji przemysłowej w Polsce w kolejnych miesiącach.

Członkowie Rady oceniali, że spowolnienie wzrostu gospodarczego na początku br. było prawdopodobnie przejściowe. W kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna nieco przyspieszyć, choć – jak podkreślała część członków Rady – możliwość silnego wzrostu PKB jest

ograniczana przez umiarkowaną dynamikę aktywności gospodarczej za granicą.

Głównym czynnikiem wzrostu dynamiki PKB w Polsce w kolejnych kwartałach powinna być rosnąca dynamika konsumpcji, wspierana przez kontynuację ożywienia na rynku pracy, dalszą poprawę nastrojów gospodarstw domowych, stabilny wzrost kredytu konsumpcyjnego oraz zwiększenie świadczeń wychowawczych związane z uruchomieniem programu „Rodzina 500+”. Dodatkowo wzrost PKB prawdopodobnie będzie także wspierany przez rosnące inwestycje przedsiębiorstw, którym sprzyja dobra sytuacja finansowa firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych i wzrost kredytów inwestycyjnych. Wskazywano, że czynnikiem niepewności dla dynamiki inwestycji jest tempo wydatkowania środków z nowej perspektywy finansowej UE.

Omawiając procesy cenotwórcze, wskazywano na utrzymywanie się deflacji, która w dużej mierze jest związana z wcześniejszym silnym spadkiem cen surowców na rynkach światowych, przy niskiej dynamice cen w otoczeniu polskiej gospodarki i utrzymującej się ujemnej krajowej łuce popytowej. Podkreślano również, że niskie ceny energii, będące konsekwencją wcześniejszego spadku cen surowców, przyczyniają się do obniżenia cen innych towarów i usług, co przekłada się na ujemną dynamikę wskaźników inflacji bazowej. Wskazywano, że w gospodarce nie ma obecnie presji kosztowej. Zwracano uwagę, że – pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy – wzrost płac pozostaje umiarkowany, a dynamika PPI jest ujemna od czterech lat. Część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika PPI po wyłączeniu dóbr związanych z energią jest wyższa od dynamiki PPI i zbliżona do zera.

Członkowie Rady oceniali, że choć deflacja utrzymuje się w polskiej gospodarce od dłuższego czasu, to nie wywiera ona jak dotąd negatywnego

wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W szczególności dostępne dane nie wskazują na odkładanie w czasie zakupów przez gospodarstwa domowe ani zmniejszenie inwestycji przez przedsiębiorstwa ze względu na niską dynamikę cen. Część członków Rady wyrażała jednak opinię, że obserwowana obecnie dynamika inwestycji jest relatywnie niska, biorąc pod uwagę wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz perspektywy dalszej poprawy koniunktury gospodarczej w Polsce, co może sugerować negatywny wpływ deflacji na oczekiwaną rentowność przedsiębiorstw. Członkowie Rady uznali, że należy w dalszym ciągu obserwować wpływ deflacji na sytuację finansową i zachowania podmiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen konsumpcyjnych, członkowie Rady oceniali, że deflacja utrzyma się w najbliższych kwartałach, do czego przyczyniać się będzie głównie nadal ujemna roczna dynamika cen energii. Jednak wraz z wygasaniem wpływu tego czynnika, a także wobec oczekiwanego utrzymania stabilnego wzrostu gospodarczego i poprawiającej się sytuacji na rynku pracy dynamika cen konsumpcyjnych powinna stopniowo rosnąć. Część członków Rady argumentowała również, że czynnikiem ryzyka dla dynamiki cen konsumpcyjnych jest brak przyspieszenia wzrostu płac mimo spadającego bezrobocia. Ponadto część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla dynamiki cen pozostaje możliwość pogorszenia się koniunktury za granicą, które mogłoby negatywnie wpłynąć na krajowy wzrost gospodarczy, a przez to na presję popytową. Zdaniem niektórych członków Rady nie można wykluczyć znaczącego wzrostu cen surowców na rynkach światowych w kolejnych kwartałach, co mogłoby doprowadzić do wyraźnego wzrostu inflacji w Polsce, nawet przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki aktywności gospodarczej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że na obecnym posiedzeniu powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne, a deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Część członków Rady wskazywała dodatkowo na potrzebę uwzględniania wpływu poziomu stóp procentowych na stabilność finansową, zwracając przy tym uwagę na podwyższoną zmienność na krajowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady wyrazili także opinię, że istotnym czynnikiem, który powinien być uwzględniany w decyzjach o poziomie stóp procentowych jest także wzrost ekspansywności polityki fiskalnej w bieżącym roku.

Członkowie Rady oceniali, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano na obawy dotyczące osłabienia światowej koniunktury oraz ryzyko zaburzeń na rynkach finansowych związanych m.in. z ewentualną decyzją Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej. Członkowie Rady argumentowali, że stabilizacja stóp procentowych pozwala na zachowanie przestrzeni do ich dostosowań w przypadku wystąpienia szoków wpływających negatywnie na krajową koniunkturę i procesy cenowe. Część członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, pogłębienia się deflacji lub pojawienia się sygnałów wskazujących, że wywiera ona negatywny wpływ na zachowania podmiotów gospodarczych. Niektórzy z nich

wskazywali, że obniżenie stóp procentowych stanowiłoby pozytywny impuls do wzrostu gospodarczego w Polsce, w tym do zwiększenia wydatków inwestycyjnych. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że wobec podwyższonej niepewności przełożenie niższych stóp procentowych na dynamikę wydatków inwestycyjnych może być ograniczone.

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 8 czerwca 2016 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Analizując koniunkturę za granicą wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany i utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. W strefie euro dynamika PKB w I kw. wzrosła, jednak oceniano, że przyspieszenie to było prawdopodobnie przejściowe. Na wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro nadal negatywnie oddziałuje bowiem słaba koniunktura w krajach rozwijających się. Podkreślano jednocześnie, że mimo tych niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych w ostatnich miesiącach wyraźnie poprawiła się koniunktura w sektorze eksportowym Niemiec, będących najważniejszym partnerem handlowym Polski. Poprawa ta – wraz z dalszym ożywieniem niemieckiego popytu wewnętrznego – przyczyniła się do przyspieszenia wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się czynniki niepewności dla koniunktury gospodarczej i sytuacji politycznej w krajach strefy euro oraz pozostałych gospodarkach UE. Wśród

czynników tych wymieniano ewentualną decyzję Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej, rozwój sytuacji politycznej we Francji i Hiszpanii, możliwe ponowne nasilenie problemów z zadłużeniem Grecji oraz kryzys imigracyjny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na niepewność dotyczącą skuteczności działań EBC w zakresie pobudzenia aktywności gospodarczej w strefie euro.

Członkowie Rady wskazywali, że w Stanach Zjednoczonych oczekiwany jest dalszy, umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej wspierany głównie przez rosnącą konsumpcję. Jednocześnie zwracano uwagę, że ostatnie informacje z rynku pracy oraz sektora usługowego mogą sygnalizować, że perspektywy tej gospodarki są gorsze niż wcześniej oceniano. W efekcie utrzymuje się niepewność co do terminu dalszych podwyżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną.

Odnosząc się do koniunktury w głównych gospodarkach wschodzących, wskazywano, że w Chinach ostatnie dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz inwestycjach sygnalizują dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej. Z kolei w Rosji – według tamtejszych danych o rachunkach narodowych – zmniejszyła się skala spadku PKB w I kw. br. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że pozytywnie na perspektywy tej gospodarki wpływają wyższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, choć wpływ ten może być ograniczany przez zapowiadane przez niektóre kraje europejskie zmniejszenie importu tych surowców z Rosji.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – pozostają wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Niskie ceny surowców wraz z umiarkowaną aktywnością gospodarczą na świecie są główną przyczyną utrzymywania się

dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach na bardzo niskim poziomie.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwrócili uwagę na obniżenie dynamiki PKB w I kw. br. Członkowie Rady zaznaczyli, że główną przyczyną spowolnienia wzrostu gospodarczego był spadek nakładów brutto na środki trwałe, w tym także osłabienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Obniżenie inwestycji wynikało częściowo z zakończenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych w ramach poprzedniej perspektywy budżetowej oraz efektów statystycznych związanych z realizacją w I kw. ub.r. dużych inwestycji w sektorze energetycznym. Część członków Rady oceniła, że do wyhamowania inwestycji przedsiębiorstw mogła się przyczynić niepewność dotycząca przyszłych uwarunkowań prowadzenia ich działalności, skłaniająca firmy do odkładania projektów inwestycyjnych w czasie. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że negatywnie na dynamikę PKB w I kw. br. oddziaływało pewne osłabienie dynamiki eksportu. Inni członkowie Rady oceniali, że spowolnienie PKB mogło po części odzwierciedlać relatywnie niską dynamikę aktywności gospodarczej w marcu br. związaną z niższą niż rok wcześniej liczbą dni roboczych w tym miesiącu.

Podkreślano, że wzrost PKB w I kw. był wspierany głównie przez stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego, a także zwiększenie zapasów. Rosnącej konsumpcji sprzyjała w szczególności bardzo dobra sytuacja na krajowym rynku pracy, odzwierciedlona w rekordowo wysokim zatrudnieniu oraz historycznie niskiej stopie bezrobocia. W tym kontekście część członków Rady oceniła, że poziom zatrudnienia może być nawet wyższy niż wskazują oficjalne statystyki ze względu na znaczną liczbę pracowników z Ukrainy nieujętych w tych statystykach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi zatrudnienia sprzyja rosnąca aktywność zawodowa

osób starszych oraz wydłużający się okres utrzymywania zatrudnienia przez osoby w wieku emerytalnym. Z kolei inni członkowie Rady oceniali, że wzrost zatrudnienia w ostatnich miesiącach mógł po części wynikać z oskładkowania umów cywilnoprawnych prowadzącego do zmian formy zatrudnienia części pracowników. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że choć średnia stopa bezrobocia w Polsce jest niska, to w niektórych częściach kraju bezrobocie pozostaje stosunkowo wysokie.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej większość członków Rady oceniała, że spadek dynamiki PKB w I kw. br. był przejściowy. Część członków Rady wskazywała, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien przyspieszyć, choć będzie prawdopodobnie nieco niższy niż oczekiwano w marcowej projekcji. Natomiast zdaniem niektórych członków Rady, dynamikę PKB może w najbliższych kwartałach ograniczać niska dynamika inwestycji związana częściowo z niepewnością dotyczącą przyszłej koniunktury. Z kolei inni członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB już w II kw. może wyraźnie wzrosnąć i być wyższa od prognoz. W tym kontekście wskazywali oni na znaczne przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy w kwietniu. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie wysokiej dynamice PKB w kolejnych kwartałach powinno sprzyjać przyspieszenie wzrostu konsumpcji wspierane przez kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz uruchomienie wypłat świadczeń z Programu „Rodzina 500plus”. Część członków Rady oceniła, że również perspektywy inwestycji pozostają stosunkowo korzystne. Wskazywali oni na wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm i ich dobrą sytuację finansową, a także prawdopodobne rozpoczęcie wydatkowania środków z nowej perspektywy budżetowej UE w II połowie br. Zaznaczano, że do

wzrostu dynamiki inwestycji może się przyczynić ewentualne uruchomienie zapowiadanego rządowego programu wspierania inwestycji, choć istnieje niepewność dotycząca kształtu i momentu jego wprowadzenia. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi domknięcie luki popytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że jednoznaczna ocena perspektyw koniunktury w kolejnych kwartałach jest utrudniona ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą otoczenia polskiej gospodarki oraz perspektyw inwestycji.

Analizując procesy cenowe w Polsce, zwracano uwagę, że dynamika cen pozostaje ujemna. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że do utrzymywania się deflacji przyczyniają się przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii niektórych członków Rady ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych mogą także oddziaływać zmiany strukturalne w handlu detalicznym, tj. rosnący udział sklepów dyskontowych w tym rynku. Wskazywano, że w gospodarce nie ma obecnie presji kosztowej. Zwracano uwagę, że dynamika PPI jest nadal ujemna, jednak ceny producenta po wyłączeniu dóbr związanych z energią są już wyższe niż rok temu. Utrzymywaniu się niskiej dynamiki PPI sprzyja nadal umiarkowany – pomimo bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy – wzrost wynagrodzeń. W opinii niektórych członków Rady czynnikiem ograniczającym dynamikę płac w gospodarce jest stosunkowo duża liczba pracowników z Ukrainy – otrzymujących prawdopodobnie relatywnie niskie wynagrodzenia – zatrudnionych na polskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że pomimo umiarkowanego tempa wzrostu płac zwiększa się ich udział w kosztach operacyjnych przedsiębiorstw.

Większość członków Rady oceniła, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że choć oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych kształtują się na bardzo niskim poziomie, to gospodarstwa domowe nie dostrzegają spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych i nie odkładają w czasie zakupów. Podkreślano także, że spadek cen nie przyczynił się dotychczas do obniżenia rentowności przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że utrzymująca się deflacja może być jednym z czynników odpowiadających za spadek dynamiki inwestycji firm. Członkowie ci ocenili, że w warunkach spadku cen rośnie niepewność dotycząca przyszłej rentowności sprzedaży, co ogranicza skłonność przedsiębiorstw do rozpoczynania projektów inwestycyjnych. Członkowie Rady uznali, że należy w dalszym ciągu obserwować wpływ deflacji na sytuację finansową i decyzje podmiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen, członkowie Rady oceniali, że choć w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna, to pod koniec bieżącego roku powinna być dodatnia, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobnie powróci w pobliże dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen – oprócz wygasania efektów wcześniejszych silnych spadków cen surowców na rynkach światowych – przyczyniać się będzie prognozowane przyspieszenie wzrostu płac oraz zwiększenie świadczeń społecznych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyraźne przyspieszenie płac w kwietniu może być sygnałem pojawienia się pewnej presji płacowej w gospodarce. Wyrażali oni również opinię, że przyspieszenie wzrostu konsumpcji i zwiększenie jej wkładu do wzrostu PKB może przyczynić się do silniejszej reakcji cen na zmiany zachodzące w gospodarce.

realnej i szybszego od oczekiwań wzrostu dynamiki CPI. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrost dynamiki płac w kwietniu mógł być związany z przesunięciami premii w górnictwie, a dane za I kw. dotyczące całej gospodarki nie wskazują na wzrost presji płacowej.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że pomimo stabilizacji stóp procentowych NBP oprocentowanie kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw nieznacznie wzrosło w ostatnim miesiącu. Jednocześnie w poprzednich miesiącach nieco obniżyło się oprocentowanie depozytów oferowane tym podmiotom. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo to wzrost depozytów przedsiębiorstw pozostał relatywnie wysoki, co – w opinii tych członków Rady – może być związane z preferowaniem przez firmy bezpiecznych form lokowania środków finansowych w warunkach podwyższonej niepewności. Jednocześnie przyspieszył wzrost depozytów gospodarstw domowych. Zaznaczano jednak, że towarzyszył temu spadek dynamiki środków lokowanych w bardziej ryzykowne formy inwestowania i – łącznie – spowolnienie wzrostu aktywów gospodarstw domowych ogółem.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się bowiem głównie czynniki zewnętrzne. Jednocześnie deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Ponadto ujemnej dynamice cen towarzyszy nadal relatywnie dobra koniunktura oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce

zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Członkowie Rady oceniali, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Członkowie Rady argumentowali, że stabilizacja stóp procentowych pozwala także zachować przestrzeń do ich dostosowań w przypadku wystąpienia szoków wpływających negatywnie na krajową koniunkturę i procesy cenowe. Część członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, pogłębienia się deflacji lub pojawienia się sygnałów wskazujących, że wywiera ona negatywny wpływ na zachowania podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie stóp procentowych sprzyjałoby wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Inni członkowie Rady ocenili natomiast, że obniżenie stóp procentowych może mieć ograniczony wpływ na ożywienie akcji inwestycyjnej, a ewentualny wzrost inwestycji może prowadzić do uruchamiania projektów o niskiej oczekiwanej rentowności. Część członków Rady zaznaczała, że decyzja Rady powinna także uwzględniać wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego sektora finansowego.

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%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 lipca 2016 r.

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%.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca przyszłej koniunktury w gospodarce globalnej, związana dodatkowo z konsekwencjami referendum dotyczącego opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Wynik tego referendum przyczynił się do wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, co znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursów walut i spadku cen aktywów w wielu gospodarkach.

W strefie euro – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w krajach rozwijających się – trwa niewielkie ożywienie. Czynnikiem ryzyka dla koniunktury w tej strefie jest przewidywane osłabienie wzrostu w Wielkiej Brytanii. W Stanach Zjednoczonych utrzymuje się umiarkowany wzrost gospodarczy, jednak obserwowane w ostatnich miesiącach osłabienie poprawy sytuacji na rynku pracy utrudnia ocenę przyszłej koniunktury w tym kraju. W Chinach tempo wzrostu prawdopodobnie nadal maleje, a Rosja i Brazylia pozostają w recesji.

Ceny ropy naftowej oraz wielu innych surowców na rynkach światowych – pomimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach – pozostają wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Niskie ceny surowców wraz z umiarkowaną aktywnością gospodarczą na świecie są główną przyczyną utrzymywania się dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach na bardzo niskim poziomie.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. W Stanach Zjednoczonych dane z rynków finansowych sugerują opóźnienie dalszych podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie wzrosła niepewność dotycząca kolejnych decyzji Rezerwy Federalnej.

W Polsce napływające dane wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej,

po obniżeniu dynamiki PKB w I kw. br. Na krajową koniunkturę korzystnie wpływa relatywnie szybki wzrost funduszu płac i korzystne nastroje konsumentów, a także dobra sytuacja finansowa firm oraz wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Towarzyszy temu stabilny wzrost kredytu dla sektora niefinansowego. Na wzrost dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będą oddziaływały wypłaty środków z Programu „Rodzina 500plus” zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest niepewność dotycząca koniunktury za granicą, w tym skutków referendum dotyczącego wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Ze względu na ujemną lukę popytową, a także umiarkowaną dynamikę przeciętnych nominalnych wynagrodzeń, w gospodarce nie ma obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Do spadku cen przyczyniają się nadal głównie czynniki zewnętrzne, w szczególności wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Towarzyszą temu niskie oczekiwania inflacyjne. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

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 24 czerwca 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-0,9 \div -0,3\%$ w 2016 r. (wobec $-0,9 \div 0,2\%$ w projekcji z marca 2016 r.), $0,3 - 2,2\%$ w 2017 r. (wobec $0,2 - 2,3\%$) oraz $0,3 - 2,6\%$ w 2018 r. (wobec $0,4 - 2,8\%$). Natomiast roczne tempo

wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,6 – 3,8% w 2016 r. (wobec 3,0 – 4,5% w projekcji z marca 2016 r.), 2,4 – 4,5% w 2017 r. (wobec 2,6 – 4,8%) oraz 2,1 – 4,3% w 2018 r. (wobec 2,1 – 4,4%).

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie, po przejściowym spowolnieniu dynamiki PKB na początku roku, w kolejnych kwartałach oczekiwane jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie popyt konsumpcyjny wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym

przyspieszeniem wzrostu płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Źródłem niepewności dla gospodarki – w tym dla kształtowania się cen – pozostaje ryzyko pogorszenia globalnej koniunktury zwiększane przez niepewność dotyczącą skutków referendum w Wielkiej Brytanii oraz wahania cen surowców.

Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2016 r.*

4 Projekcja inflacji i PKB

Projekcja 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 Generalny Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁵². Projekcja 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. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2016 r. do IV kw. 2018 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2016 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 24 czerwca 2016 r.

⁵² 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

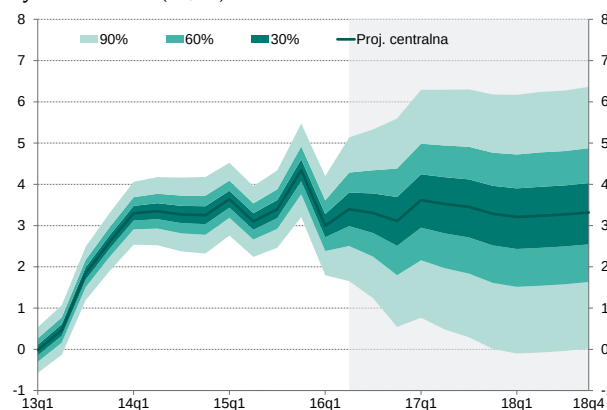
Po wyraźnym obniżeniu dynamiki PKB w Polsce w I kw. br., w kolejnych kwartałach nastąpi stopniowe przyspieszenie wzrostu, do czego przyczyni się zwiększenie wydatków gospodarstw domowych. Skalę ożywienia będzie natomiast ograniczać wolno rosnący popyt w gospodarce europejskiej.

Wzrostowi konsumpcji indywidualnej w całym horyzoncie projekcji będzie sprzyjała dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki wynagrodzeń oraz stopniowym dalszym spadku stopy bezrobocia. W latach 2016-2017 tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych zwiększać będzie także wzrost świadczeń wychowawczych wynikających z programu „Rodzina 500 plus”. Korzystnie na wzrost popytu konsumpcyjnego wpłynie także niski poziom stóp procentowych oraz poprawa oczekiwań gospodarstw domowych.

Obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej, powiązane m.in. z wynikiem referendum w Wielkiej Brytanii, będzie oddziaływało w kierunku osłabienia popytu inwestycyjnego w Polsce i dynamiki obrotów w handlu zagranicznym. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB nie powinien jednak zmienić się istotnie. Natomiast na zmniejszenie dynamiki inwestycji wpłynie także spadek napływu funduszy unijnych związany z zakończeniem wykorzystania środków unijnych z perspektywy 2007-2013 (podczas gdy absorpcja środków z perspektywy 2014-2020 będzie następować stopniowo).

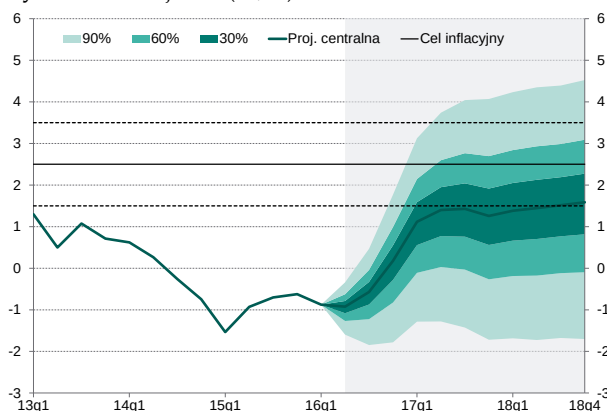
Przyjęta w projekcji ścieżka wzrostu gospodarczego oznacza stopniowe domykanie się ujemnej obecnie luki popytowej, która na koniec

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

horyzontu projekcji osiągnie poziom $-0,1\%$ potencjalnego PKB. Takie kształtowanie się luki popytowej wskazuje na utrzymujący się w najbliższych latach brak presji popytowej w gospodarce, a tym samym ograniczony wpływ ożywienia w kraju na zmiany inflacji.

W horyzoncie projekcji oczekuje się również jedynie umiarkowanego wzrostu cen importu, za czym przemawia prognozowany niski poziom cen surowców na rynkach światowych oraz ograniczona presja inflacyjna w strefie euro. Skalę wzrostu presji kosztowej w gospodarce ograniczać będzie również prognozowany niski wzrost jednostkowych kosztów pracy. Takie kształtowanie się determinant popytowych i kosztowych cen konsumenta wskazuje na jedynie stopniowy wzrost inflacji, która do końca 2018 r. pozostanie na poziomie niższym niż cel inflacyjny NBP.

W największym stopniu niepewność bieżącej projekcji determinowana jest przez rozwój sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki. Utrzymująca się przez dłuższy czas podwyższona niepewność na globalnych rynkach finansowych, powiązana m.in. z decyzją Wielkiej Brytanii o opuszczeniu Unii Europejskiej, może wpływać negatywnie na nastroje konsumentów i przedsiębiorców, przyczyniając się do spowolnienia w gospodarce światowej.

Z drugiej strony nie można wykluczyć mocniejszego względem obecnych oczekiwań oddziaływania na gospodarkę strefy euro prowadzonego przez EBC skupu obligacji oraz realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej. W takim scenariuszu, zwłaszcza jeżeli proces wychodzenia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej następowałby w sposób kontrolowany, popyt inwestycyjny w większym niż obecnie stopniu mógłby wspomagać wzrost

gospodarczy w strefie euro, co pozwoliłoby szybciej wejść tej gospodarce w fazę ożywienia.

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest również przyszły kształt polityki fiskalnej. W przypadku podjęcia przez rząd działań nakierowanych na ograniczenie wzrostu deficytu w latach 2017-2018, wynikającego między innymi z realizacji programu „Rodzina 500 plus”, oczekiwać można zarówno wzrostu obciążeń podatkowych, jak również ograniczenia wydatków. Choć nie jest znany scenariusz dostosowań fiskalnych, to w przypadku wzrostu obciążeń podatkowych, w szczególności rezygnacji z obniżenia stawki VAT, zmiany te oddziaływałyby w kierunku wyższych niż w scenariuszu bazowym cen konsumenta oraz niższej dynamiki PKB.

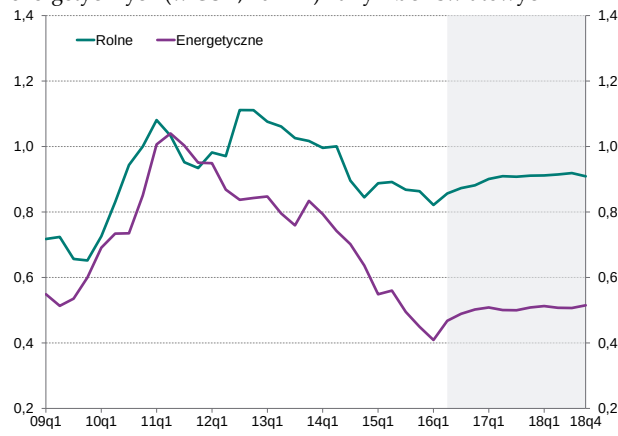
Możliwy rozwój sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazuje na nieco większe ryzyko ukształtowania się inflacji CPI i dynamiki PKB poniżej ścieżek tych kategorii w scenariuszu centralnym projekcji, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1; Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

Wyniki referendum w Wielkiej Brytanii dotyczące wyjścia tego kraju z Unii Europejskiej przyczyniły się do nieznacznej rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym Polski.

Decyzja obywateli Wielkiej Brytanii o rezygnacji z członkostwa w Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*) wywołała wzrost niepewności na światowych rynkach finansowych, pogorszyły się także oczekiwania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W konsekwencji obniżeniu uległy prognozy wzrostu gospodarki brytyjskiej, skorygowano również, choć w mniejszej skali, ścieżkę PKB dla strefy euro. Negatywny szok,

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

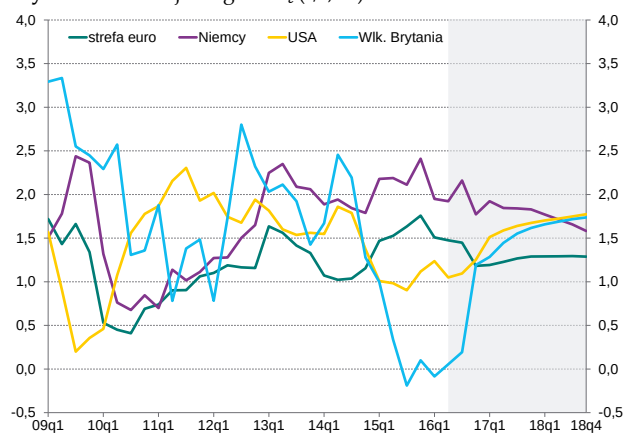
wywołany wynikiem referendum w Wielkiej Brytanii, będzie łagodzony przez osłabienie funta, poprawiające konkurencyjność cenową brytyjskiego eksportu.

Uwzględniając wpływ rezultatu brytyjskiego referendum, bieżąca projekcja zakłada, że dynamika PKB w strefie euro będzie się kształtować w najbliższych latach na poziomie nieco niższym niż w ubiegłym roku (Wykres 4.5). Głównym źródłem wzrostu pozostanie popyt wewnętrzny, a wpierać go będzie również stopniowe zwiększanie się ekspansywności polityki fiskalnej w krajach strefy. Wzrostowi wydatków gospodarstw domowych będzie sprzyjać poprawa sytuacji na rynku pracy, wpływająca na zwiększenie dochodów do dyspozycji, oraz przyrost kredytu konsumpcyjnego. Tym niemniej, stopniowy wzrost inflacji, może przyczynić się do osłabienia dynamiki spożycia indywidualnego w latach 2017-2018. W horyzoncie projekcji spodziewane jest przy tym utrzymanie umiarkowanego tempa wzrostu inwestycji w strefie euro.

Czynnikiem podtrzymującym koniunkturę w gospodarce europejskiej będzie kontynuacja akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC. Wzrost PKB w strefie euro w 2016 r. będzie podwyższać również stopniowe zwiększanie ekspansywności polityki fiskalnej, realizowane m.in. w formie obniżania w kilku krajach strefy podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenie społeczne, a także w formie wzrostu wydatków w związku z napływem uchodźców, jak ma to miejsce w Niemczech.

Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych pozostanie popyt konsumpcyjny, któremu będzie sprzyjać dalszy wzrost zatrudnienia (Wykres 4.5). Dodatkowym czynnikiem, wspierającym popyt wewnętrzny, będzie poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz dobra koniunktura na rynku

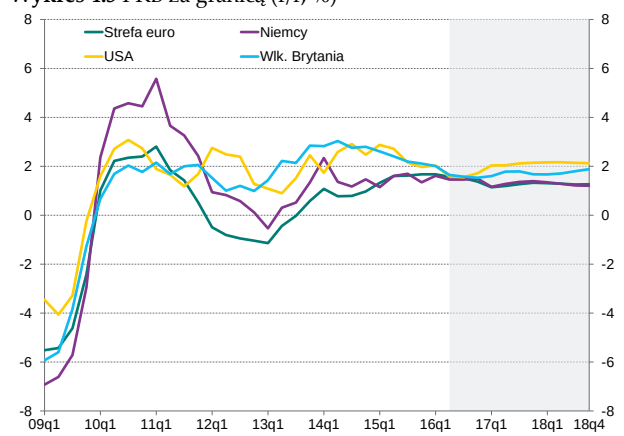
Wykres 4.4 Inflacja za granicą (r/r, %)



Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

Wykres 4.5 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

nieruchomości. Wzrostowi zatrudnienia towarzyszy jednak niska dynamika wydajności pracy, co w dłuższej perspektywie będzie obniżać tempo wzrostu w gospodarce amerykańskiej. Czynnikiem obniżającym wzrost może okazać się również dalsze umocnienie dolara, jak również zmaterializowanie się ryzyka silnego spadku cen aktywów, który pogorszyłby nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (Wykres 4.6).

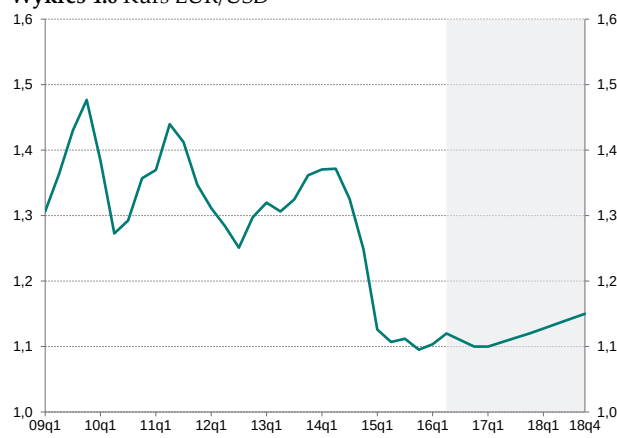
Po dynamicznych wzrostach od początku br. oczekiwana jest stabilizacja cen ropy naftowej na rynkach światowych. Za takim scenariuszem przemawiają głównie uwarunkowania podażowe ropy, przy jedynie stopniowym ożywieniu światowego popytu.

Zakłócenia w wydobyciu ropy naftowej, które wpłynęły na cenę tego surowca w ostatnim okresie, mają charakter tymczasowy i zaczną w horyzoncie projekcji wygasać. Dla kształtowania się ceny ropy istotne znaczenie ma polityka krajów zrzeszonych w OPEC. Wobec braku porozumienia w sprawie działań nakierowanych na zwiększenie cen ropy naftowej, należy oczekiwać utrzymania wysokiego poziomu jej wydobycia w krajach OPEC. Wpływ na cenę ropy będzie miało również zniesienie sankcji nałożonych przez USA i UE na eksport ropy z Iranu.

Wzrost wydobycia w krajach OPEC będzie jednak w znacznym stopniu kompensowany przez pogłębiające się spadki produkcji ropy naftowej w USA. Dotyczy to przede wszystkim zmniejszenia wydobycia ze złóż łupkowych charakteryzujących się krótkimi horyzontami inwestycyjnymi oraz wyższymi kosztami eksploatacji. W wyniku powyższych uwarunkowań światowe zapasy ropy naftowej, znajdujące się obecnie na historycznie wysokim poziomie, w najbliższych kwartałach będą nadal rosły, choć wolniej niż w ostatnim okresie.

Relatywnie niskie ceny ropy naftowej ograniczają

Wykres 4.6 Kurs EUR/USD



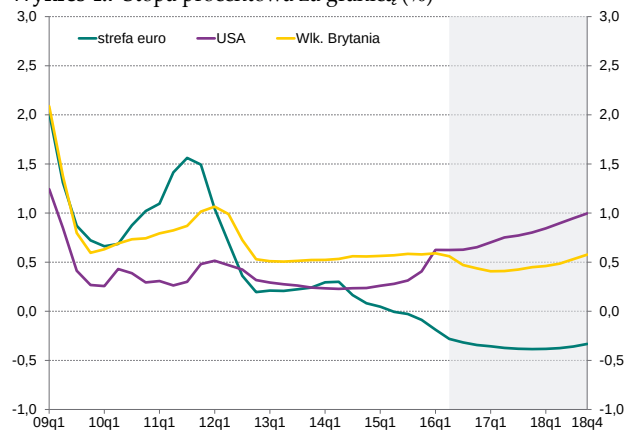
Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

dynamikę wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych, będących w dużym stopniu substytutami w produkcji energii. W rezultacie w najbliższych latach ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą utrzymywać się na umiarkowanym poziomie (choć powyżej założeń z poprzedniej rundy progностycznej, Wykres 4.3), pozostając czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w gospodarce światowej.

Uwarunkowania podażowe oraz pogorszenie koniunktury w części krajów wschodzących stanowią przesłanki dla prognozy utrzymania się cen surowców rolnych na rynkach światowych na relatywnie niskim poziomie, zbliżonym do oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej (Wykres 4.3). W szczególności oczekuje się wysokich zbiorów zbóż, w tym pszenicy, czemu sprzyjają korzystne warunki agrometeorologiczne w większości regionów świata. Ponadto na rynku europejskim będzie utrzymywała się wysoka podaż wieprzowiny i to pomimo niskiej opłacalności jej produkcji. W latach 2017-2018, wraz ze stopniowym równoważeniem się podaży i popytu na produkty rolne, spodziewany jest niewielki wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych.

Utrzymanie się niskiego poziomu cen surowców energetycznych będzie głównym czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski (Wykres 4.4). Jednocześnie nieznaczne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej może spowodować dalsze przesunięcie w czasie podwyżek stóp procentowych przez banki centralne. Rynki finansowe oczekują, że w tym roku Rezerwa Federalna nie dokona podwyżki stóp procentowych, Bank Anglii obniży stopy o 0,25 pkt proc., natomiast EBC utrzyma stopy na obecnym poziomie co najmniej do końca horyzontu bieżącej projekcji (Wykres 4.7).

Wykres 4.7 Stopa procentowa za granicą (%)



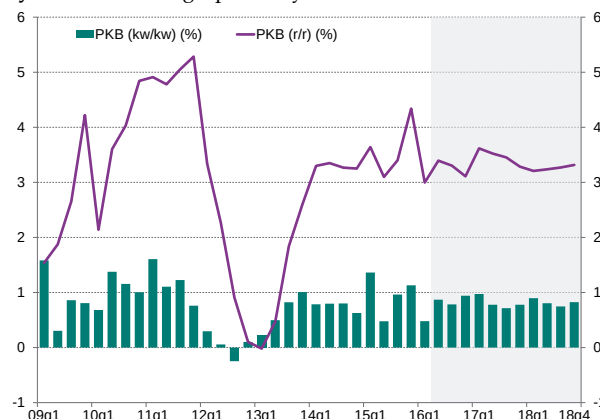
Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018

Dynamika PKB w Polsce, po jej istotnym obniżeniu się w I kw. br., w kolejnych kwartałach zaczęła stopniowo rosnąć, do czego przyczyni się przyspieszenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, związane m.in. z wprowadzeniem świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Od drugiej połowy 2017 r., po wygaśnięciu wpływu tego czynnika na ścieżkę spożycia indywidualnego, wzrost gospodarczy obniży się i ustabilizuje na poziomie zbliżonym do 3,3% r/r (Wykres 4.8). Głównym motorem wzrostu PKB w horyzoncie projekcji pozostanie konsumpcja, zmniejszy się natomiast w stosunku do lat ubiegłych pozytywny wkład nakładów brutto na środki trwałe. Krajowy wzrost gospodarczy, poza świadczeniami wychowawczymi, będzie wspierany przez wzrost dochodów do dyspozycji związany ze wzrostem płac, niskie ceny surowców energetycznych oraz historycznie niski poziom stóp procentowych. Nakłady inwestycyjne będą natomiast ograniczane przez spadek napływu funduszy unijnych przeznaczonych na inwestycje w najbliższych latach. W kierunku obniżenia tempa wzrostu będą oddziaływać także obawy o pogorszenie się koniunktury w gospodarce światowej.

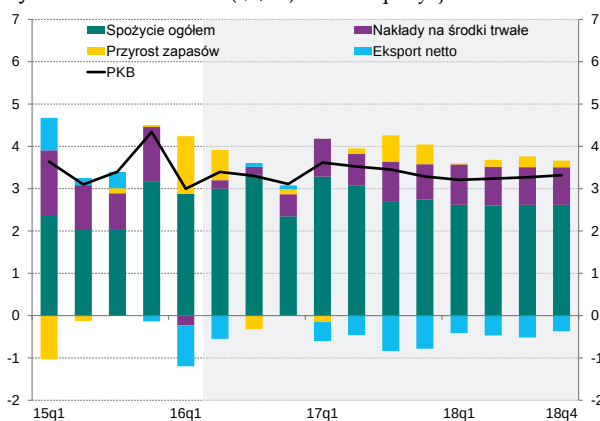
Spadek cen konsumenta, rozpoczęty w III kw. 2014 r., zakończy się w IV kw. br., a w dalszym horyzoncie projekcji oczekuje się stopniowego wzrostu inflacji (Wykres 4.10). Kształtowanie się kosztowych determinant inflacji, jak również utrzymujący się brak presji popytowej wskazują, że dynamika CPI pozostanie do końca 2018 r. na poziomie niższym niż cel inflacyjny NBP. Skalę wzrostu inflacji będzie ograniczać jedynie stopniowe zawężanie się ujemnej luki popytowej. Także ceny importu będą rosły w umiarkowanym

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



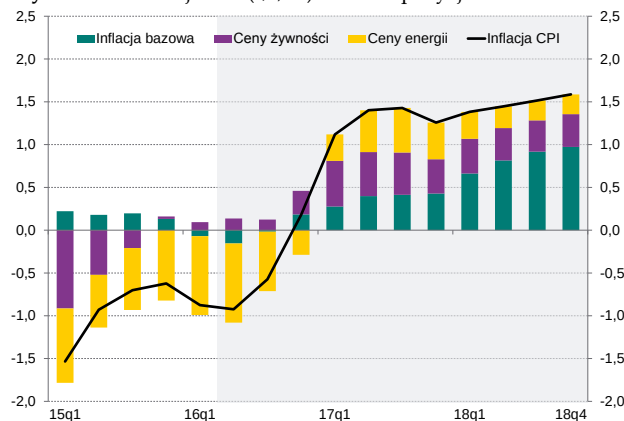
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



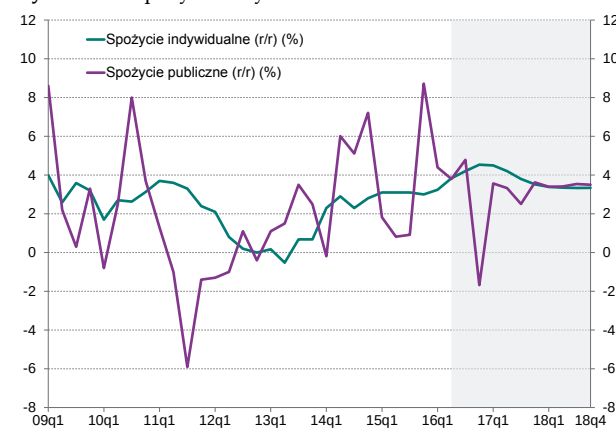
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

tempie, za czym przemawia prognozowany niski poziom cen surowców na rynkach światowych oraz niska presja inflacyjna w strefie euro. Wzrost presji kosztowej w gospodarce będzie ograniczany również przez wolno rosnące jednostkowe koszty pracy.

Popyt krajowy

Wzrost konsumpcji indywidualnej (Wykres 4.11) w całym horyzoncie projekcji będzie wspierany przez prognozowane przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń i spadek stopy bezrobocia. Od kwietnia wprowadzono świadczenia wychowawcze w ramach programu „Rodzina 500 plus”, co prowadzi do dodatkowego podniesienia dochodów do dyspozycji ludności. Świadczenia te, ze względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania ścieżki konsumpcji, będą z pewnym opóźnieniem przekładać się na wzrost wydatków gospodarstw domowych. W wyniku oddziaływania powyższych czynników dynamika spożycia indywidualnego w horyzoncie projekcji ukształtuje się na średnim poziomie 3,8%. Tym samym przekraczać będzie wieloletnią średnią, w największym stopniu w latach 2016-2017, gdy na kształtowanie się dynamiki konsumpcji istotnie wpływać będą zwiększone transfery. W ślad za wzrostem dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych spodziewana jest dalsza poprawa nastrojów konsumentów – badania ankietowe GUS wskazują na systematycznie z kwartału na kwartał słabnące obawy przed wzrostem bezrobocia oraz optymistyczne oceny ich przyszłej sytuacji finansowej⁵³. Gospodarstwa domowe w większym stopniu niż dotychczas mogą być zatem skłonne do finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem, co ułatwiać będą dodatkowo niskie stopy procentowe wpływające korzystnie na koszt zobowiązań gospodarstw domowych. Wyniki

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

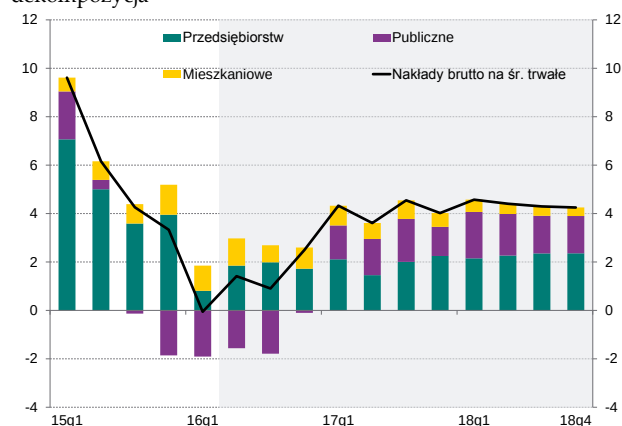
⁵³ Koniunktura konsumencka – czerwiec 2016 r., GUS.

ankiety NBP o sytuacji na rynku kredytowym⁵⁴ wskazują przy tym, że wprowadzony podatek od niektórych instytucji finansowych nie wpłynął istotnie na dostępność kredytów konsumpcyjnych – w I kw. br. nastąpiło nawet pewne złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów, a w II kw. br. oczekiwano ich dalszej poprawy. Dostępne do kwietnia br. dane o nowo podpisywanych umowach kredytowych wskazują również, że banki w niewielkim stopniu przerzuciły koszt podatku na klientów, zmniejszyły natomiast średnie oprocentowanie depozytów. Dane te wskazują zatem, że przynajmniej w krótkim horyzoncie projekcji negatywne oddziaływanie podatku od niektórych instytucji finansowych na spożycie gospodarstw domowych będzie ograniczone.

Tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji spowolni względem poziomu odnotowanego w latach 2014-2015 (Wykres 4.12). W 2016 r. przyczyni się do tego szczególnie zmniejszona absorpcja funduszy z perspektywy finansowej UE 2007-2013, przy jedynie stopniowym napływie środków z perspektywy 2014-2020. Świadczy o tym liczba nowo podpisywanych umów na wykorzystanie funduszy UE – do końca maja br. podpisano umowy na 1,7% całej alokacji środków na inwestycje przedsiębiorstw na lata 2014-2020.

Firmy sygnalizują również wysoką niepewność dotyczącą skali oczekiwanego wzrostu podatków⁵⁵. Pogorszeniu uległy także prognozy wzrostu dla gospodarek europejskich, co ma negatywny wpływ na perspektywy popytu na polski eksport. Czynniki te mogą przyczynić się do opóźniania decyzji o podjęciu nowych inwestycji pomimo wysokiego poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁴ Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2016 r., NBP

⁵⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP.

Z drugiej strony, dostępne dane o średnim oprocentowaniu umów bankowych do kwietnia br. wskazują, że po wprowadzeniu w lutym br. podatku od niektórych instytucji finansowych banki próbują rekompensować swoje straty finansowe raczej obniżeniem oprocentowania depozytów dla przedsiębiorstw. Tym samym podatek ten w niewielkim jak dotąd stopniu przekłada się na dostępność kredytu dla przedsiębiorstw. Jednocześnie blisko połowa inwestorów finansuje nowe przedsięwzięcia ze środków własnych⁵⁶, co ułatwia ich dobra sytuacja finansowa⁵⁷. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie się korzystnej sytuacji finansowej firm, którą wspierać będą niskie ceny surowców energetycznych, obniżające koszty ich funkcjonowania i pozwalające utrzymać relatywnie wysoką opłacalność produkcji, pomimo utrzymującej się niskiej dynamiki cen.

W horyzoncie projekcji inwestycje mieszkaniowe będą wspierane przez dobrą sytuację na rynku pracy. Wpływa ona korzystnie na nastroje konsumentów, zwiększając ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań. Finansowanie zakupu mieszkania ułatwia również rządowy program „Mieszkanie dla Młodych”, choć jego wpływ na inwestycje zmniejszył się, od kiedy programem objęte zostały również mieszkania na rynku wtórnym. Pozytywny wpływ na inwestycje mieszkaniowe rosnących dochodów gospodarstw domowych zmniejszają natomiast zmiany instytucjonalne ograniczające dostępność kredytu. Od początku 2016 r. kolejny raz zaostrzone zostały kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych, jako efekt wprowadzonej w 2014 r. nowelizacji Rekomendacji S. Dodatkowo, inaczej niż w przypadku pozostałych kategorii kredytów, banki uwzględniły już w części podatek od niektórych

⁵⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP.

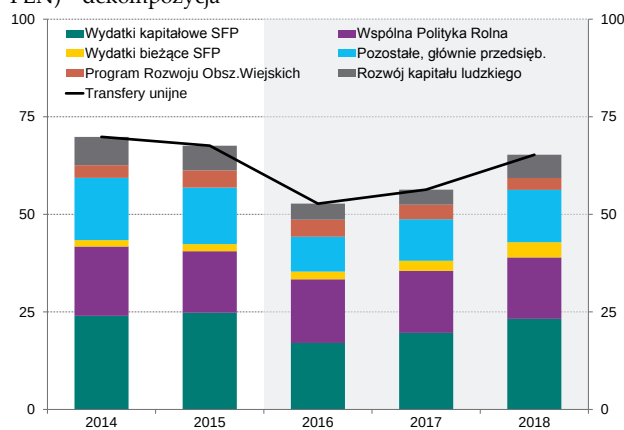
⁵⁷ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2015 r., NBP.

instytucji finansowych w oprocentowaniu nowo oferowanych kredytów hipotecznych, co może być związane z relatywnie niższą marżą dla tego produktu.

W 2016 r. oczekiwane jest obniżenie dynamiki spożycia publicznego. Wynika ono z zapisów Ustawy Budżetowej na rok 2016, która przewiduje niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz brak podwyżek wynagrodzeń nauczycieli i wykładowców akademickich. Ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach, w dłuższym horyzoncie projekcji zakładana jest neutralna polityka fiskalna, co oznacza przyspieszenie tempa wzrostu spożycia publicznego w porównaniu do 2016 r.

Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego, powiązane jest z absorpcją funduszy kapitałowych UE. W 2016 r. nastąpi spadek nakładów związany z zakończeniem wykorzystania środków unijnych z perspektywy 2007-2013, a dotychczasowe doświadczenia wskazują, że absorpcja środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowała stopniowo (Wykres 4.13). Potwierdzają to nowo opublikowane przez Ministerstwo Rozwoju szczegółowe dane o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych oraz o wnioskach beneficjentów o płatności do certyfikacji. Oczekiwany w 2016 r. wyraźny spadek inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków UE widoczny jest również w danych o wydatkach jednostek samorządu terytorialnego w I kw. 2016 r. W kolejnych latach oczekiwany jest wzrost inwestycji publicznych, na co złożą się w szczególności projekty realizowane przez jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów regionalnych, jak również inwestycje

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



Źródło: Obliczenia NBP.

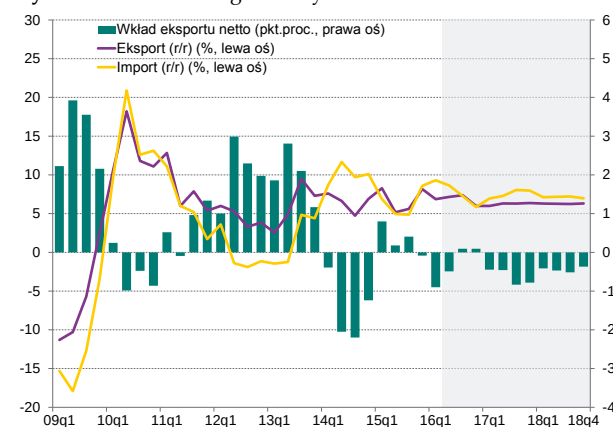
transportowe.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W horyzoncie projekcji oczekuje się, że dynamika polskiego eksportu obniży się (Wykres 4.14), do czego przyczyni się możliwe zmniejszenie prognozowanego tempa wzrostu gospodarek europejskich, będące następstwem m.in. wyników referendum w Wielkiej Brytanii. Dodatkowo, negatywny wpływ na prognozę eksportu będzie miała niekorzystna koniunktura w gospodarkach wschodzących (kontynuacja spowolnienia w Chinach, recesja w Rosji i Brazylii). Wpływ ten jednak – ze względu na relatywnie niewielki udział tych państw w obrotach handlowych Polski (zarówno bezpośredni, jak i pośredni poprzez udział Polski w globalnych sieciach podaży) – nie będzie znaczący. Negatywny efekt niższego popytu za granicą łagodzić będzie wysoka konkurencyjność cenowa oraz opłacalność polskiego eksportu, która pozwala zachować wysoką rentowność eksporterów. Jednocześnie, ze względu na oczekiwany wzrost konsumpcji w tempie wyższym od wieloletniej średniej, w horyzoncie projekcji można oczekiwać relatywnie silnego wzrostu importu. W konsekwencji wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB.

W 2015 r. saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ukształtowało się na rekordowo wysokim poziomie 2,1% PKB, do czego przyczyniła się poprawa relacji cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15), związana w dużym stopniu ze spadkiem cen surowców energetycznych. Obok dodatniego salda handlowego, w ubiegłym roku odnotowano również pozytywne saldo dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego, obejmujące znaczną część funduszy z UE oraz przekazy zarobków z zagranicy. Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pogarsza ujemne saldo dochodów

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

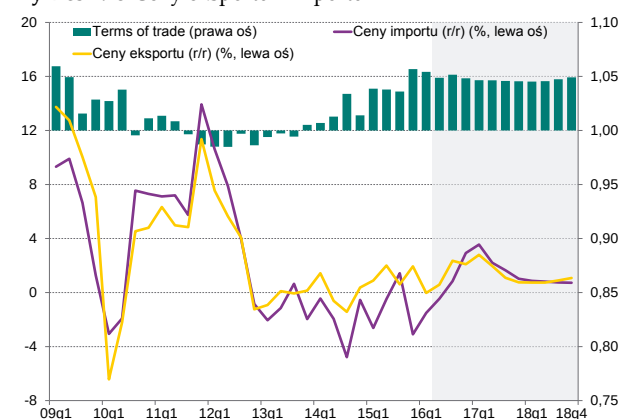
pierwotnych, zmniejszając w części pozytywny wkład pozostałych składowych (zarówno w roku ubiegłym jak i horyzoncie projekcji). Ujemne saldo dochodów pierwotnych jest wynikiem wysokich dochodów z zainwestowanego w Polsce zagranicznego kapitału bezpośredniego i portfelowego (w postaci papierów dłużnych i udziałowych). W horyzoncie projekcji oczekiwany jest stopniowy spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego z obecnego, rekordowego poziomu, będący następstwem zmniejszenia się pozytywnego bilansu handlowego. Do końca 2018 r. saldo to pozostanie jednak dodatnie. W najbliższych latach obniżyć się może również, choć skala tego spadku będzie prawdopodobnie nieznaczna, wielkość przekazów zarobków z zagranicy, jako następstwo powrotu części emigrantów z Wielkiej Brytanii w związku z planowanym wyjściem tego kraju ze struktur Unii Europejskiej.

Produkt potencjalny

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji ulega niewielkiemu przyspieszeniu, z 2,8% r/r do 3,1% r/r. Do końca 2018 r. będzie się ono kształtować zatem na poziomie niższym od wieloletniej średniej, po wyraźnym obniżeniu w następstwie światowego kryzysu finansowego. Przy utrzymującym się spadku zasobu siły roboczej oraz obniżeniu dynamiki kapitału, na niewielkie przyspieszenie dynamiki potencjalnego PKB złożą się wyższe tempo wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) oraz spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.16).

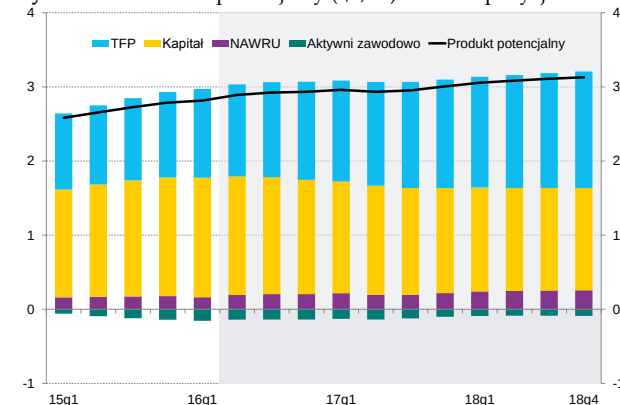
Wzrost TFP jest wynikiem kontynuacji w horyzoncie projekcji procesu konwergencji realnej polskiej gospodarki. Począwszy od II połowy 2013 r. obserwowany jest bowiem umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki łącznej wydajności czynników produkcji. Dynamika TFP do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Obliczenia NBP.

do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Pozytywnie na dynamikę potencjalnego PKB wpływa obniżająca się w całym horyzoncie projekcji stopa bezrobocia równowagi NAWRU (Wykres 4.19). Przyczynia się do tego osłabienie wcześniejszego zjawiska histerezy, postępujące wraz z systematycznym obniżaniem się obserwowanej stopy bezrobocia. Spadkowi stopy bezrobocia równowagi w horyzoncie projekcji będzie również sprzyjać relatywnie wysoka elastyczność krajowego rynku pracy. Badania NBP wskazują, że w ostatnich latach reakcja zatrudnienia na szoki popytowe jest silniejsza niż w przeszłości⁵⁸. Do spadku stopy bezrobocia równowagi przyczynia się najprawdopodobniej także stale rosnąca liczba imigrantów z Ukrainy.

Pozytywny wpływ powyższych czynników na potencjał krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji jest częściowo ograniczany zmniejszaniem się zasobu siły roboczej (Wykres 4.16). Wynika ono z kontynuacji negatywnych tendencji demograficznych obserwowanych w Polsce, tj. zmniejszania się liczebności roczników wchodzących na rynek pracy oraz wzrostu udziału osób w wieku poprodukcyjnym. Czynnikiem w części ograniczającym niekorzystny trend demograficzny może być natomiast ewentualny powrót do kraju tych emigrantów, którzy nie deklarują chęci pozostania w Wielkiej Brytanii na stałe, co może stanowić następstwo wyników referendum dotyczącego wyjścia tego kraju z Unii Europejskiej. Negatywny wpływ tendencji demograficznych na podaż pracy będzie również łagodzony wzrostem aktywności osób w wieku przedemerytalnym. Wzrost ten związany jest z reformą systemu emerytalnego, w wyniku której od początku 2013 r. systematycznie podwyższany

⁵⁸ Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2015, NBP.

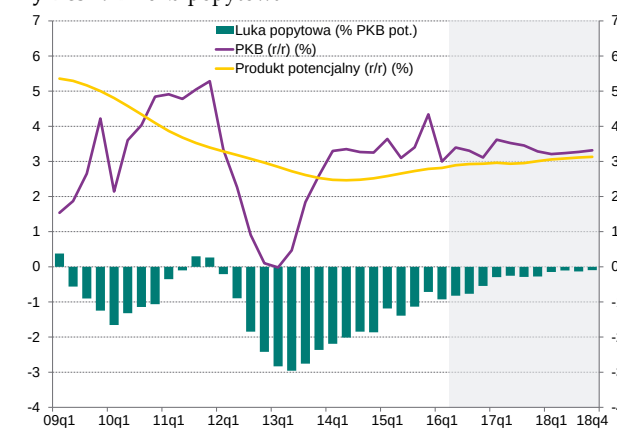
jest wiek emerytalny⁵⁹. Z drugiej jednak strony aktywność obniżyć może wzrost świadczeń wychowawczych związanych z programem „Rodzina 500 plus”. Wyższe transfery zwiększają bowiem koszt alternatywny podjęcia zatrudnienia, w konsekwencji zniechęcając do poszukiwania i podjęcia pracy osoby o niskim dochodzie. W krótkim okresie oddziałują one zatem w kierunku zarówno spadku stopy aktywności zawodowej, jak i wzrostu naturalnej stopy bezrobocia.

Nieznacznie negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego polskiej gospodarki w horyzoncie projekcji oddziałuje obniżenie tempa wzrostu kapitału produkcyjnego, będące konsekwencją ograniczenia, w szczególności w bieżącym roku, dynamiki wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego i publicznego.

Luka popytowa

Począwszy od II poł. 2013 r., wraz z wejściem gospodarki polskiej w okres ożywienia przy relatywnie niskim wzroście produktu potencjalnego, ujemna luka popytowa zaczęła się zawężać (Wykres 4.17). Po przejściowym rozszerzeniu się luki w I kw. br., będącym następstwem spowolnienia dynamiki obserwowanego PKB, proces ten będzie kontynuowany, do czego przyczyni się impuls fiskalny związany ze wzrostem świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Ze względu jednak na nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu za granicą luka popytowa do końca 2018 r. pozostanie ujemna, osiągając na koniec horyzontu projekcji poziom -0,1% potencjalnego PKB. Takie kształtowanie się luki popytowej wskazuje na utrzymujący się w najbliższych latach brak presji popytowej w gospodarce, a tym samym ograniczony wpływ koniunktury gospodarczej na kształtowanie się

Wykres 4.17 Luka popytowa



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁹ Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2015 r., NBP.

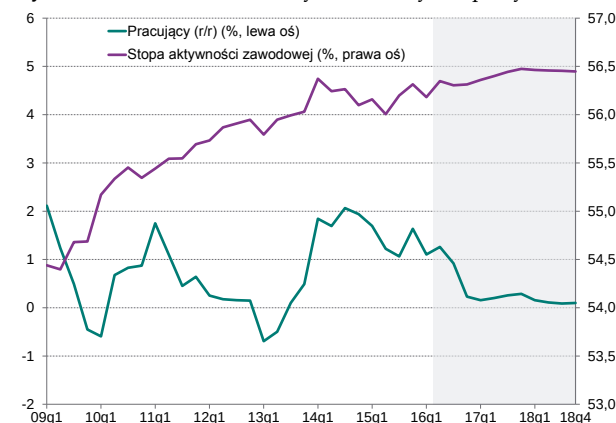
stopy inflacji.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji oczekuje się kontynuacji tendencji stopniowego wyhamowywania wzrostu liczby pracujących (Wykres 4.18). Takie kształtowanie się zatrudnienia wiąże się ze, sprzyjającym wzrostowi wydajności pracy, prognozowanym przyspieszeniem tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP). W tym samym kierunku oddziałują również, wynikające z historycznie niskiej stopy bezrobocia, narastające problemy z dopasowaniem wymagań pracodawców i kwalifikacji pracowników, wydłużające czas potrzebny firmom na znalezienie pracownika⁶⁰. W świetle tych uwarunkowań można spodziewać się dalszego wzrostu przeciętnej liczby przepracowanych godzin, która kształtuje się obecnie na poziomie niższym od odnotowanego przed światowym kryzysem finansowym⁶¹.

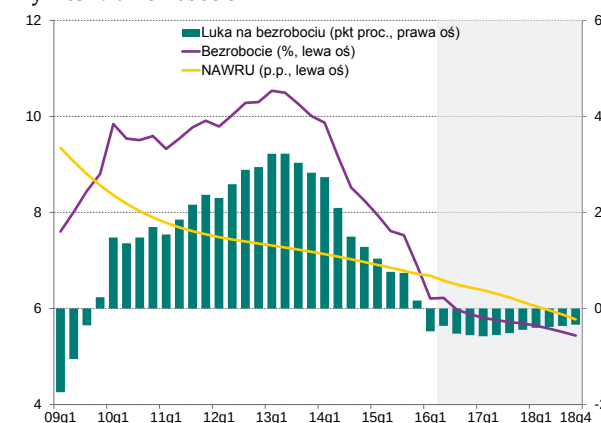
Przy dodatniej dynamice zatrudnienia oraz obniżaniu się liczby aktywnych zawodowo, spadać będzie stopa bezrobocia BAEL (Wykres 4.19). Spadek stopy bezrobocia przyczyni się do przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, które jednak do końca horyzontu projekcji pozostanie na umiarkowanym poziomie, poniżej wielkości obserwowanych w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.20). Presję płacową ograniczać będzie spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.19), a także niska inflacja CPI, zmniejszająca skalę żądań płacowych zgłaszanych przez pracowników. Na scenariusz umiarkowanego wzrostu płac wskazuje nadal relatywnie niski udział przedsiębiorstw deklarujących w badaniach ankietowych NBP⁶²

Wykres 4.18 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Bezrobocie



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁰ Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2015 r., NBP.

⁶¹ Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2015 r., NBP.

⁶² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP.

nasilanie się nacisków na wzrost wynagrodzeń, pomimo spadku w I kw. br. stopy bezrobocia BAEL (po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym), do poziomu najniższego w historii. Przy relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy, niska dynamika wynagrodzeń przekłada się na jedynie ograniczony wzrost jednostkowych kosztów pracy, który w końcu horyzontu prognozy osiągnie poziom 2,1% r/r.

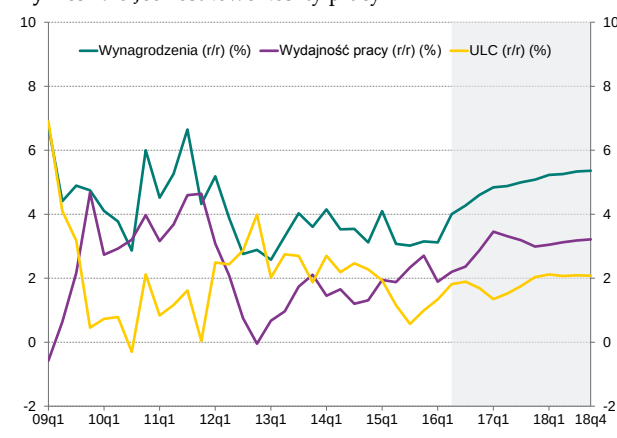
Kurs walutowy

Od początku roku kurs złotego podlegał istotnym wahaniom pod wpływem zmieniających się czynników zarówno wewnętrznych, jak i globalnych. W rezultacie kurs znalazł się istotnie poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. Świadczy o tym w szczególności osłabienie się kursu pomimo wyjątkowo korzystnego ukształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W horyzoncie projekcji nie uwzględnia się dodatkowych, jednorazowych czynników mogących mieć wpływ na kurs walutowy i oczekuje się, że wraz z normalizacją sytuacji na rynkach finansowych będzie następować stopniowe umocnienie złotego, przybliżające kurs efektywny do kursu równowagi. W tym samym kierunku oddziaływać będzie również kontynuacja procesu realnej konwergencji polskiej gospodarki, odzwierciedlona w wyższym wzroście krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski.

Komponenty inflacji CPI

W ostatnich latach w gospodarce polskiej presja popytowa i kosztowa kształtowały się na bardzo niskim poziomie. Stan ten odzwierciedlony był w ujemnej luce popytowej, spadających cenach importu i produkcji sprzedanej przemysłu oraz niskiej dynamice jednostkowych kosztów pracy.

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy

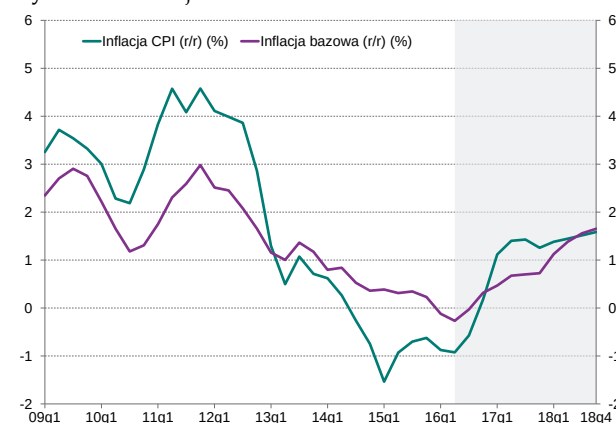


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W horyzoncie projekcji zjawiska te będą stopniowo ustępować i w konsekwencji nastąpi wzrost inflacji bazowej z obecnego, ujemnego poziomu, jednak skala tego wzrostu będzie umiarkowana (Wykres 4.21). Luka popytowa w najbliższych latach ulegnie jedynie nieznacznej poprawie i pozostanie ujemna. Oczekuje się również, że po przejściowym przyspieszeniu dynamiki cen importu, spowodowanym osłabieniem kursu złotego, tempo wzrostu tych cen będzie umiarkowane (za czym przemawia prognozowany niski poziom inflacji w strefie euro oraz założony w horyzoncie projekcji trend aprecjacyjny złotego). Skalę wzrostu presji kosztowej w gospodarce ograniczać będą również prognozowane dla najbliższych lat wolno rosnące jednostkowe koszty pracy (Wykres 4.20). W 2017 r. w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji bazowej oddziaływać będzie dodatkowo powrót do niższych stawek VAT.

Skala spadku cen energii w bieżącym roku będzie prawdopodobnie zbliżona do odnotowanej w 2015 r. (Wykres 4.22). Przyczynią się do tego kształtujące się na niższym niż przed rokiem poziomie ceny paliw, a także wejście w życie nowych, niższych taryf na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej oraz gazu ziemnego. W kolejnych latach ceny energii będą już rosnąć, co wiąże się ze stopniowym ustępowaniem wpływu pozytywnego szoku podażowego na rynku ropy naftowej. Wzrost cen energii pozostanie jednak umiarkowany – ogranicza go bowiem utrzymujący się w horyzoncie projekcji niski poziom cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Czynnikiem podwyższającym przejściowo inflację cen energii będzie wzrost od stycznia 2017 r. średniego rachunku za energię elektryczną dla gospodarstw domowych, w związku z prawdopodobnym wzrostem kosztów wsparcia odnawialnych źródeł energii, efektywności energetycznej oraz dyspozycyjnych źródeł mocy. Wzrost cen energii

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

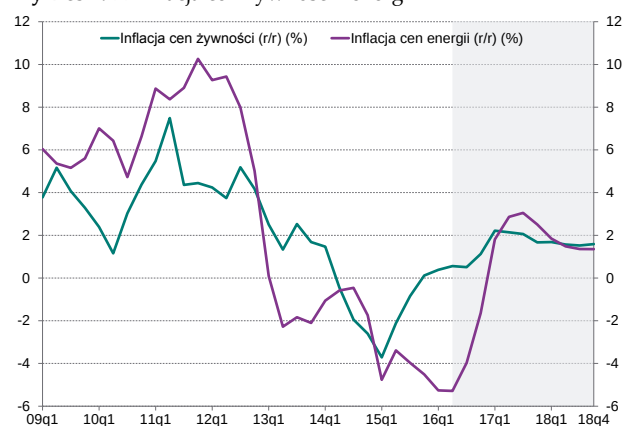
będzie jednak ograniczany przez zakładane obniżki stawek VAT.

Po znacznych spadkach cen żywności w latach 2014-2015, w horyzoncie projekcji oczekuje się ich umiarkowanego wzrostu. Z jednej strony stopniowo będzie wygasał wpływ na dynamikę cen żywności w ujęciu r/r obserwowanej w ostatnich sezonach gospodarczych wysokiej podaży surowców rolnych. Wzrostowi cen żywności sprzyjać będzie także stopniowo rosnący popyt ze strony gospodarstw domowych. Z drugiej strony, dynamikę cen żywności ograniczać będą kształtujące się na niskim poziomie ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3). Podobnie jak w przypadku pozostałych komponentów inflacji CPI, choć w nieco mniejszym stopniu, skala wzrostu cen żywności w 2017 r. będzie dodatkowo ograniczana przez obniżkę stawek VAT.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Najważniejszym źródłem rewizji prognozy dynamiki PKB w bieżącej projekcji jest niższy od oczekiwań odczyt PKB za I kw. br. oraz mający bardziej średniookresowe implikacje wzrost niepewności związany z opowiedzeniem się Wielkiej Brytanii za wyjściem z Unii Europejskiej (por. Ramka 3 *Wpływ wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej na polską gospodarkę*). Niekorzystne dane o krajowej koniunkturze w I kw. obniżają ścieżkę wzrostu w krótkim horyzoncie bieżącej projekcji, natomiast spodziewane osłabienie aktywności ekonomicznej u głównych partnerów handlowych Polski przekłada się na niższą prognozę krajowego wzrostu również w latach 2017-2018 (Tabela 4.1, Wykres 4.23). W znacznym stopniu wpływ niższego popytu krajowego i zagranicznego na

Wykres 4.22 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.1 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2016	2017	2018
PKB (r/r, %)			
VII 2016	3,2	3,5	3,3
III 2016	3,8	3,8	3,4
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2016	-0,5	1,3	1,5
III 2016	-0,4	1,3	1,7

Źródło: Obliczenia NBP.

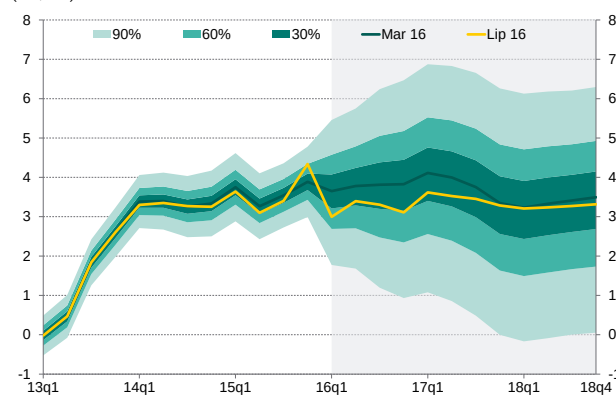
inflację CPI jest w bieżącej projekcji kompensowany słabszym kursem złotego. W konsekwencji prognoza wzrostu cen konsumenta obniżyła się tylko nieznacznie w porównaniu z poprzednią projekcją (Tabela 4.1, Wykres 4.25).

PKB

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS wzrost PKB w I kw. 2016 r. wyniósł 3,0% r/r, a więc ukształtował się poniżej oczekiwań z projekcji marcowej. Korekta ta wynika głównie z niższego niż w poprzednich kwartałach odczytu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, co związane jest z zakończeniem napływu funduszy UE z perspektywy finansowej 2007-2013, przy jedynie ograniczonej absorpcji transferów z perspektywy 2014-2020. Dane o podpisywanych umowach, dotyczących wykorzystania środków z perspektywy finansowej 2014-2020, wskazują na prawdopodobnie niższy od oczekiwań napływ transferów kapitałowych z UE w kolejnych kwartałach. Informacje te przyczyniły się do rewizji poziomu nakładów inwestycyjnych i tempa wzrostu PKB w krótkim horyzoncie projekcji. W przeciwnym kierunku oddziałuje wyższy wkład eksportu netto do wzrostu. Za korektą w górę tej kategorii przemawia wyższa od oczekiwań dynamika eksportu w I kw. br., obserwowane w ostatnich miesiącach osłabienie złotego oraz oddziałujące w kierunku niższego importu niższe tempo wzrostu inwestycji.

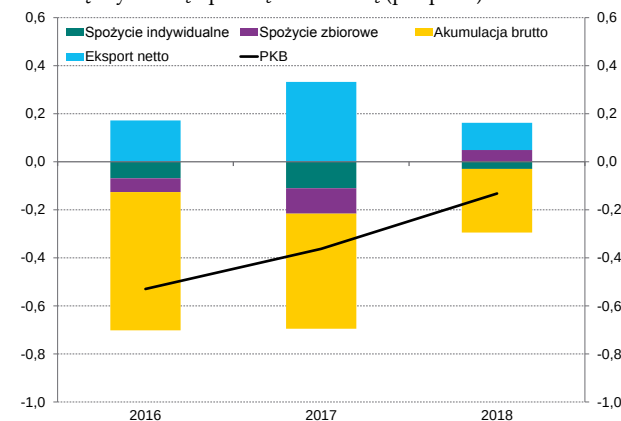
Do rewizji ścieżki PKB w horyzoncie projekcji przyczyni się również spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego za granicą, wynikające m.in. z osłabienia wzrostu w gospodarce amerykańskiej i wzrostu niepewności związanego z wynikami referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (tzw. *Brexit*, por. Ramka 3 *Wpływ wyniku referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej na polską*

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁶³



Źródło: Obliczenia NBP.

⁶³ 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.

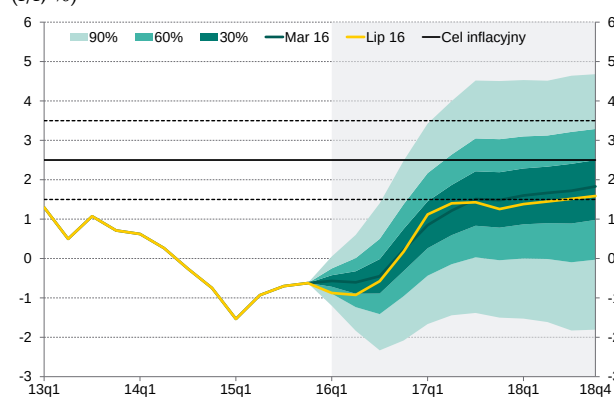
gospodarkę). W szczególności, w bieżącej projekcji oczekuje się niższego popytu zagranicznego na polskie towary i usługi oraz podwyższonej niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych. Głównym kanałem oddziaływania *Brexitu* na polską gospodarkę jest kanał handlowy, który pośrednio wpływa również na obniżenie nakładów brutto na środki trwałe i spożycia indywidualnego (Wykres 4.24). Skala tego wpływu jest jednak stosunkowo niewielka. Ponadto słabszy kurs złotego oraz spowolnienie importu w reakcji na niższy popyt krajowy częściowo ograniczają wpływ negatywnych uwarunkowań zewnętrznych.

Inflacja

Informacje, które napłynęły po *cut-off date* projekcji marcowej, wpłynęły na niewielkie obniżenie ścieżki inflacji. Niższy wzrost indeksu cen konsumenta wynika z rewizji w dół ścieżki inflacji bazowej, częściowo kompensowanej wyższym wzrostem cen energii (Wykres 4.26).

Niższy od oczekiwań z poprzedniej projekcji wzrost inflacji bazowej ma w krótkim horyzoncie związek z niskim odczytem tej kategorii w I kw. br. oraz głębszym od oczekiwań spadkiem deflatora importu na przełomie 2015 i 2016 r., zgodnie z opublikowanymi przez GUS danymi o rachunkach narodowych za IV kw. ub.r. i I kw. br. W latach 2017-2018 za niższą ścieżkę inflacji bazowej odpowiada natomiast niższa w horyzoncie projekcji presja popytowa (odzwierciedlona w bardziej ujemnej luce popytowej), z opóźnieniem przekładająca się na kształtowanie się cen w gospodarce. Jednocześnie, mimo niższej niż w poprzedniej projekcji prognozy stopy bezrobocia, oczekiwane tempo wzrostu wynagrodzeń nie uległo istotnym zmianom. Za takim scenariuszem przemawiają m.in. wyniki badań koniunktury NBP, zgodnie z którymi przedsiębiorstwa, mimo spadku stopy bezrobocia do rekordowo niskiego poziomu,

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



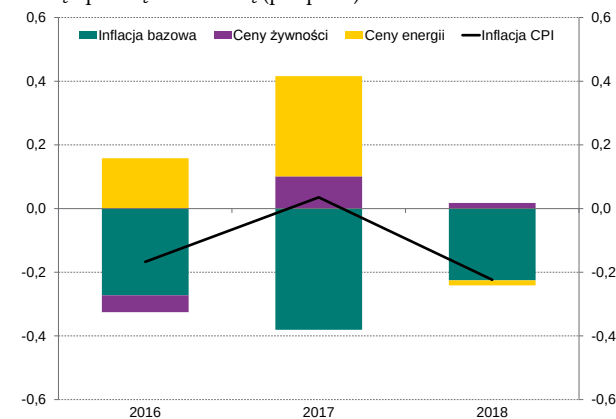
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

deklarują jedynie ograniczony wzrost presji płacowej⁶⁴. Ograniczać presję płacową może również zwiększenie się krajowej podaży pracy w wyniku ewentualnego powrotu części emigrantów przebywających obecnie w Wielkiej Brytanii.

Rewizja prognozy inflacji cen energii wynika z przekładającej się z opóźnieniem na ceny krajowe korekty w górę ścieżki cen surowców energetycznych na rynkach światowych. W tym samym kierunku oddziałuje również słabszy kurs złotego. Dodatkowo ceny energii podwyższają prognozowane wyższe ceny energii elektrycznej, co wynika z prawdopodobnego wzrostu kosztów wsparcia odnawialnych źródeł energii, efektywności energetycznej oraz dyspozycyjnych źródeł mocy od stycznia 2017 r.

Uwzględniając słabszy w bieżącej projekcji kurs złotego oraz niższą presję popytową, przy zbliżonym do założonego w poprzedniej projekcji wzroście cen surowców rolnych na rynkach światowych, prognoza cen żywności na rynku krajowym nie uległa natomiast istotnej zmianie.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁶⁵



Źródło: Obliczenia NBP.

⁶⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2016 r., NBP.

⁶⁵ 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.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji lipcowej, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce obarczony jest znaczną niepewnością. Bilans jej czynników – związany z koniunkturą w Polsce i możliwymi zmianami w polityce fiskalnej, a także koniunkturą w gospodarce światowej wskazuje na nieco większe ryzyko ukształtowania się inflacji CPI i dynamiki PKB poniżej ścieżek tych kategorii w scenariuszu centralnym projekcji (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (1,5%-3,5%), które obecnie jest bliskie zera, stopniowo rośnie w najbliższych kwartałach, po czym w latach 2017-2018 stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 36% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji lipcowej przedstawiono poniżej.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki

Istotne źródło niepewności dla scenariusza bazowego projekcji lipcowej związane jest z decyzją Wielkiej Brytanii dotyczącą opuszczenia Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*). Bezprecedensowy charakter tego wydarzenia oraz stopień złożoności możliwych, nie tylko ekonomicznych, jego efektów utrudnia ocenę ilościową i jakościową wpływu *Brexitu* dla perspektyw wzrostu gospodarczego i rozwoju procesów inflacyjnych w Polsce. Ze względu na brak możliwości określenia kształtu przyszłego porozumienia między Wielką Brytanią a UE (a więc *de facto* niepewności co do długookresowych skutków tego zdarzenia) oraz prawdopodobny wydłużony okres negocjacyjny, w analizie niepewności uwzględniono przede

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%)
16q2	1,00	1,00	1,00	0,53	0,00
16q3	1,00	1,00	1,00	0,55	0,00
16q4	0,92	0,99	1,00	0,55	0,08
17q1	0,66	0,88	0,98	0,55	0,32
17q2	0,56	0,80	0,93	0,53	0,37
17q3	0,54	0,76	0,91	0,52	0,37
17q4	0,57	0,77	0,91	0,51	0,34
18q1	0,54	0,75	0,89	0,52	0,35
18q2	0,53	0,74	0,88	0,52	0,35
18q3	0,52	0,73	0,88	0,53	0,36
18q4	0,51	0,71	0,87	0,53	0,36

Źródło: Obliczenia NBP.

wszystkim czynnikom ryzyka o oddziaływaniu krótko- i średniookresowym.

Ocenia się, że najważniejszym źródłem ryzyka dla scenariusza centralnego wynikającym z planowanego wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej jest utrzymująca się przez dłuższy czas podwyższona niepewność na globalnych rynkach finansowych wpływająca negatywnie na nastroje konsumentów i przedsiębiorców, nie tylko w Wielkiej Brytanii, ale w całej gospodarce światowej. Ze względu na powiązania handlowe i kanał finansowy, relatywnie silniejsze spowolnienie wzrostu dotknęłoby Unię Europejską. Silniejszy niż w scenariuszu bazowym spadek aktywności gospodarczej w Wielkiej Brytanii i strefie euro byłby jednak w pewnym stopniu ograniczany przez mocniejszą deprecjację funta i euro w stosunku do innych walut. Ponadto skalę osłabienia globalnej koniunktury łagodziłaby prawdopodobne akomodacyjna polityka pieniężna władz monetarnych oraz inne ich działania stabilizujące rynki finansowe.

Głębsze niż założono w scenariuszu centralnym spowolnienie wzrostu w Wielkiej Brytanii i w

strefie euro miałyby konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w Polsce. Obok możliwego wpływu pogorszenia się nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorców na konsumpcję oraz inwestycje, skutkującego ich niższym wzrostem, do głębszego spowolnienia dynamiki PKB mogłoby przyczynić się również ograniczenie polskiego eksportu. Krajowy eksport do Wielkiej Brytanii był bowiem jednym z najszybciej rosnących od czasu przystąpienia do Unii Europejskiej. Gdyby tendencja ta uległa zahamowaniu, przy jednoczesnym mocniejszym od oczekiwań spowolnieniu popytu importowego ze strefy euro, eksporterzy działający w Polsce ograniczyliby zatrudnienie i wydatki inwestycyjne.

Ryzyko dla scenariusza centralnego projekcji związane jest także ze skalą napływu środków przekazywanych przez emigrantów czasowych do Polski. Pogorszenie w stosunku do scenariusza bazowego perspektyw dla rynku pracy w Wielkiej Brytanii i strefie euro może zmniejszyć skalę wyjazdów zarobkowych mieszkańców Polski za granicę, czego skutkiem byłby niższy dochód do dyspozycji gospodarstw domowych.

O ile bilans czynników ryzyka związanych z potencjalnym wyjściem Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej dla wzrostu gospodarczego w Polsce w krótkim i średnim okresie jest ujemny, to w dłuższym horyzoncie nie jest on jednoznaczny. Pozytywnie na wzrost w Polsce oddziaływać może poprawa potencjału polskiej gospodarki. Wynikałaby ona z powrotu części emigrantów z Wielkiej Brytanii do Polski oraz możliwego lokowania przez niektóre międzynarodowe korporacje produkcji w Polsce w ramach globalnych łańcuchów wartości dodanej. Powyższe efekty byłyby jednak odczuwalne prawdopodobnie dopiero poza horyzontem bieżącej projekcji.

Innym źródłem niepewności dla projekcji lipcowej związanym tym razem z koniunkturą w krajach pozaeuropejskich, który także oddziaływałby na gospodarkę polską poprzez kanał oczekiwań i powiązania handlowe, jest ryzyko niższego niż uwzględniono w scenariuszu projekcyjnym wzrostu w Chinach oraz w Stanach Zjednoczonych.

Ryzyko silnego pogorszenia koniunktury w gospodarce chińskiej powiązane jest w największym stopniu z możliwymi problemami ze stabilnością systemu finansowego w tym kraju. 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 poniesionymi przez nie dużymi wydatkami na inwestycje infrastrukturalne. Nadmierne zadłużenie sektora prywatnego, chińskich samorządów oraz będące ich konsekwencją problemy w sektorze bankowym mogłyby doprowadzić do głębszego spowolnienia dynamiki wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych.

Silniejsze spowolnienie wzrostu w Chinach, będących jednym z najważniejszych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, wpłynęłoby na istotnie obniżenie w stosunku do założeń projekcyjnych wzrostu w gospodarce amerykańskiej. Osłabienie chińskiego popytu pogłębiłoby obecne spowolnienie aktywności w amerykańskim przemyśle, szczególnie w warunkach mocniejszego niż przyjęto kursu dolara. Spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniłyby się z kolei do

głębszego ograniczenia inwestycji i aktywności amerykańskiego sektora wydobywczego.

Kolejnym czynnikiem zwiększającym niepewność dotyczącą wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych jest obserwowany obecnie spadek zysków przedsiębiorstw i towarzyszący mu wzrost ich zadłużenia. Gdyby tendencja ta utrzymywała się, regulowanie zobowiązań przez sektor korporacyjny byłoby znacznie utrudnione, co mogłoby doprowadzić, szczególnie w warunkach pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy, do wejścia gospodarki Stanów Zjednoczonych w fazę recesji.

Konsekwencją załamania koniunktury w Chinach i Stanach Zjednoczonych byłoby pojawienie się istotnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych oraz spowolnienie wzrostu w światowej gospodarce zarówno poprzez kanał handlowy, jak również w wyniku pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców.

Ryzyko niższego niż przyjęto w scenariuszu centralnym wzrostu w Chinach i krajach rozwiniętych, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie, związane jest ponadto z obserwowanym w tych gospodarkach spowolnieniem wzrostu wydajności pracy. Gdyby procesy te były kontynuowane i dynamika wydajności okazała się jeszcze wolniejsza, niż przyjęto w scenariuszu centralnym projekcji, stanowiłoby to dodatkowy czynnik utrudniający powrót gospodarki światowej na ścieżkę wzrostu obserwowanego przed globalnym kryzysem finansowym.

Utrzymująca się niepewność na globalnych rynkach finansowych oraz pogorszenie koniunktury w kraju i za granicą wpłynęłoby także na ryzyko wyższego niż w podstawowym scenariuszu projekcji lipcowej deficytu

budżetowego. W takiej sytuacji, rynki finansowe mogłyby zrewidować w dół oceny wiarygodności kredytowej państwa, co przełożyłoby się na wzrost rentowności obligacji skarbowych. W efekcie możliwych trudności z finansowaniem wydatków sektora finansów publicznych, rząd prawdopodobnie podjąłby działania prowadzące do zacieśnienia polityki fiskalnej. Zmniejszenie apetytu na ryzyko na rynkach finansowych wpłynęłoby także na osłabienie, w stosunku do scenariusza bazowego projekcji lipcowej, kursu złotego, co byłoby dodatkowym czynnikiem zwiększającym relację zadłużenia publicznego do PKB (część obligacji emitowanych jest bowiem w walucie obcej). Jednocześnie jednak słabszy złoty poprzez poprawę konkurencyjności cenowej polskiego eksportu i wzrost cen importu częściowo ograniczyłby skalę osłabienia krajowego wzrostu.

Spowolnienie aktywności gospodarczej w kraju i za granicą przyczyniłoby się do zmniejszenia presji popytowej, co w połączeniu ze spadkami cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych wydłużyłoby okres deflacji w Polsce. Wpływ tych czynników zmniejszałoby jednak osłabienie kursu złotego oddziałujące w kierunku wyższych cen importowanych dóbr i usług oraz powiązane z procesami za granicą, możliwe obniżenie wzrostu wydajności pracy również w Polsce.

Wzrost popytu krajowego wspierany poprawą aktywności gospodarczej w strefie euro

Źródłem niepewności dla projekcji lipcowej, oddziałującym tym razem w kierunku wyższej dynamiki PKB w Polsce, jest możliwość szybszego niż w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego za granicą: zwłaszcza w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii. Z jednej strony, mogłoby przyczynić się do tego zmniejszenie się niepewności odnośnie do

perspektyw wzrostu w gospodarce europejskiej jeżeli proces wychodzenia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej następowałby w sposób kontrolowany. Z drugiej strony, wyższe, niż założono w scenariuszu bazowym, tempo wzrostu w strefie euro może wynikać z mocniejszego względem bieżących oczekiwań oddziaływania wydłużonego przynajmniej do marca 2017 r. i rozszerzonego o inne klasy aktywów programu skupu obligacji przez EBC. 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 tej gospodarce, w szczególności w warunkach łatwiejszego dostępu do kredytu. Niski koszt pieniądza, przy poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, wsparłby wtedy również siłę nabywczą gospodarstw domowych. Szybszemu wzrostowi w strefie euro sprzyjałaby także większa niż założono w projekcji skala poluzowania polityki fiskalnej.

Poprawa koniunktury w gospodarce strefy euro przyczyniłaby się do wyższego popytu na eksport z Polski oraz przyspieszenia inwestycji przedsiębiorstw. Korzystna sytuacja na krajowym rynku pracy oraz niski poziom stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych do zwiększenia konsumpcji kosztem niższej niż w scenariuszu bazowym projekcji stopy oszczędności. Wyższa w stosunku do projekcji lipcowej dynamika popytu krajowego przełożyłaby się na istotnie szybszy 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 jej szacunkami pełna realizacja planu przyczyniłaby się do wzrostu

PKB Unii Europejskiej o 330-410 mld euro i stworzenia 1,0-1,3 mln nowych miejsc pracy. 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 związane jest przede wszystkim z czynnikami wpływającymi na zmiany podaży tego surowca na rynkach światowych. Obejmują one m.in. wielkość dostaw ropy z Iranu w wyniku zniesienia w styczniu br. przez Unię Europejską i Stany Zjednoczone nałożonych na ten kraj sankcji gospodarczych oraz skalę zakłóceń wydobycia w części krajów należących do OPEC oraz w Kanadzie. Niepewność dotycząca podaży ropy na rynkach światowych dotyczy również skali odporności producentów niezrzeszonych w organizacji OPEC na pogłębienie spadków cen tego surowca, w szczególności przedsiębiorstw amerykańskich. Na ryzyko dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się także, choć w mniejszym stopniu, czynniki o charakterze popytowym, związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w azjatyckich krajach wschodzących.

Polityka fiskalna

Ryzyko dla bieżącej projekcji wynika również z możliwych działań rządu nakierowanych na ograniczenie deficytu w latach 2017-2018. Wiązałyby się one z zacieśnieniem polityki fiskalnej w odniesieniu do scenariusza centralnego projekcji, które obejmować może

wycofanie się z zapowiadanej obniżki podstawowej stawki podatku VAT od 2017 r. Na działania zmierzające do zwiększenia dochodów budżetowych mogłyby złożyć się również podwyżka stawki akcyzy od paliw oraz wprowadzenie zapowiadanego podatku od sprzedaży detalicznej. Do ograniczenia wydatków przyczyniłoby się z kolei możliwe spowolnienie tempa wzrostu płac w sektorze publicznym. Zmiany te oddziaływałyby w kierunku wyższych niż w scenariuszu bazowym cen konsumenta oraz jeszcze niższej dynamiki PKB.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik cen konsumenta CPI (r/r, %)	0,0	-1,0	-0,5	1,3	1,5
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (r/r, %)	0,6	0,3	0,0	0,6	1,4
Ceny żywności (r/r, %)	-0,9	-1,6	0,7	2,0	1,6
Ceny energii (r/r, %)	-1,0	-4,2	-4,0	2,6	1,5
PKB (r/r, %)	3,3	3,6	3,2	3,5	3,3
Popyt krajowy (r/r, %)	4,9	3,4	3,6	4,1	3,7
Spożycie indywidualne (r/r, %)	2,6	3,1	4,0	4,0	3,4
Spożycie publiczne (r/r, %)	4,7	3,4	2,6	3,3	3,5
Nakłady inwestycyjne (r/r, %)	10,0	5,8	1,2	4,1	4,4
Wkład eksportu netto (r/r, pkt proc.)	-1,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,4
Eksport (r/r, %)	6,4	6,8	6,9	6,2	6,3
Import (r/r, %)	10,0	6,3	7,6	7,6	7,1
Wynagrodzenia (r/r, %)	3,6	3,3	4,0	5,0	5,3
Pracujący (r/r, %)	1,9	1,4	0,9	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)	9,0	7,5	6,1	5,7	5,5
NAWRU (%)	7,1	6,8	6,6	6,3	5,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,4	56,5
Wydajność pracy (r/r, %)	1,4	2,2	2,3	3,2	3,1
Jednostkowe koszty pracy (r/r, %)	2,4	1,2	1,7	1,7	2,1
Produkt potencjalny (r/r, %)	2,5	2,7	2,9	3,0	3,1
Luka popytowa (PKB potencjalnego, %)	-2,0	-1,1	-0,8	-0,3	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,93	0,88	0,86	0,91	0,91
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,72	0,51	0,47	0,50	0,51
Inflacja za granicą (r/r, %)	1,1	1,4	1,2	1,2	1,3
PKB za granicą (r/r, %)	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (PKB, %)	0,4	2,1	1,8	0,8	0,7
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,69	1,69	1,69

Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP. 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 2016 r.

■ Data: 5 kwietnia 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2016 z dnia 5 kwietnia 2016 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2015 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

G. M. Ancyparowicz

M. Chrzanowski

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

■ Data: 5 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2016 z dnia 5 maja 2016 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

G. M. Ancyparowicz

M. Chrzanowski

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

E. J. Osiatyński był nieobecny.

■ Data: 5 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2016 z dnia 5 maja 2016 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

G. M. Ancyparowicz

M. Chrzanowski

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

E. J. Osiatyński był nieobecny.

■ Data: 24 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2016 z dnia 24 maja 2016 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2015 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

M. Chrzanowski oraz E. J. Osiatyński byli nieobecni.

www.nbp.pl

