

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2015 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 23 października 2015 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	7
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	7
Ramka 1: Wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na gospodarkę światową i polską	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	13
1.5 Światowe rynki finansowe	14
2 Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	18
Ramka 2: Przyczyny spowolnienia handlu zagranicznego na świecie i w Polsce	24
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	27
2.4 Rynek pracy	28
2.5 Rynki aktywów	30
Ramka 3: Czy w Polsce może wystąpić problem zerowego ograniczenia dla stóp procentowych?	32
2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza	34
2.7 Bilans płatniczy	36
3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2015 r.	39
4 Projekcja inflacji i PKB	53
4.1 Synteza	54
4.2 Otoczenie zewnętrzne	57
4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017	61
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	72
4.5 Źródła niepewności projekcji	76
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec-wrzesień 2015 r.	83

Synteza

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, ale jednocześnie silnie zróżnicowany. Trwającemu ożywieniu gospodarczemu w krajach rozwiniętych towarzyszy obniżanie się dynamiki PKB w wielu gospodarkach wschodzących. W Stanach Zjednoczonych utrzymuje się dobra koniunktura, której sprzyja wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy. Także w strefie euro trwa ożywienie aktywności gospodarczej, choć napływające w ostatnim okresie dane zwiększają niepewność co do jego trwałości. Z kolei w Chinach wzrost PKB nadal spowalnia, a gospodarki Rosji i Brazylii pozostają w recesji.

Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie oraz ponowny spadek cen wielu surowców w ostatnich miesiącach skutkują utrzymywaniem się bardzo niskiej inflacji w wielu krajach. Zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, tj. w strefie euro i krajach Europy Środkowo-Wschodniej, dynamika cen jest nadal zbliżona do zera. Wysoka inflacja występuje jedynie w nielicznych gospodarkach wschodzących, w tym w Rosji.

Warunki monetarne na świecie pozostają bardzo łagodne. Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Rezerwa Federalna (Fed) nadal utrzymują stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera, choć w ostatnim okresie wzrosła niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej tych banków centralnych. Fed od dłuższego czasu sygnalizuje możliwość podwyższenia stóp procentowych, ale oczekiwania dotyczące terminu zacieśnienia polityki pieniężnej są bardzo zmienne. Z kolei EBC kontynuuje program zakupu aktywów finansowych i nie wyklucza jego rozszerzenia lub wydłużenia okresu jego funkcjonowania. Realizacja luzowania ilościowego przez EBC skłaniała banki centralne części europejskich krajów do dalszego łagodzenia swojej polityki pieniężnej. Politykę pieniężną złągodził również Bank Chin. Ponadto chiński bank centralny poluzował reżim kursowy, co skutkowało deprecjacją juana.

Zwiększona niepewność co do polityki pieniężnej Fed i EBC oraz wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach, przyczyniły się do spadku indeksów giełdowych na świecie. We wrześniu jednak spadek cen akcji wyhamował. Silnemu obniżeniu cen akcji na światowych giełdach towarzyszyło osłabienie walut wielu krajów wschodzących oraz wzrost rentowności obligacji głównych krajów rozwiniętych.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce pozostaje ujemna, choć jej skala w III kw. była mniejsza niż w poprzednich kwartałach. Spadek cen wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, przede wszystkim ze spadku cen surowców na rynkach światowych, a także niskiej dynamiki cen w otoczeniu Polski. Do spadku cen konsumpcyjnych przyczynia się także brak presji popytowej w Polsce, w warunkach utrzymującej się deflacji cen producenta oraz ograniczonej presji płacowej. Zarazem jednak ograniczenie skali upraw niektórych warzyw i owoców oraz tegoroczna susza przyczyniły się do ograniczenia skali spadku dynamiki cen w III kw. br.

Wzrost gospodarczy w Polsce w II kw. nieco spowolnił, na co złożyło się obniżenie dynamiki inwestycji – przede wszystkim sektora finansów publicznych – oraz zmniejszenie wkładu eksportu netto. Pomimo niewielkiego spadku dynamika PKB była jednak w dalszym ciągu zbliżona do szacunku dynamiki produktu potencjalnego. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał wzrost popytu konsumpcyjnego, wynikający z wysokiego zatrudnienia i dalszego wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Czynnikiem

umacniającym wzrost gospodarczy były także relatywnie szybko rosnące inwestycje przedsiębiorstw oraz wyraźny wzrost nakładów gospodarstw domowych na mieszkania. Dane napływające w III kw. wskazywały na stabilizację tempa wzrostu aktywności gospodarczej.

Stabilny wzrost gospodarczy, korzystna sytuacja na rynku pracy i niższe niż w poprzednich latach stopy procentowe, sprzyjają przyrostowi akcji kredytowej. Kredyt zwiększa się obecnie w tempie, które z jednej strony nie ogranicza wzrostu gospodarczego, a z drugiej strony nie powinno prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce.

Wobec nieco gorszych od oczekiwań danych dotyczących globalnej i krajowej koniunktury oraz wzrostu ryzyka wydłużenia się okresu powrotu inflacji do celu, oczekiwania uczestników rynku co do przyszłych zmian stóp procentowych NBP przesunęły się ostatnio w dół. Przyczyniło się to – wraz z polityką EBC i Fed – do wzrostu cen polskich obligacji skarbowych. Jednocześnie na ceny polskich aktywów finansowych niekorzystnie oddziaływało pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych związane z narastaniem obaw o silniejsze spowolnienie w Chinach. Natomiast – pomimo silnego wzrostu zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych – kurs złotego w ostatnich miesiącach pozostawał względnie stabilny.

W II kw. 2015 r. nadal zwiększała się skala polskiej wymiany handlowej z zagranicą. Wysoka konkurencyjność polskiej gospodarki i utrzymujący się pozytywny wpływ spadku cen surowców przyczyniły się do dalszego wzrostu nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, w tym do zwiększenia nadwyżki w handlu usługami i towarami. Dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących przyczynia się także do ograniczenia uzależnienia polskiej gospodarki od finansowania zewnętrznego i poprawy większości wskaźników nierównowagi zewnętrznej.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie lipiec-listopad 2015 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 19 listopada 2015 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec-wrzesień 2015 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono trzy ramki: *Wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na gospodarkę światową i polską*, *Przyczyny spowolnienia handlu zagranicznego na świecie i w Polsce* i *Czy w Polsce może wystąpić problem zerowego ograniczenia dla stóp procentowych?*.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 października 2015 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,9 – -0,8% w 2015 r. (wobec -1,1 – -0,4% w projekcji z lipca 2015 r.), 0,4 – 1,8% w 2016 r. (wobec 0,7 – 2,5%) oraz 0,4 – 2,5% w 2017 r. (wobec 0,5 – 2,6%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 3,9% w 2015 r. (wobec 3,0 – 4,3% w projekcji z lipca 2015 r.), 2,3 – 4,3% w 2016 r. (wobec 2,3 – 4,5%) oraz 2,4 – 4,6% w 2017 r. (wobec 2,5 – 4,7%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

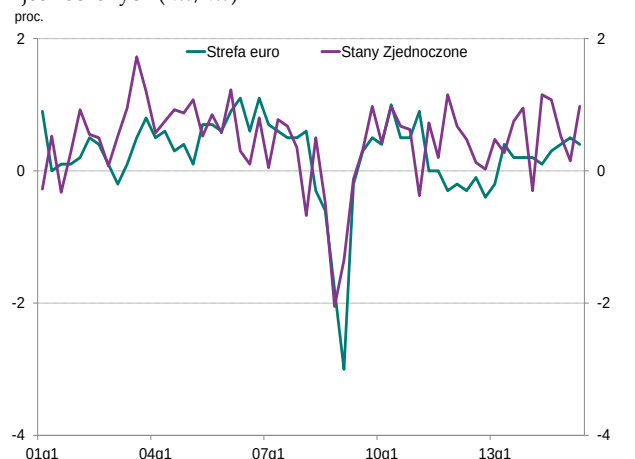
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym koniunktura w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W największych gospodarkach rozwiniętych ożywieniu wzrostu sprzyja poprawa na rynku pracy, ekspansywna polityka pieniężna i wolniejsze tempo konsolidacji fiskalnej, a w wielu z nich także niskie ceny surowców. Tymczasem w wielu gospodarkach wschodzących – z których część eksportuje surowce – dynamika PKB spowalnia lub kontynuowana jest recesja.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB – po przejściowym spowolnieniu w I kw. br. – w II kw. br. ponownie przyspieszyła (Wykres 1.1)¹. W III kw. koniunktura była nadal korzystna, czemu sprzyjała kontynuacja wzrostu zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, która obniżyła się w pobliżu swojej wieloletniej średniej sprzed kryzysu finansowego². Poprawa na rynku pracy przyczyniała się do dalszego wzrostu popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie wzrost produkcji przemysłowej pozostał niski, co można wiązać przede wszystkim ze spadkiem aktywności w sektorach związanych z wydobywaniem ropy naftowej i gazu.

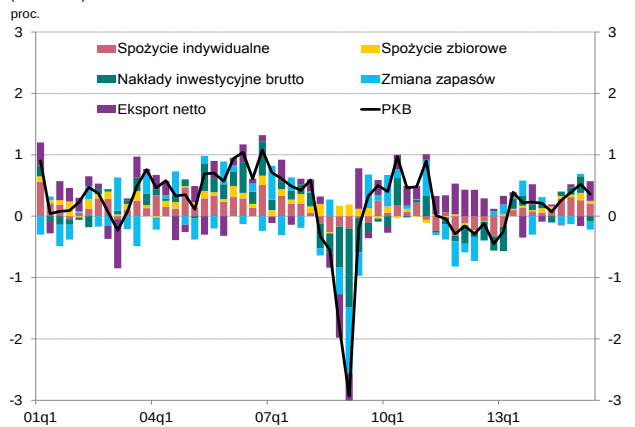
W strefie euro trwa stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego, choć dynamika aktywności kształtuje się na poziomie niższym niż w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.2). W II kw. wzrost PKB w strefie euro wynikał – obok rosnącej konsumpcji wspieranej przez poprawę na rynku pracy (Wykres 1.3) – z dalszego wzrostu eksportu, związanego z wcześniejszą deprecjacją euro.

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



Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat.

Wykres 1.2 Dekompozycja dynamiki PKB w strefie euro (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

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

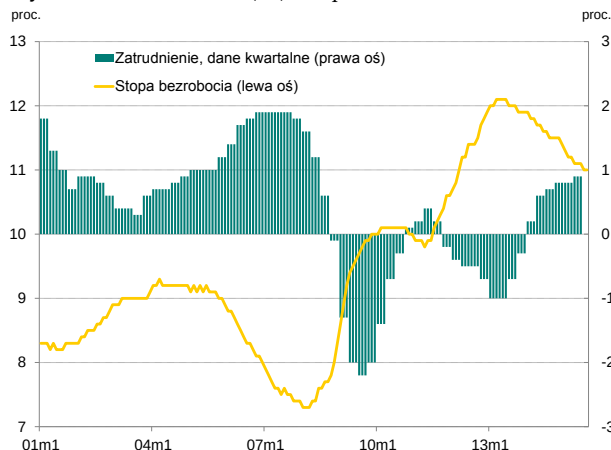
² We wrześniu wzrost zatrudnienia jednak spowolnił, a stopa bezrobocia pozostała niezmieniona względem poprzedniego miesiąca (wyniosła 5,1%).

Eksport strefy euro rósł pomimo wyraźnego spadku popytu z Rosji i Chin, który to spadek równoważony był przez szybszy wzrost popytu ze Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Jednocześnie pomimo utrzymywania się korzystnych nastrojów przedsiębiorców, inwestycje w II kw. br. spadły, a wzrost produkcji przemysłowej w II kw. i w pierwszych miesiącach III kw. br. obniżył się w pobliże zera, zwiększając niepewność co do trwałości ożywienia.

Poprawa koniunktury w strefie euro w ostatnich kwartałach miała wpływ na kontynuację ożywienia w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Głównym źródłem wzrostu aktywności w tych krajach pozostał jednak – podobnie jak w głównych gospodarkach rozwiniętych – rosnący popyt konsumpcyjny (Wykres 1.4). W wielu gospodarkach regionu wzrost PKB był także wspierany przez szybki wzrost inwestycji.

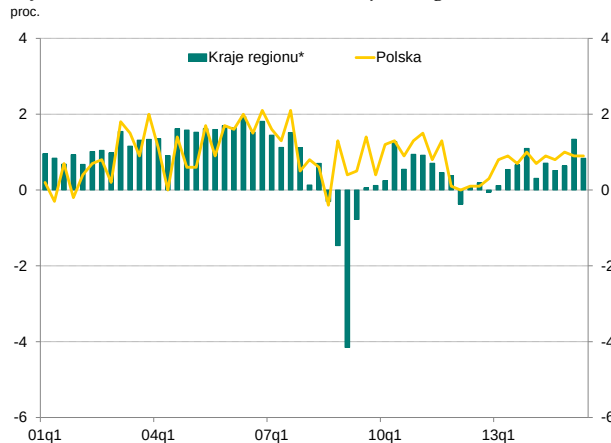
Tymczasem w większości największych gospodarek wschodzących dynamika PKB w dalszym ciągu się obniża. W Chinach wzrost gospodarczy od kilku kwartałów spowalnia, co jest związane głównie z trwającym wyraźnym spowolnieniem dynamiki inwestycji (por. Ramka 1 *Wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na gospodarkę światową i polską*; Wykres 1.5). W Brazylii i Rosji w II kw. br. pogłębiła się recesja, co po części związane było z wcześniejszym spadkiem cen surowców. Dodatkowymi czynnikami oddziałującymi w kierunku spadku PKB w Rosji były wcześniejsza gwałtowna deprecjacja rubla, prowadząca do znacznego wzrostu inflacji oraz skutki sankcji gospodarczych wprowadzonych przez wiele państw europejskich. W Brazylii ograniczająco na koniunkturę oddziaływało natomiast silne zacieśnienie polityki makroekonomicznej, związane z szybkim narastaniem długu publicznego, utrzymywaniem się wysokiej inflacji i odpływem kapitału zagranicznego.

Wykres 1.3 Zatrudnienie (r/r) i stopa bezrobocia w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat.

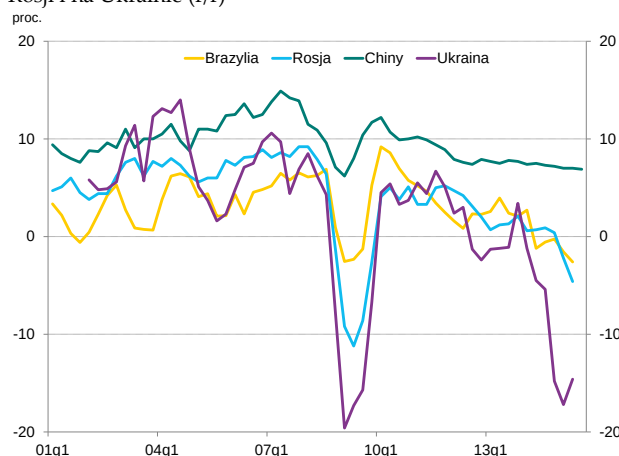
Wykres 1.4 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

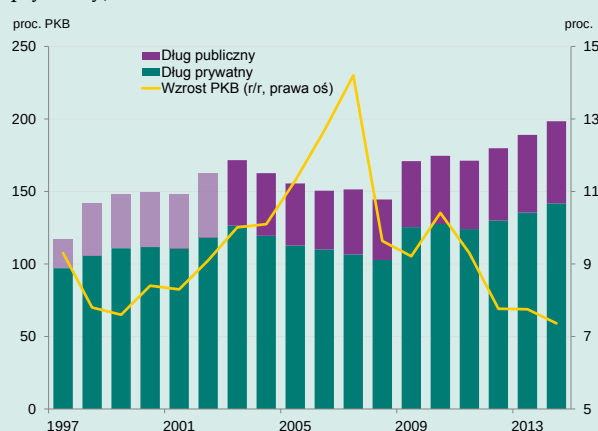
Wykres 1.5 Wzrost PKB w Chinach, Brazylii, Rosji i na Ukrainie (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

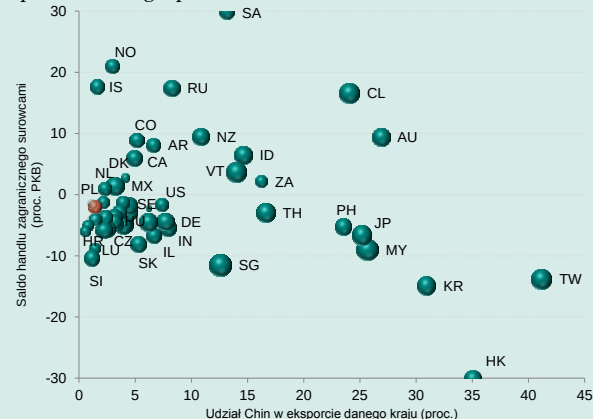
Ramka 1: Wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na gospodarkę światową i polską

W ostatnich latach wzrost gospodarczy w Chinach systematycznie spowalnia. W ub.r. wyniósł 7,3% wobec średnio 10,7% w latach 2001-2008 i 8,8% w latach 2009-14. Zgodnie z prognozami MFW z października br., w latach 2015-16 wzrost gospodarczy prawdopodobnie spowolni łącznie o dalszy 1 pkt proc., choć napływające ostatnio dane wskazują, że obniżenie dynamiki PKB może być nawet głębsze. Obawy o perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach nasiliły się po relatywnie silnej deprecjacji chińskiej waluty po poluzowaniu reżimu kursowego w tym kraju w połowie sierpnia br. (por. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą*). Ze względu na znaczący udział Chin w gospodarce światowej wpływ spowolnienia w tym kraju na wzrost gospodarczy na świecie jest znaczący. Poniżej przedstawiono krótko główne przyczyny spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz możliwe kanały wpływu obniżenia wzrostu gospodarczego w tym kraju na gospodarkę światową i polską.

Wykres R.1.1 Wzrost gospodarczy oraz dług (publiczny i prywatny) w Chinach

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Banku Światowego i MFW.

Uwagi: w latach 1997-2003 – szacunki MFW nieuwzględniające pozabilansowego zadłużenia samorządów (zaznaczone jaśniejszym kolorem), dane o długu prywatnym – szacunki Banku Światowego.

Wykres R.1.2 Wrażliwość wybranych gospodarek na spowolnienie gospodarcze w Chinach

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie bazy danych OECD TiVA, danych chińskiego urzędu celnego, Bank Światowego, narodowych urzędów statystycznych, MFW i UNCTAD.

Uwagi: wielkość punktów oznacza skalę wpływu spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach na wzrost gospodarczy poszczególnych krajów, oszacowaną na podstawie elastyczności eksportu poszczególnych krajów do Chin w ujęciu realnym względem wzrostu PKB w Chinach.

Jedną z głównych przyczyn obniżenia dynamiki PKB w Chinach w ostatnich latach jest dokonująca się zmiana dotychczasowego modelu gospodarczego opartego na taniej sile roboczej, skoncentrowanego na rozwoju sektora eksportowego i inwestycjach, zwłaszcza infrastrukturalnych i mieszkaniowych. Zmiana struktury wzrostu gospodarczego wynika w znacznej mierze z celowych działań chińskich władz dążących do oparcia wzrostu PKB w większym stopniu na popycie konsumpcyjnym, a także z pogorszenia warunków do dalszego dynamicznego wzrostu inwestycji ze względu na silny wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego (Wykres R.1.1). Ponadto obniżyła się aktywność w branżach uzależnionych od inwestycji budowlanych.

Z uwagi na znaczenie Chin dla gospodarki światowej, spowolnienie gospodarcze w tym kraju może negatywnie wpłynąć na procesy makroekonomiczne na świecie i w Polsce, przy czym można wskazać kilka czynników decydujących o roli Chin w światowym wzroście gospodarczym.

Po pierwsze, Chiny mają znaczący udział w światowej produkcji i zużyciu wielu surowców, co sprawia, że ich ceny są szczególnie wrażliwe na tempo wzrostu gospodarczego w chińskiej gospodarce. Udział Chin w światowym spożyciu surowców wynosi od 11,3% w przypadku ropy naftowej do 43,9% w przypadku metali. Spadek dynamiki PKB w Chinach oddziałuje więc w kierunku niższych cen surowców na rynkach światowych, przyczyniając się tym samym do niższej inflacji na świecie i w Polsce, a także – pośrednio – pogorszenia sytuacji makroekonomicznej w krajach eksportujących surowce.

Po drugie, w Chinach wytwarzane jest 16% światowego PKB, co przekłada się na wysoki wkład Chin w dynamikę światowego PKB (średnio nieco ponad 1 pkt proc. w ostatnich 10 latach, co odpowiadało 1/3 wzrostu światowego PKB). Oprócz wysokiego udziału w światowej produkcji, Chiny odpowiadają też za znaczną część handlu światowego – przypada na nie 10% światowego importu i 12% światowego eksportu dóbr. Wskazuje to, że wpływ obniżenia dynamiki chińskiego PKB na wzrost gospodarczy na świecie, poprzez kanał handlowy, może być istotny. Zarazem jednak powinien on być mniejszy niż, gdyby źródłem szoku dla gospodarki światowej było analogiczne obniżenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych lub strefie euro z uwagi na mniejszą skalę powiązań handlowych i finansowych.

Po trzecie, silniejsze od oczekiwań spowolnienie chińskiej gospodarki może przyczynić się do pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz spadku cen aktywów, w tym aktywów w krajach wschodzących oraz osłabienia ich walut. W III kw., kiedy nasiliły się obawy o skalę spowolnienia w Chinach, globalny indeks cen akcji MSCI obniżył się o 9,5%, analogiczny indeks dla gospodarek wschodzących – o 18,5%, natomiast indeks cen walut dla krajów wschodzących – o 8,3%. Jednocześnie zmienność kursów walut gospodarek wschodzących i cen akcji zwiększyła się najsilniej od czasu eskalacji kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

Skala wpływu spowolnienia w Chinach na poszczególne gospodarki będzie zróżnicowana i zależna od stopnia ich powiązań gospodarczych z Chinami oraz udziału eksportu netto surowców w ich całkowitym eksporcie (Wykres R.1.2). Gospodarki europejskie, zwłaszcza Niemcy, są wrażliwe na spowolnienie w Chinach, choć w mniejszym stopniu niż kraje azjatyckie i kraje będące eksporterami surowców. Eksport z Niemiec do Chin stanowi ok. 7% całości niemieckiego eksportu (wobec przeciętnie 23% w Azji Południowo-Wschodniej). Wrażliwość gospodarki niemieckiej na spowolnienie w Chinach może być jednak potęgowana przez wyraźną koncentrację eksportu niemieckiego do Chin na wyrobach wrażliwych na zmiany popytu inwestycyjnego oraz towarach nie stanowiących dóbr pierwszej potrzeby (46% eksportu stanowią maszyny i urządzenia wykorzystywane w przemyśle, a dalsze 27% – samochody osobowe i ciężarowe).

Spowolnienie wzrostu chińskiej gospodarki może oddziaływać na wzrost gospodarczy w Polsce bezpośrednio poprzez osłabienie eksportu do Chin, jak i poprzez pośrednie powiązania handlowe. Bezpośredni wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na wzrost PKB w Polsce będzie prawdopodobnie bardzo ograniczony z uwagi na niewielki udział Chin w polskim eksporcie. W latach 2008-14 eksport polskich dóbr do Chin росł średnio o 10,4%, jednak nadal stanowi ok. 1% polskiego eksportu, a jedynie 13% eksporterów sprzedaje swoje towary do Chin. Eksport do Chin jest silnie zdywersyfikowany i nie ma kluczowego znaczenia dla niemal żadnej z branż, a na rynku chińskim są obecne głównie duże polskie podmioty eksportujące również do innych krajów. Z tego względu – choć spowolnienie w Chinach do tej pory nie miało istotnego wpływu na perspektywy sprzedaży polskich przedsiębiorstw – w przypadku jego nasilenia polskie podmioty eksportujące do Chin mogą przekierować część swojej sprzedaży do Chin do innych krajów. Spadek chińskiego popytu na metale może być jednak silnie odczuwalny w przypadku wydobywania miedzi i niektórych innych metali nieszlachetnych (gdzie udział Chin w eksporcie całej branży stanowił w poprzednich latach odpowiednio ok. 15% i 90%)³. Dodatkowo, chociaż poza niektórymi metalami do Chin eksportowana jest niewielka część polskich surowców, to obniżenie ich cen na świecie związane ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego w Chinach może spowodować spadek rentowności polskiej branży wydobywczej, zwłaszcza górnictwa węgla kamiennego.

Pośredni wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach na aktywność gospodarczą w Polsce może dokonywać się poprzez obniżenie dynamiki wzrostu w Niemczech, a także spowolnienie wzrostu handlu zagranicznego w ramach globalnych sieci produkcji. Niemcy są głównym odbiorcą towarów wytwarzanych przez polskie podmioty w ramach globalnych sieci produkcji (ok. 22%), a istotnym towarem eksportowym do Niemiec są

³ Poza tym, do Chin eksportują następujące branże: przemysł samochodowy (głównie części samochodowe) – 37% eksporterów, produkcja urządzeń elektrycznych – 29% eksporterów, produkcja substancji farmaceutycznych – 29% eksporterów, produkcja elektroniki i optyki – 20% eksporterów, a także badania naukowe – 40% podmiotów eksportujących te usługi.

samochody i części samochodowe oraz inne maszyny i urządzenia (łącznie ok. 36%), a więc towary wrażliwe na spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie jednak istotnym źródłem wzrostu polskiego eksportu w ostatnich latach był rosnący popyt na dobra konsumpcyjne, który charakteryzuje się większą stabilnością w ramach wahań cyklicznych (por. Ramka 2 *Przyczyny spowolnienia handlu zagranicznego na świecie i w Polsce*), a udział popytu chińskiego w wytworzonej w Polsce wartości dodanej wynosi zaledwie nieco ponad 2%.

Chociaż, jak wskazano wyżej, osłabienie wzrostu gospodarczego w Chinach może ograniczać skalę ożywienia gospodarczego w niektórych krajach, jest ono nieuniknionym etapem wchodzenia chińskiej gospodarki na ścieżkę bardziej zrównoważonego wzrostu, co w dłuższym okresie powinno być korzystne dla gospodarki światowej. Jednak nawet w krótkim okresie, pomimo spowolnienia, wzrost gospodarczy w Chinach będzie nadal jednym z głównych czynników wspierających wzrost światowego popytu. Zgodnie z prognozami MFW, w latach 2015-16 wartość wytworzonego PKB w Chinach zwiększy się o ponad 1,5-krotnie więcej niż przeciętnie w latach 2001-10. Do tego wzrostu gospodarczego prawdopodobnie przyczyniać się będzie w większym stopniu niż dotychczas popyt konsumpcyjny, co wynika ze stopniowej zmiany modelu wzrostu gospodarczego. Może to skutkować wyższym popytem importowym ze strony Chin, a w konsekwencji mniejszą skalą wpływu spowolnienia w Chinach na wzrost gospodarczy na świecie, a przez to również w Polsce. Ponadto pozytywnie na wzrost gospodarczy Polski, ale również Niemiec, jak i innych importerów netto surowców energetycznych, będzie wpływać utrzymywanie się niskich cen tych towarów na świecie, co powinno wspierać wzrost konsumpcji i inwestycji w tych krajach. Niemniej jednak – zgodnie z szacunkami NBP – nawet bardzo silne spowolnienie w Chinach i związany z nim ponowny spadek cen surowców nie powinny wpłynąć w sposób istotny na perspektywy powrotu inflacji do celu w Polsce.

Podsumowując, skala bezpośredniego wpływu spowolnienia Chin na koniunkturę w Polsce jest niewielka, co wynika z relatywnie niskiego udziału Chin w polskim eksporcie. Obniżenie wzrostu gospodarczego w Chinach będzie prawdopodobnie oddziaływać na polską gospodarkę głównie pośrednio, poprzez uczestnictwo Polski w globalnych sieciach produkcji i osłabienie wzrostu w Niemczech. Chociaż spadek cen surowców związany ze spowolnieniem w Chinach może mieć wyraźnie negatywny wpływ na niektóre branże polskiej gospodarki (producentów surowców), to jednocześnie przyczynia się on do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, a także spadku kosztów produkcji, oddziałując w kierunku wyższej aktywności. Ocena łącznej skali wpływu obniżenia chińskiego wzrostu na polską gospodarkę jest jednak obciążona znaczną niepewnością wobec skali tego spowolnienia, jego przełożenia na inne gospodarki, a także oddziaływania na globalne nastroje i rynki finansowe.

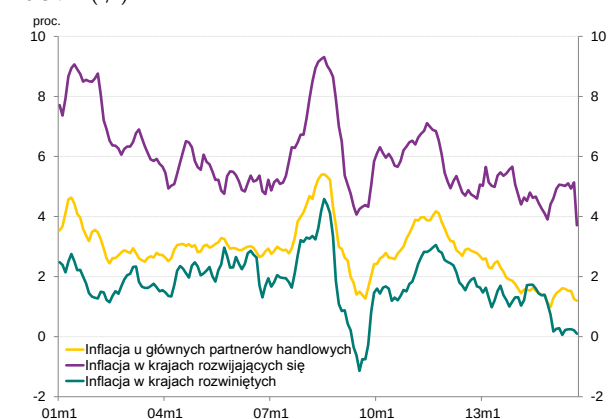
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja na świecie pozostaje bardzo niska, co wynika w dużej mierze z silnego obniżenia się cen surowców w ciągu ostatniego roku (Wykres 1.6, por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

W wielu krajach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych, dynamika cen konsumpcyjnych kształtuje się w okolicy lub poniżej zera. Z kolei inflacja bazowa – w warunkach umiarkowanego ożywienia aktywności gospodarczej w tych krajach kształtuje się na poziomach zbliżonych do wieloletniej średniej i powyżej inflacji CPI.

Również w bezpośrednim otoczeniu polskiej

Wykres 1.6 Inflacja CPI w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących* oraz u głównych partnerów handlowych Polski** (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

*/ średnia inflacja dla największych gospodarek wschodzących (stanowiących łącznie 80% światowego PKB), ważona PKB,

**/ średnia inflacja u głównych partnerów handlowych Polski (strefy euro, Wielkiej Brytanii, Rosji, Chin, Stanów Zjednoczonych, Ukrainy, Korei i Norwegii), ważona udziałem w handlu zagranicznym (w eksporcie i imporcie)

gospodarki inflacja utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, przy czym w strefie euro obniżyła się ona ponownie nieznacznie poniżej zera (Wykres 1.7; Wykres 1.8). Było to związane nie tylko ze spadkiem cen energii, ale także – inaczej niż w Stanach Zjednoczonych – z utrzymującą się niską presją popytową. Obniżeniu się inflacji towarzyszył niewielki spadek rynkowych oczekiwań inflacyjnych, wskazujący na wydłużanie się oczekiwanego przez uczestników rynku horyzontu powrotu inflacji do poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (Wykres 1.7).

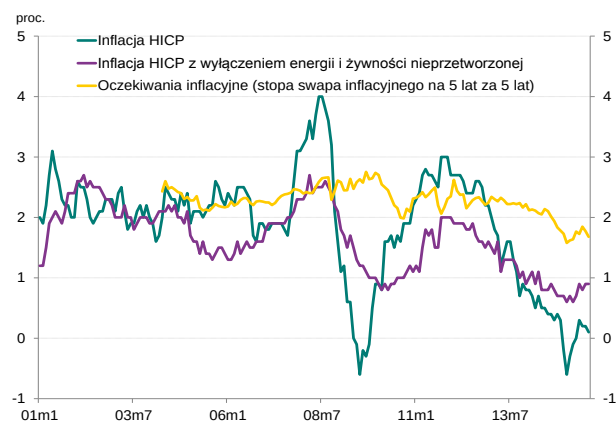
Także w większości gospodarek wschodzących dynamika cen jest relatywnie niska (Wykres 1.6). Jedynie w niektórych gospodarkach wschodzących – w tym w Rosji – utrzymuje się wysoka inflacja, co jest związane głównie z deprecjacją ich walut w ciągu ostatniego roku, ale także oddziaływaniem czynników specyficznych dla tych gospodarek.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców na światowych rynkach – po przejściowym wzroście w II kw. – w III kw. br. wyraźnie obniżyły się. Do spadków ich cen przyczyniała się szybko rosnąca podaż oraz osłabienie światowego popytu na surowce.

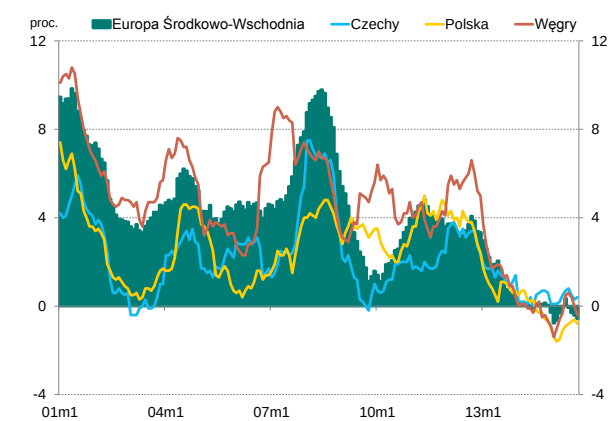
Wysoki poziom produkcji ropy naftowej utrzymywany przez wiele krajów, w tym przez kraje OPEC, prowadzący do dalszego silnego wzrostu jej zapasów, oraz oczekiwane ograniczenie światowego popytu na ten surowiec (głównie za sprawą spowolnienia gospodarczego w Chinach) doprowadziły do ponownego spadku cen ropy (Wykres 1.9). Ceny ropy naftowej Brent – po przejściowym wzroście w I połowie roku – w sierpniu osiągnęły najniższy poziom od marca 2009 r. Słabnący popyt ze strony gospodarki chińskiej był również głównym czynnikiem odpowiadającym za spadek cen metali

Wykres 1.7 Inflacja HICP, inflacja bazowa i długookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

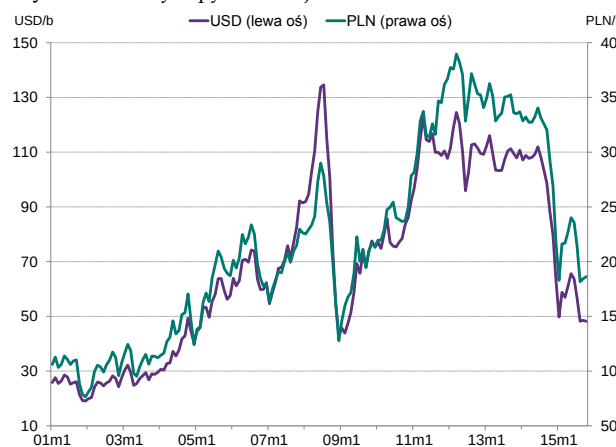
Wykres 1.8 Inflacja CPI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.9 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

przemysłowych oraz dalsze obniżanie się cen węgla. Z kolei spadek cen gazu w ostatnich miesiącach wynikał głównie z oddziaływania czynników podażowych, w szczególności rosnących dostaw tego surowca z Rosji (Wykres 1.10).

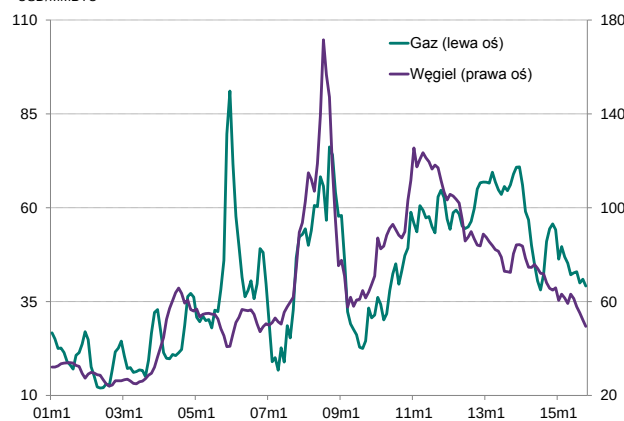
Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się także ceny głównych surowców rolnych, w szczególności pszenicy i wieprzowiny (Wykres 1.11). Spadek cen wynikał przede wszystkim z wysokiej podaży surowców, która utrzymywała się pomimo suszy w Europie. Do wzrostu podaży niektórych surowców rolnych (kawy, cukru) przyczyniała się także wyższa zyskowność ich produkcji, związana z wcześniejszą deprecjacją walut ich głównych producentów (Brazylia, Kolumbii oraz Wietnamu) względem dolara amerykańskiego.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Stopy procentowe głównych banków centralnych kształtują się na niskim poziomie, w pobliżu zera. Jednocześnie utrzymuje się dywergencja w zakresie oczekiwanego kierunku polityki pieniężnej prowadzonej przez Rezerwę Federalną (Fed) i Europejski Bank Centralny (EBC, Wykres 1.12, Wykres 1.14), a niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej tych banków centralnych wzrosła.

Od dłuższego czasu Fed sygnalizuje możliwość podwyższenia stóp procentowych, uzależniając termin rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej od sytuacji na rynku pracy i poziomu inflacji. Pomimo poprawy na amerykańskim rynku pracy (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*), Fed nie podjął do tej pory decyzji o podwyższeniu stóp procentowych, nie wykluczając jednak tego działania jeszcze w obecnym roku. Oczekiwania rynkowe wskazują, że pierwsza podwyżka stóp procentowych w Stanach

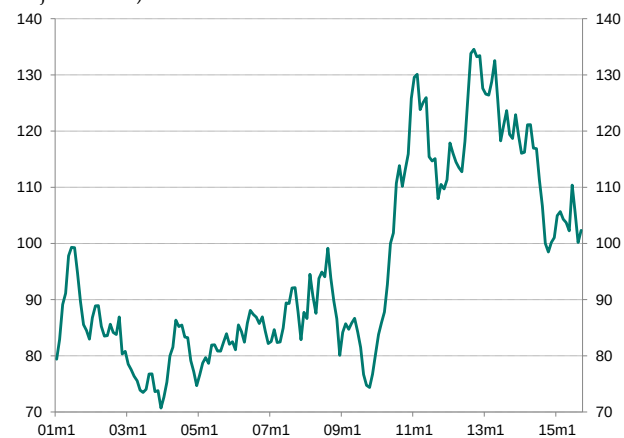
Wykres 1.10 Ceny gazu i węgla na rynkach światowych USD/MMBTU*



Źródło: Dane Bloomberg.

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

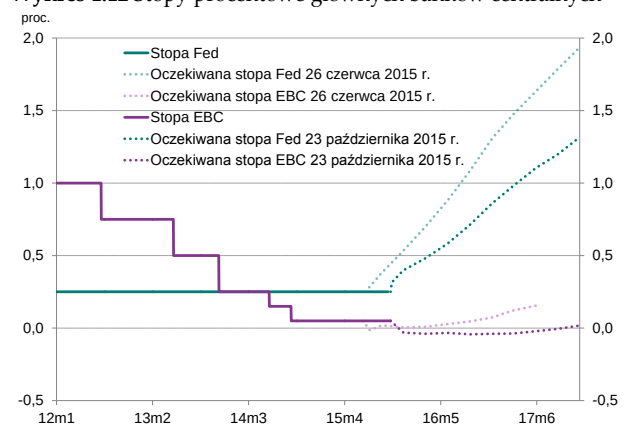
Wykres 1.11 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

*/ W skład indeksu wchodzi cena: 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.

Wykres 1.12 Stopy procentowe głównych banków centralnych*



Źródło: Dane Bloomberg.

*/ Oczekiwana stopa Fed – 90-dniowe kontrakty opcyjne na rynku eurodolarowym, oczekiwana stopa EBC – opcje na 3-miesięczny EURIBOR.

Zjednoczonych nastąpi dopiero w I kw. 2016 r. Należy przy tym podkreślić, że oczekiwania dotyczące rozpoczęcia podwyżek stóp przez Fed są obecnie bardzo zmienne (Wykres 1.13).

Z kolei EBC kontynuuje rozpoczęty w marcu br. program zakupu aktywów (głównie obligacji skarbowych państw strefy euro), który ma trwać przynajmniej do września 2016 r. EBC nie wyklucza jednak rozważenia modyfikacji programu zakupu aktywów, poprzez wydłużenie okresu funkcjonowania, zwiększenie skali lub poszerzenie zakresu skupowanych aktywów finansowych. Ponadto EBC przeprowadził kolejną rundę TLTRO, przy czym popyt na środki w ramach tej operacji był niższy w porównaniu do poprzednich rund.

Kontynuacja luzowania ilościowego przez EBC skłaniała banki centralne części europejskich krajów do dalszego łagodzenia swojej polityki pieniężnej. Od poprzedniego *Raportu* szwedzki bank centralny ponownie obniżył stopy procentowe do wyraźnie ujemnego poziomu, rozszerzając dodatkowo program zakupu aktywów finansowych. Ponadto czeski bank centralny interweniował w celu utrzymania kursu walutowego poniżej swojego asymetrycznego celu kursowego.

Politykę pieniężną łagodził również Ludowy Bank Chin, który kontynuował rozpoczęte w I połowie br. obniżki stóp procentowych i stopy rezerw obowiązkowych, a także poszerzał zakres wsparcia płynnościowego dla sektora bankowego. Ponadto chiński bank centralny dokonał pewnego poluzowania reżimu kursowego, na skutek czego juan osłabił się najsilniej od ponad 20 lat. Następnie podjął on jednak działania na rzecz stabilizacji kurs waluty.

1.5 Światowe rynki finansowe

W sierpniu miał miejsce spadek indeksów giełdowych na świecie. Było to związane z jednej

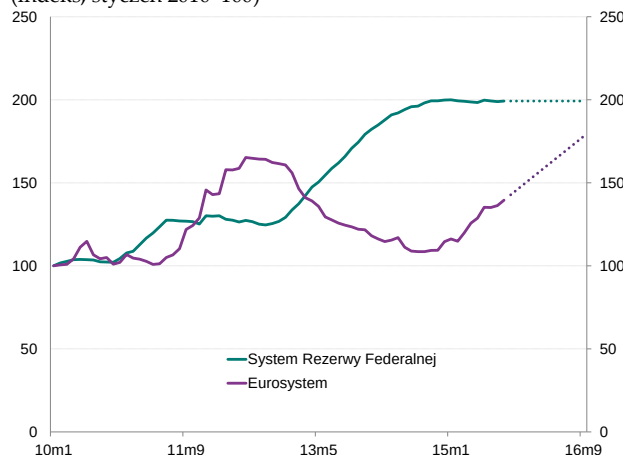
Wykres 1.13 Liczba miesięcy pozostałych do rozpoczęcia zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi*



Źródło: Dane Bloomberg.

*/ Indeks MSM1KE.

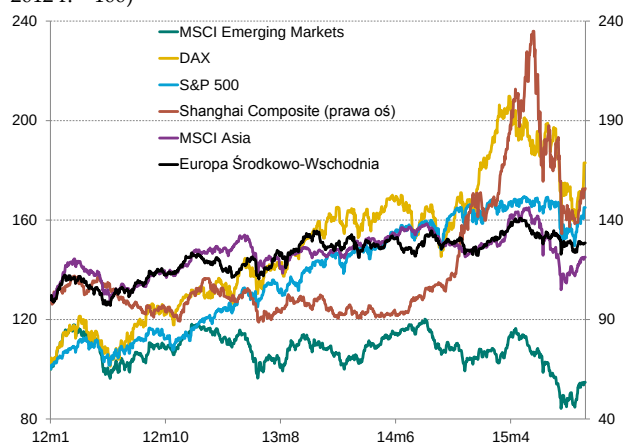
Wykres 1.14 Sumy bilansowe głównych banków centralnych (indeks, styczeń 2010=100)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

*/ Dla sumy bilansowej Eurosystemu prognoza wyznaczona przy założeniu jej wzrostu o 60 mld EUR miesięcznie, dla sumy bilansowej Fed – przy założeniu jej niezmienności.

Wykres 1.15 Indeksy giełdowe na świecie* (indeks, styczeń 2012 r. = 100)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

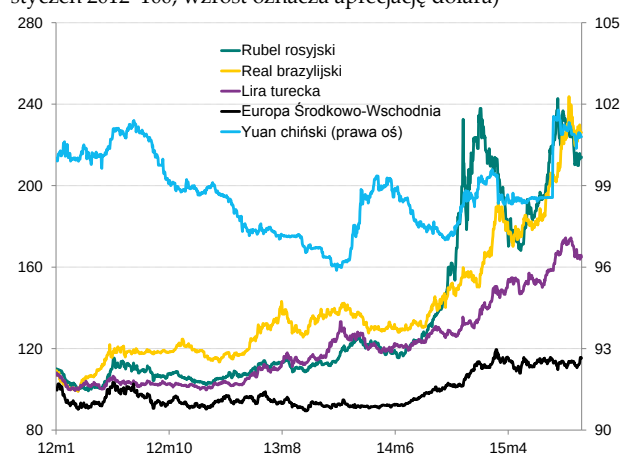
*/ Indeks cen akcji dla Europy Środkowo-Wschodniej – średnia arytmetyczna głównych indeksów giełdowych, ważona PKB.

strony ze zmianami oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed, a z drugiej – ze wzrostem ryzyka silniejszego spowolnienia wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach. Spadek cen akcji wyhamował we wrześniu, jednak indeksy giełdowe pozostają znacznie poniżej poziomów sprzed kilku miesięcy w wielu krajach na świecie, szczególnie w azjatyckich gospodarkach wschodzących (Wykres 1.15).

Silnemu obniżeniu cen akcji na światowych giełdach towarzyszyło przejściowe osłabienie walut wielu krajów wschodzących. Jednocześnie waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej były w tym okresie względnie stabilne (Wykres 1.16).

Równocześnie, obniżyły się rentowności obligacji głównych krajów rozwiniętych, do czego przyczynił się wzrost ryzyka osłabienia aktywności gospodarczej na świecie, obniżenie oczekiwań inflacyjnych wynikające z ponownego spadku cen surowców, a także odsunięcie w czasie podwyżek stóp w Stanach Zjednoczonych i sygnalizowanie możliwości zwiększenia skali łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC (Wykres 1.17).

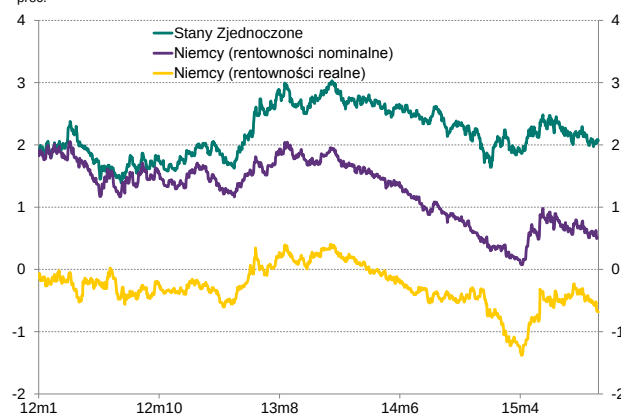
Wykres 1.16 Kursy wybranych walut gospodarek wschodzących* w relacji do dolara amerykańskiego (indeks, styczeń 2012=100, wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

* / Waluty Europy Środkowo-Wschodniej – indeks ważony PKB.

Wykres 1.17 Rentowności 10-letnich niemieckich i amerykańskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

2 Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

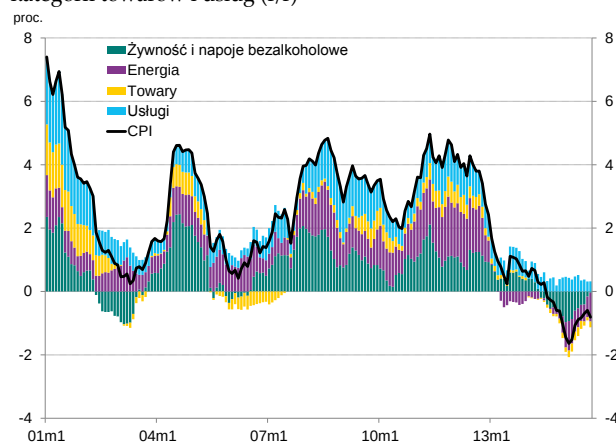
W Polsce utrzymuje się deflacja, choć jej skala była w III kw. br. mniejsza niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.1). Spadek cen wynikał głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców na rynkach światowych, co skutkowało w szczególności obniżeniem się cen energii.

Spadek cen surowców – wraz z umiarkowaną koniunkturą i wciąż ujemną luką popytową u głównych partnerów handlowych Polski – przyczynił się także do utrzymania się niskiej dynamiki cen w otoczeniu Polski. Czynniki te oddziaływały w kierunku spadku cen importu, który był jednak ograniczany przez słabszy niż rok wcześniej poziom kursu złotego wobec dolara amerykańskiego. W efekcie, dynamika cen importu pozostała zbliżona do zera (Wykres 2.2).

Do spadku cen konsumpcyjnych przyczyniał się także brak presji popytowej w Polsce odzwierciedlony w niskim poziomie inflacji bazowej (Wykres 2.3) oraz brak presji kosztowej przejawiający się spadkiem cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.4). Jednocześnie presja płacowa – w warunkach deflacji i niskich oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych (Tabela 2.1) – była nadal ograniczona.

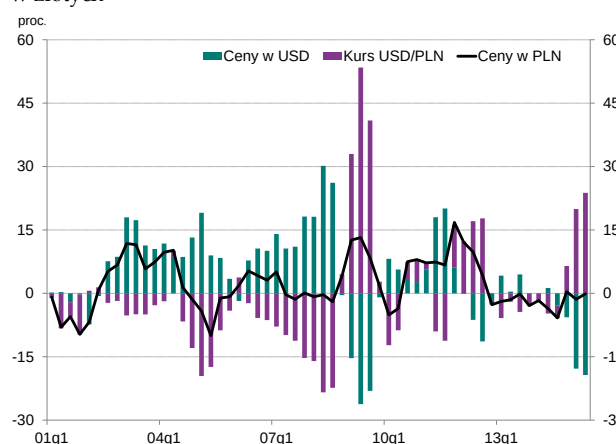
Utrzymywanie się deflacji związane było także z niższymi niż rok wcześniej cenami żywności, szczególnie cenami mięsa, których spadek był związany z utratą części zagranicznych rynków zbytu na wieprzowinę⁴. Do obniżenia cen

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



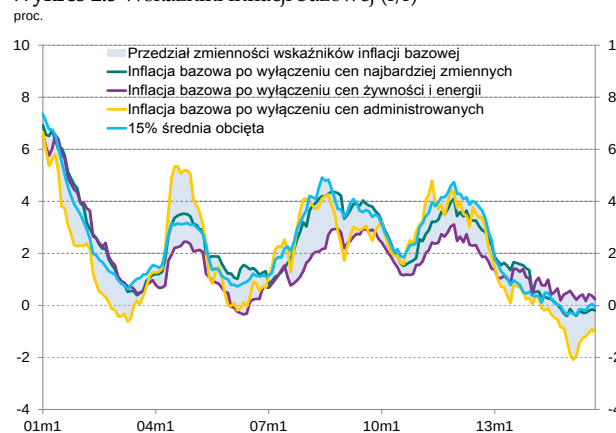
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴ Od I kwartału 2014 r. roku wiele krajów wprowadziło ograniczenia na import wieprzowiny z Polski, co było związane z wykryciem w Polsce ognisk afrykańskiego pomoru świń.

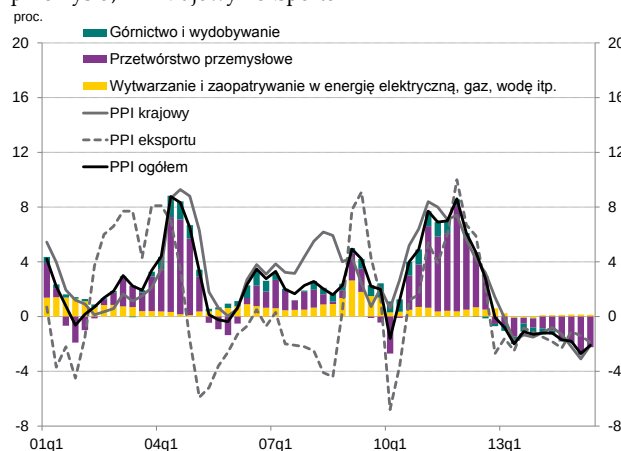
żywności przyczyniał się także spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie skala spadku cen żywności zmniejszyła się w ostatnich miesiącach, co wynikało głównie ze wzrostu cen warzyw i owoców. Wzrost ten był związany z tegoroczną suszą, a także ograniczeniem skali upraw niektórych warzyw i owoców, wskutek obaw o niską – podobnie jak w ub.r. – opłacalność produkcji⁵.

W kolejnych miesiącach dynamika cen powinna stopniowo rosnać, do czego będzie przyczyniać się wygasanie wpływu dotychczasowych spadków cen surowców, przy utrzymującym się stabilnym wzroście gospodarczym i korzystnej sytuacji na rynku pracy. Na stopniowy wzrost inflacji wskazują także prognozy formułowane przez analityków sektora finansowego i ankietowanych ekonomistów (Tabela 2.1).

2.2 Popyt i produkcja

W II kw. br. dynamika PKB była nieco niższa niż w poprzednim kwartale, przy czym tempo wzrostu pozostało zbliżone do szacunku dynamiki produktu potencjalnego (Wykres 2.5, Tabela 2.2). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był nadal rosnący popyt konsumpcyjny, któremu sprzyjała dobra sytuacja na rynku pracy oraz stabilny przyrost kredytu dla gospodarstw domowych. Istotny udział we wzroście PKB miał także – choć w mniejszym stopniu niż w I kw. – wzrost inwestycji, któremu sprzyjał wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, korzystna sytuacja finansowa firm i relatywnie niskie koszty finansowania. Jednocześnie wkład eksportu netto obniżył się do zera, co związane było z silniejszym spowolnieniem wzrostu eksportu niż importu w warunkach słabnącego wzrostu handlu międzynarodowego.

Wykres 2.4 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu



Źródło: Dane GUS, Eurostat.

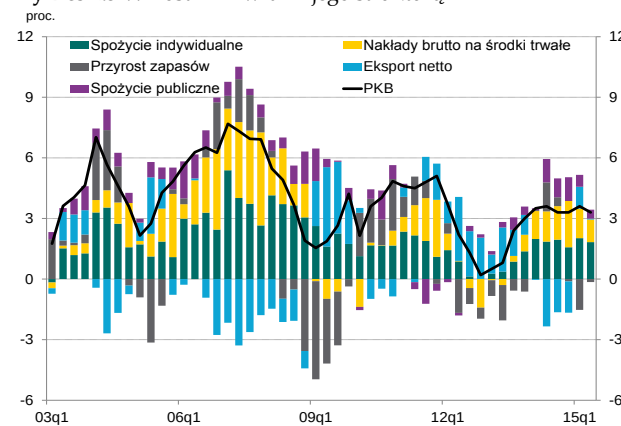
Tabela 2.1. Oczekiwania inflacyjne konsumentów, przedsiębiorstw, analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	cze	lip	sie	wrz	paź
Inflacja CPI oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy					
Konsumenty*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Przedsiębiorstwa	0,2	-	-	0,2	-
Oczekiwana średnioroczna inflacja CPI					
Analitycy sektora finansowego					
- w 2015 r.	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-
- w 2016 r.	1,5	1,5	1,4	1,5	-
- w 2017 r.	2,0	2,0	2,0	2,2	-
Ankieta Makroekonomiczna NBP					
- w 2015 r.	-0,6	-	-	-0,8	-
- w 2016 r.	1,4	-	-	1,3	-
- w 2017 r.	2,0	-	-	1,9	-

Źródło: Dane GUS, NBP, Thomson Reuters.

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

Wykres 2.5 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

⁵ Do wzrostu rocznej dynamiki cen warzyw przyczynił się też dodatni efekt bazy związany z nietypowym spadkiem ich cen w analogicznym okresie ub.r., związanym z wysokimi zbiorami oraz wprowadzeniem embarga przez Federację Rosyjską.

2.2.1 Konsumpcja

W II kw. br. konsumpcja gospodarstw domowych rosła w tempie zbliżonym do obserwowanego w poprzednich kwartałach (2,9% r/r wobec 3,1% r/r w I kw. br., Wykres 2.6). Wzrostowi konsumpcji sprzyjał dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Utrzymywał się także wzrost płac nominalnych, co wraz z dalszym spadkiem cen żywności i energii zwiększało realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. W tych warunkach nastroje konsumentów poprawiały się (Wykres 2.8). W kierunku wzrostu konsumpcji oddziaływał również stabilny wzrost kredytów konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*). Jednocześnie wpływ rosnących dochodów gospodarstw domowych na dynamikę konsumpcji był ograniczony ze względu na ich zwiększającą się skłonność do oszczędzania.

Dane napływające w III kw. wskazują, że tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego może utrzymać się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w II kw. br. Wskazuje na to kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy i utrzymywanie się – pomimo niewielkiego pogorszenia – dobrych nastrojów konsumentów. Jednocześnie, dynamika sprzedaży detalicznej w tym okresie obniżyła się, choć na razie trudno jest ocenić trwałość tego spowolnienia.

2.2.2 Inwestycje

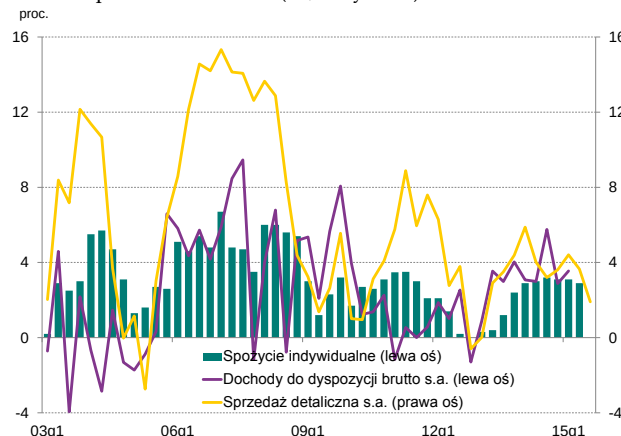
Wzrost inwestycji w gospodarce spowolnił i kształtuje się na umiarkowanym poziomie (w II kw. 2015 r. dynamika inwestycji wyniosła 6,4% r/r wobec 11,4% r/r w I kw. b.r.)⁶. Obniżenie dynamiki inwestycji wynikało głównie ze spadku tempa wzrostu inwestycji samorządów, co związane było z mniejszym współfinansowaniem projektów ze środków UE (Wykres 2.9).

Tabela 2.2 Tempo wzrostu PKB i wybranych składowych (r/r) oraz wkład przyrostu zapasów i eksportu netto do PKB

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

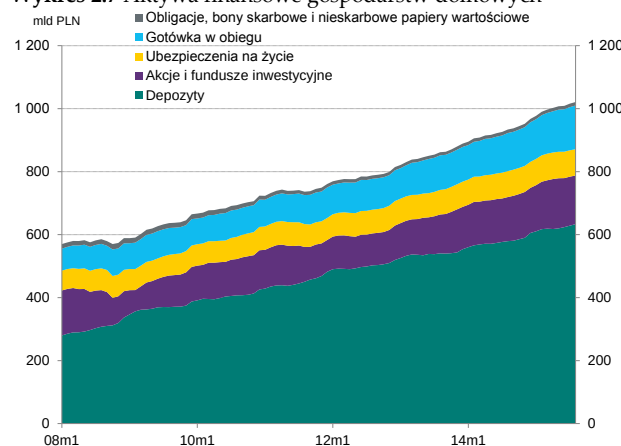
Źródło: Dane GUS.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7 Aktywa finansowe gospodarstw domowych



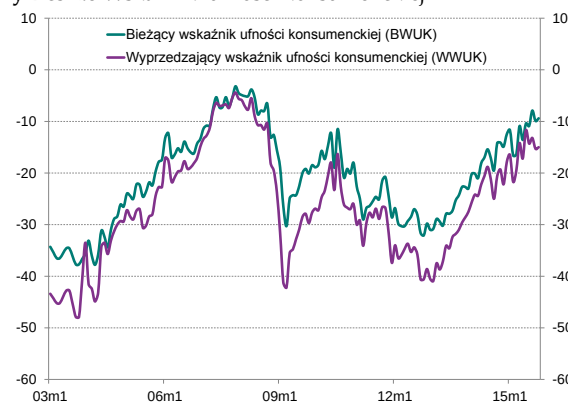
Źródło: Dane NBP.

⁶ Dynamika inwestycji na podstawie wstępnego szacunku produktu krajowego brutto GUS. Pozostałe dane na podstawie szacunków z modelu NECMOD.

Jednocześnie nieznacznie spowolnił wzrost inwestycji przedsiębiorstw, pozostając jednak powyżej swojej wieloletniej średniej. Niewielkie osłabienie aktywności inwestycyjnej firm można wiązać z podwyższoną niepewnością co do perspektyw wzrostu popytu globalnego i – w efekcie – popytu na dobra produkowane w ramach międzynarodowych łańcuchów dostaw. Z kolei dalszemu wzrostowi nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw sprzyjał wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.10), korzystna sytuacja finansowa firm umożliwiając finansowanie projektów ze środków własnych, a także wysoka dostępność i niskie oprocentowanie kredytów⁷. Czynniki te powinny wspierać wzrost aktywności inwestycyjnej firm także w kolejnym kwartale. Perspektywy aktywności inwestycyjnej firm pozostają zatem korzystne⁸.

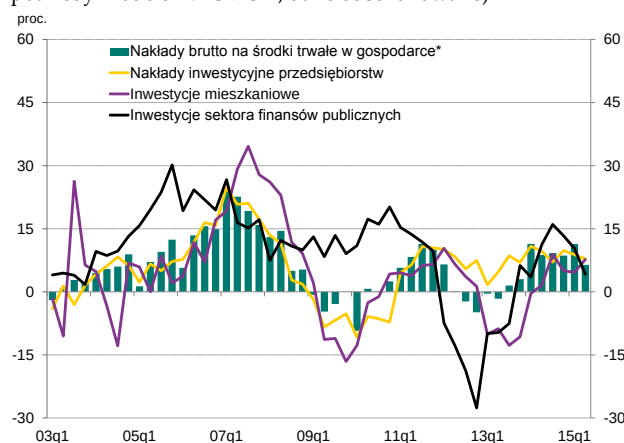
Dynamika inwestycji w gospodarce była jednocześnie wspierana przez wyraźne przyspieszenie wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Do ożywienia tej kategorii inwestycji przyczyniała się relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji mieszkaniowych, związana z historycznie niskim poziomem nominalnych stóp procentowych. Wzrostowi tych inwestycji sprzyjała także utrzymująca się od początku 2014 r. dobra sytuacja na rynku pracy zwiększająca zarówno zdolność do finansowania zakupów mieszkań ze środków własnych, jak również – wraz ze stosunkowo niskim poziomem oprocentowania kredytu – dostępność kredytową mieszkań.

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

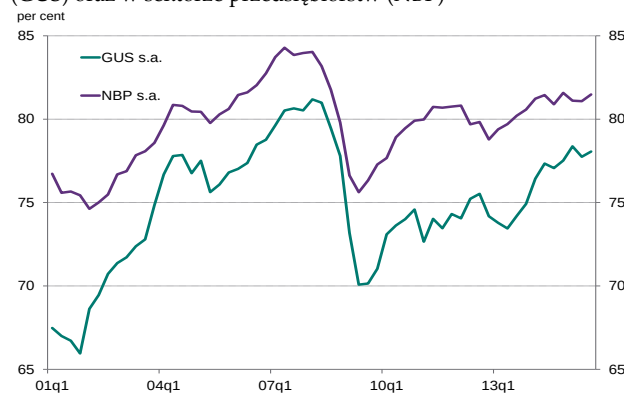
Wykres 2.9 Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*/ Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.10 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)*



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

*/ Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest niższy od wskaźnika z badań ankietowych NBP. Jest to spowodowane uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw oraz nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP.

⁷ Przedsiębiorstwa w II kw. zwiększały nakłady we wszystkich kategoriach, a największy wzrost inwestycji, tak jak w poprzednim kwartale, nastąpił w sektorze budowlanym. Zwiększyła się również skala noworozpoczynanych projektów (w II kw. wzrosła o 20,7% r/r wg ich wartości kosztorysowej). Wśród nich szczególnie przyspieszają inwestycje o charakterze modernizacyjnym.

⁸ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz na IV kw. 2015 r., NBP, październik 2015 r.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

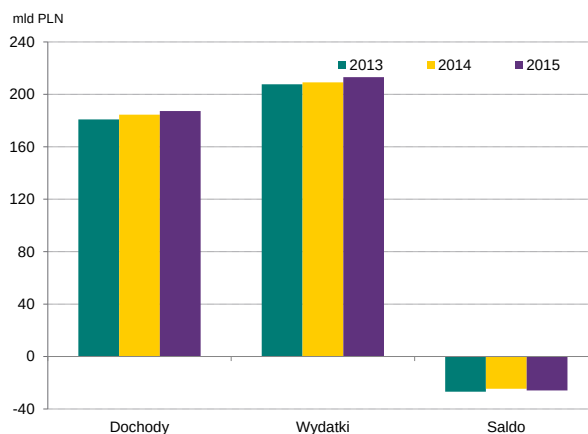
Wpływ sektora finansów publicznych na łączny popyt był zbliżony do neutralnego. W okresie styczeń-wrzesień 2015 r. deficyt budżetu państwa był wyższy niż w analogicznym okresie ub.r. (Wykres 2.11), przede wszystkim za sprawą czynnika jednorazowego po stronie wydatkowej⁹. W jednostkach samorządu terytorialnego nastąpiła natomiast niewielka poprawa ich sytuacji finansowej¹⁰.

Wydatki budżetu państwa wzrosły w okresie styczeń-wrzesień o 4,1% r/r (1,8% r/r po wyłączeniu wpływu czynnika jednorazowego). Z kolei wzrost dochodów budżetowych był niski (0,4% r/r), co było efektem spadku wpływów z VAT (związanego z deflacją oraz przyjętymi zmianami legislacyjnymi)¹¹. Jednocześnie korzystna sytuacja na rynku pracy i dobre wyniki przedsiębiorstw wspierały wzrost innych dochodów podatkowych.

W I półroczu br. nadwyżka w budżetach jednostek samorządu terytorialnego była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. Do poprawy ich sytuacji finansowej przyczyniła się relatywnie wysoka dynamika wpływów z dochodów własnych (4,8% r/r), przy niskim tempie wzrostu wydatków bieżących (1,9% r/r).

Sytuacja finansowa głównych funduszy celowych była nieco lepsza niż w analogicznym okresie ub.r. Wynik finansowy Funduszu Pracy poprawił się, co było głównie związane z poprawą sytuacji na rynku pracy przyczyniającej się do wzrostu

Wykres 2.11 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-wrzesień



Źródło: Dane NBP, Ministerstwa Finansów.

⁹ Częściowe wykonanie odroczonej płatności z tytułu zakupu samolotów wielozadaniowych F-16. Transakcja ta nie ma wpływu na wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA 2010.

¹⁰ Dane dotyczące budżetu państwa odnoszą się do okresu styczeń-wrzesień 2015 r., natomiast dane dotyczące budżetu jednostek samorządu terytorialnego – do I półrocza 2015 r.

¹¹ Negatywnie na dynamikę dochodów z VAT w 2015 r. oddziaływało przesunięcie wpływów związane z wprowadzeniem z początkiem br. korzystniejszych zasad rozliczania tego podatku przez tzw. importerów upoważnionych (*Authorised Economic Operator*, AEO) oraz możliwość odliczania 50% kosztów paliwa do napędu samochodów wykorzystywanych w celach mieszanych (służbowych i prywatnych) od lipca br. Ponadto dynamika wpływów z VAT w pierwszych miesiącach 2014 r. była wyjątkowo wysoka, co było efektem m.in. wzmożonych zakupów samochodów służbowych w związku z wchodzącymi od kwietnia 2014 r. zmianami zasad odliczania VAT od ich zakupu.

wpływów ze składek i ograniczenia wydatków na zasiłki dla bezrobotnych. Z kolei sytuacja finansowa Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Narodowego Funduszu Zdrowia nie zmieniła się istotnie w porównaniu do analogicznego okresu ub.r.

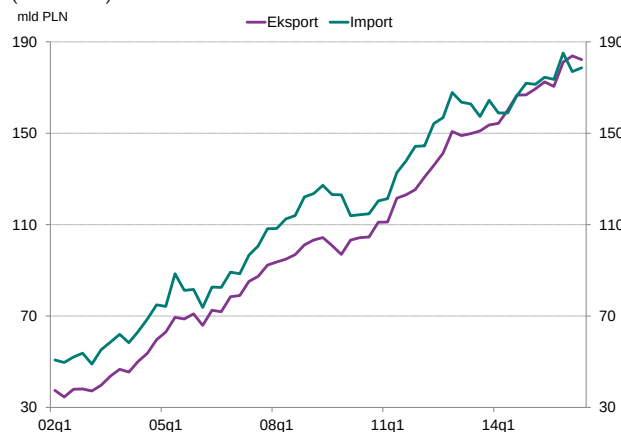
Według szacunków Ministerstwa Finansów, przedstawionych w październikowej notyfikacji fiskalnej, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (*general government*) w 2015 r. obniży się z 3,3% PKB w 2014 r. do 2,8% PKB (ESA2010). Spodziewana poprawa wyniku sektora jest przede wszystkim konsekwencją zmian zasad przekazywania składek emerytalnych do OFE od lipca 2014 r.¹² oraz jednorazowych wpływów z aukcji częstotliwości telekomunikacyjnych.

Rząd szacuje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2016 r. nie przekroczy progu 3% PKB. Projekt *Ustawy budżetowej na rok 2016*, przedłożony Sejmowi pod koniec września 2015 r., został skonstruowany przy założeniu braku zmian legislacyjnych wpływających na poziom dochodów podatkowych. W odniesieniu do wydatków budżetowych, projekt *Ustawy* zakłada natomiast zwiększenie wydatków socjalnych i na obronę narodową oraz częściowe odmrożenie wynagrodzeń w sferze budżetowej. Pomimo to, planowane tempo wydatków pierwotnych¹³ budżetu państwa w 2016 r. będzie dość umiarkowane, do czego przyczyni się m.in. obniżenie wydatków związanych z współfinansowaniem projektów unijnych w związku z zakończeniem realizacji projektów z perspektywy 2007-2013.

2.2.4 Handel zagraniczny

W II kw. br. utrzymała się nadwyżka w handlu zagranicznym Polski (Wykres 2.12). Jednocześnie –

Wykres 2.12 Wartość polskiego eksportu i importu towarów (mld PLN)



Źródło: Dane GUS.

¹² Według danych ZUS jedynie 18% członków OFE złożyło wnioski o dalsze przekazywanie składki emerytalnej do II filara. Niższy transfer składek do OFE poprawia wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010.

¹³ Wydatki bez kosztów obsługi długu krajowego i zagranicznego Skarbu Państwa.

wobec silniejszego spowolnienia eksportu niż importu – była ona niższa niż w poprzednim kwartale.

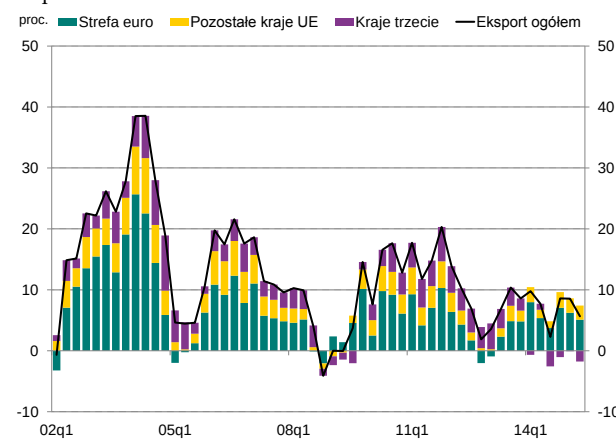
Obniżenie dynamiki eksportu wynikało głównie z ponownego spadku sprzedaży do krajów nienależących do UE (Wykres 2.13). Do obniżenia się polskiego eksportu do tej grupy krajów przyczyniło się dalsze pogorszenie sytuacji gospodarczej w Rosji i na Ukrainie oraz czynniki jednorazowe¹⁴.

Z kolei trwające w strefie euro oraz w większości pozostałych krajów UE ożywienie gospodarcze, postępujące w warunkach przyspieszenia wzrostu ich wymiany handlowej, wspierało wzrost polskiego eksportu. Jednocześnie nieznaczne osłabienie wzrostu eksportu do strefy euro mogło wynikać ze spadku inwestycji w tym obszarze walutowym, a także pewnej aprecjacji złotego względem euro.

Mimo że spowolnienie eksportu było po części efektem czynników przejściowych, brak jest sygnałów jego wyraźnego przyspieszenia w II połowie br. Do utrzymania się umiarkowanej dynamiki eksportu przyczyniać się będzie w szczególności nadal relatywnie powolny wzrost obrotów handlowych w gospodarce globalnej (por. Ramka 2 *Przyczyny spowolnienia handlu zagranicznego na świecie i w Polsce*). W efekcie zarówno oczekiwana przez przedsiębiorców wielkość eksportu, jak i liczba nowych umów eksportowych kształtują się poniżej swojej wieloletniej średniej¹⁵.

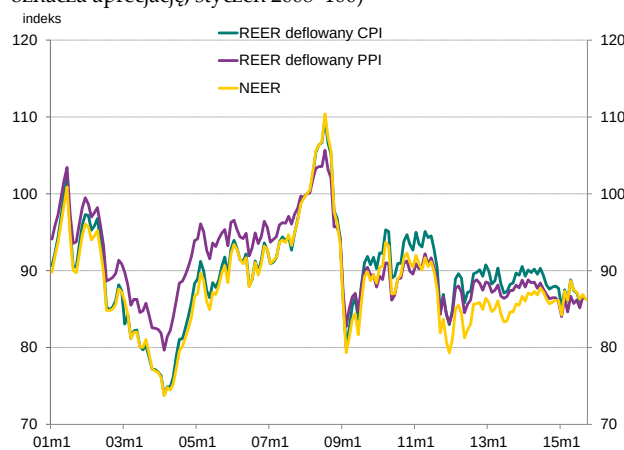
W II kw. 2015 r. spowolnieniu wzrostu eksportu towarzyszyło obniżenie dynamiki importu (do 2,4% r/r wobec 3,3% r/r w I kw. br.)¹⁶. Oprócz

Wykres 2.13 Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.14 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjacje; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.

¹⁴ Spadek rocznej dynamiki eksportu m.in. do Singapuru, Zjednoczonych Emiratów Arabskich i Algierii był efektem bazy związanym ze sprzedażą do tych krajów w II kw. ub.r. produktów o znacznej wartości (statków, maszyn i urządzeń).

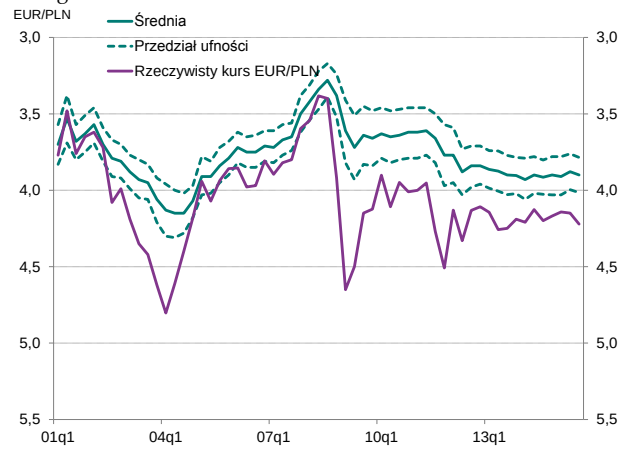
¹⁵ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz na IV kw. 2015 r., NBP, październik 2015 r. Dane o handlu zagranicznym za lipiec i sierpień potwierdzają brak wyraźnego przyspieszenia eksportu (dynamika eksportu w tym okresie wyniosła 6,3% r/r wobec 5,6% r/r w III kw. br.).

¹⁶ W lipcu i sierpniu br. wzrost importu nieco przyspieszył (do 3,6% r/r).

wolniejszego wzrostu sprzedaży eksportowej, do obniżenia tempa wzrostu importu przyczyniało się nieznaczne spowolnienie wzrostu popytu wewnętrznego. W szczególności obniżyła się dynamika inwestycji, a więc składnika popytu o wysokiej importochłonności. Ograniczająco na dynamikę wartości importu wpływał też niższy niż rok wcześniej poziom cen surowców – w tym ropy naftowej – na rynkach światowych.

W II kw. kurs złotego umocnił się względem walut wielu partnerów handlowych Polski, w tym wobec euro i dolara amerykańskiego (Wykres 2.14). Pomimo to opłacalność polskiego eksportu utrzymała się na wysokim poziomie (Wykres 2.15), na co wskazuje bardzo niski udział firm deklarujących nieopłacalność swojego eksportu. Stosunkowo silny kurs dolara wobec złotego ograniczał jednak rentowność importu rozliczanego w tej walucie. Znalazło to odzwierciedlenie w rosnącym udziale kosztów importu zaopatrzeniowego w całkowitych kosztach importerów¹⁷.

Wykres 2.15 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i obliczenia NBP.

Ramka 2: Przyczyny spowolnienia handlu zagranicznego na świecie i w Polsce

Wzrost handlu międzynarodowego po 2010 r. wyraźnie spowolnił, co wpłynęło również na polską gospodarkę (Wykres R.2.1). W niniejszej ramce przedstawiono główne wymieniane w literaturze przyczyny spowolnienia handlu światowego oraz przeanalizowano, w jakim stopniu mogły one prowadzić do spowolnienia polskiej wymiany handlowej z zagranicą.

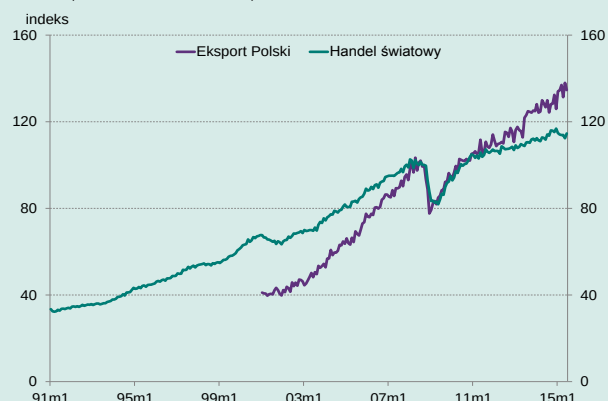
Handel światowy

Pomimo, że wyraźny spadek dynamiki handlu światowego w ostatnich latach (z 7,0% przeciętnie w latach 1992-2007 do 3,5% w latach 2011-2014) stał się przedmiotem wielu analiz, to w literaturze nadal brak konsensusu co do jego czynników sprawczych.

Część analiz sugeruje, że główną przyczyną spowolnienia w handlu międzynarodowym jest spadek dynamiki popytu światowego (np. Boz i inni, 2015, ECB, 2015). Z kolei inne badania wskazują, że choć czynnik ten był dominujący w czasie kryzysu i bezpośrednio po jego zakończeniu, to w ostatnich latach znaczny wpływ na handel zagraniczny wywiera także obniżenie się elastyczności handlu względem popytu (np. Constantinescu i inni, 2015; Gaulier i inni, 2015). Mniejsza elastyczność handlu światowego względem popytu może z kolei być związana z wyhamowaniem procesu liberalizacji handlu i prawdopodobnym spowolnieniem rozwoju globalnych sieci produkcji, a także z silnym obniżeniem dynamiki importochłonnych inwestycji na świecie, przy bardziej stabilnym wzroście konsumpcji cechującej się niższą importochłonnością.

¹⁷ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz na IV kw. 2015 r., NBP, październik 2015 r.

Wykres R.2.1 Wolumen handlu światowego oraz eksportu Polski (wrzesień 2009=100)



Źródło: Dane CPB, Eurostat.

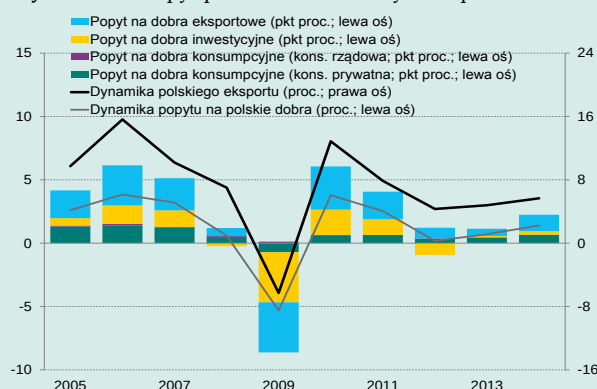
Choć spadek dynamiki inwestycji jest częściowo zjawiskiem cyklicznym, to w pewnym stopniu może także wynikać z czynników strukturalnych. W szczególności do trwałego obniżenia tempa wzrostu inwestycji mógł przyczyniać się spadek relatywnych cen dóbr inwestycyjnych oraz obniżająca się kapitałochłonność inwestycji w nowoczesnych branżach przemysłu (Summers, 2014). W konsekwencji, chociaż negatywny wpływ spowolnienia inwestycji na handel międzynarodowy w kolejnych latach może nieco osłabnąć, to prawdopodobnie aktywność inwestycyjna nie będzie tak silnym czynnikiem wzrostu wymiany międzynarodowej jak w poprzedniej dekadzie.

Handel zagraniczny Polski

Spowolnienie w handlu światowym wpłynęło również na polską gospodarkę. Średni wzrost wolumenu eksportu w latach 2011-2014 obniżył się do 6% r/r z blisko 14% w latach 2001-2007. Pomimo tego spowolnienia polski eksport rośnie w tym okresie szybciej niż popyt partnerów handlowych, a także szybciej od eksportu światowego (Wykres R.2.1). Z kolei dynamika importu Polski obniżyła się z blisko 8% r/r do 3% r/r. Do spowolnienia wzrostu handlu zagranicznego Polski po 2010 r. przyczyniły się prawdopodobnie te same czynniki, które wpływały na handel globalny.

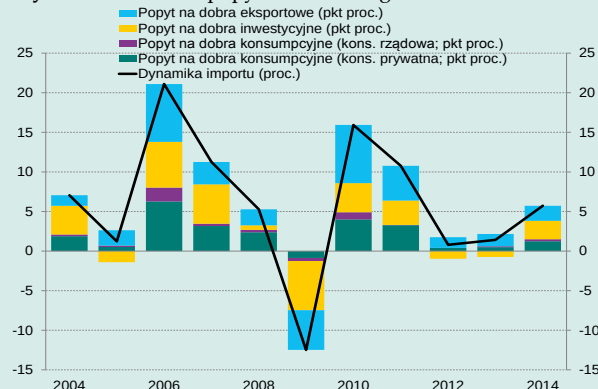
Po pierwsze, obniżyła się dynamika popytu partnerów handlowych Polski i to silniej niż dynamika popytu w gospodarce światowej¹⁸. Co więcej, spowolnienie wzrostu popytu polskich partnerów handlowych wynikało w znacznym stopniu z obniżenia się dynamiki jego najbardziej importochłonnych składowych, tj. inwestycji i eksportu. Skutkowało to istotnym spadkiem wkładu tych kategorii do łącznego popytu zagranicy na polskie towary, zwłaszcza po 2012 r. (Wykres R.2.2). Negatywny wpływ tych zmian był jednak ograniczany przez strukturę polskiego eksportu, która charakteryzuje się: (i) znacznym – i wyższym niż przeciętnie w handlu światowym – udziałem dóbr konsumpcyjnych; oraz (ii) relatywnie niskim udziałem dóbr inwestycyjnych¹⁹.

Wykres R.2.2 Popyt partnerów handlowych na polskie dobra



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie WIOD, OECD.
Definicja popytu partnerów handlowych w przypisie 18 i 19.

Wykres R.2.3 Polski popyt na dobra zagraniczne



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie WIOD, Eurostat.
Definicje poszczególnych kategorii popytu w przypisie 20.

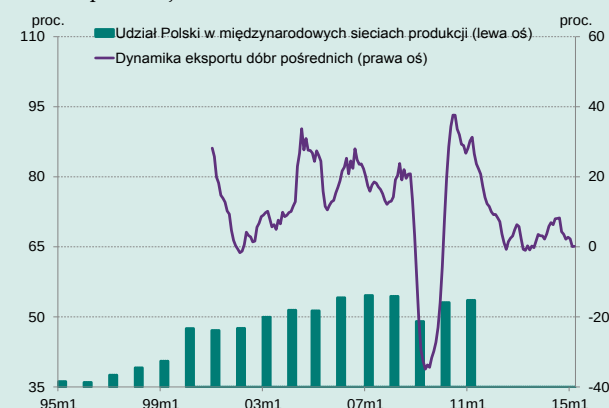
¹⁸ Dynamika popytu partnerów handlowych Polski wynosiła średnio 1,9% wobec 2,1% dla gospodarki globalnej. Popyt partnerów handlowych Polski został zdefiniowany jako suma ich popytu wewnętrznego i eksportu ważona udziałem w polskim eksporcie w oparciu o dane World Input Output Database (WIOD). Popyt szacowano uwzględniając kraje dostępne w bazie OECD, które są odbiorcami ok. 75% polskiego eksportu. Efektem nieuwzględnienia wszystkich polskich partnerów handlowych jest różnica między dynamiką popytu uwzględnionych krajów na polskie dobra, a dynamiką polskiego eksportu.

¹⁹ Dobra konsumpcyjne, inwestycyjne oraz eksportowe zostały zdefiniowane jako dobra, które służą zaspokojeniu danego składnika popytu partnera handlowego, a ich udział w całkowitym eksporcie został obliczony na podstawie tablic WIOD.

Z kolei osłabienie wzrostu importu w Polsce w ostatnich latach było prawdopodobnie w znacznym stopniu efektem spadku dynamiki krajowych inwestycji (Wykres R.2.3)²⁰. Do obniżenia dynamiki popytu na dobra importowane przyczynił się także wolniejszy wzrost polskiego eksportu. Z kolei popyt konsumpcyjny w stosunkowo niewielkim stopniu wpływał na kształtowanie się dynamiki popytu na zagraniczne dobra.

Po drugie, spowolnienie wzrostu handlu zagranicznego Polski w ostatnich latach może być częściowo związane z brakiem silnych impulsów o charakterze strukturalnym, które przyczyniały się do ożywienia handlu Polski we wcześniejszym okresie.

Wykres R.2.4 Zaangażowanie Polski w międzynarodowych sieciach produkcji



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie WIOD, Eurostat.

W szczególności wysokiej dynamice handlu Polski w poprzedniej dekadzie sprzyjała jego szybka liberalizacja i integracja Polski z krajami Europy Zachodniej, skutkująca rosnącym udziałem polskich przedsiębiorstw w międzynarodowych sieciach produkcji (Wykres R.2.4)²¹. W ostatnich latach procesy te osłabły. Liberalizacja handlu po przystąpieniu Polski do UE spowolniła. W latach 2006-2008 ustabilizował się także udział polskich firm w sieciach produkcji i po przejściowym spadku w 2009 r., w 2011 r. powrócił do poziomu sprzed kryzysu. Po 2011 r. wzrost handlu zagranicznego dobrami pośrednimi, tj. związanymi z funkcjonowaniem sieci sprzedaży spowolnił, co jednak może być związane ze słabym wzrostem

popytu zagranicznego na te dobra i – w efekcie – być zjawiskiem przejściowym.

Podsumowując, do spowolnienia handlu zagranicznego Polski przyczyniały się w znacznym stopniu te same czynniki, które odpowiadają za obniżenie dynamiki handlu światowego. Skala spowolnienia eksportu Polski była jednak ograniczana przez jego strukturę, skoncentrowaną na dobrach konsumpcyjnych. Jednocześnie, choć handel zagraniczny Polski prawdopodobnie przyspieszy wraz z poprawą koniunktury na świecie, to – wobec braku równie silnych impulsów pobudzających wzrost wymiany handlowej – jego dynamika może być niższa niż w poprzedniej dekadzie.

Bibliografia:

- Boz, E., Bussière, M., Clément, M. (2015) *Recent slowdown in global trade: Cyclical or structural?* w: Hoekman, B., *The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, CEPR Press.
- Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G., Yamano, N. (2013) *Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5(3).
- Constantinescu C. i in. (2015) *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*, IMF Working Paper 15/6.
- Europejski Bank Centralny (2015) *Understanding the weakness in world trade*, *Economic Bulletin* 3/2015.
- Gaulier, G., Santoni, G., Taglioni, D., Zignago, S. (2015) *The power of the few in determining trade accelerations and slowdowns w: Hoekman, B., The Global Trade Slowdown: A New Normal?*, CEPR Press.
- Summers L., (2014), *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, *Business Economics*, 49 (2).

²⁰ Popyt na dobra zagraniczne został obliczony jako dynamika realnych wartości eksportu oraz poszczególnych składowych popytu wewnętrznego przeważonych ich importochłonnością. Dobra konsumpcyjne, inwestycyjne, eksportowe zostały zdefiniowane jako dobra służące zaspokojeniu danego składnika popytu, a ich wartość wyliczono na podstawie danych WIOD.

²¹ Zaangażowanie kraju w sieciach produkcji mierzone jest jako suma udziału wartości dodanej zagranicy w eksporcie danego kraju oraz udziału wartości dodanej analizowanego kraju w eksporcie krajów trzecich.

2.2.5 Produkcja

W II kw. br. roczna dynamika wartości dodanej brutto pozostała zbliżona do obserwowanej w I kw. br. (3,1% r/r wobec 3,3% w I kw. br.). W kierunku wzrostu wartości dodanej brutto oddziaływał w dalszym ciągu wzrost aktywności w usługach oraz – choć w mniejszym stopniu – w przemyśle (Wykres 2.16). Wkład budownictwa do wzrostu wartości dodanej był nadal niski.

Dane napływające w III kw. wskazywały na stabilizację tempa wzrostu aktywności gospodarczej, a sytuacja gospodarcza w poszczególnych sektorach gospodarki pozostała najprawdopodobniej zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale.

Na utrzymanie się relatywnie dobrej koniunktury w usługach wskazuje dalsza poprawa nastrojów w handlu detalicznym oraz w transporcie i gospodarce magazynowej. Aktywności w usługach powinien sprzyjać również dalszy wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2.1 Konsumpcja).

W przemyśle dynamika produkcji sprzedanej oraz portfela zamówień pozostały zbliżone do obserwowanej w II kw. br. Na umiarkowany wzrost aktywności w przemyśle wskazują również indeksy koniunktury (Wykres 2.17).

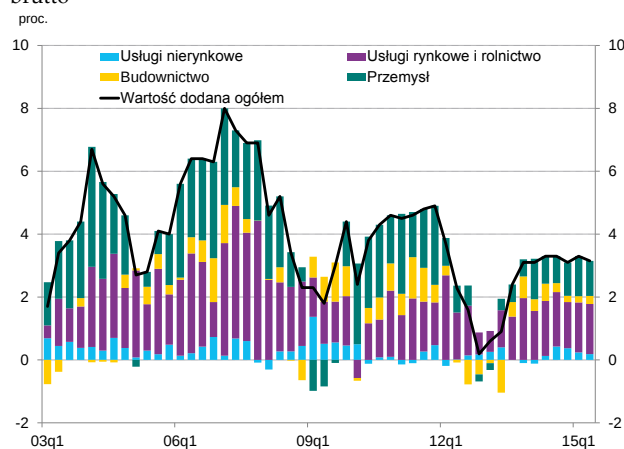
Jednocześnie dynamika produkcji w budownictwie utrzymała się na poziomie zbliżonym do zera, przy wciąż ujemnej dynamice portfela zamówień (Wykres 2.18).

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Sytuacja finansowa przedsiębiorstw poprawia się, przy czym w sektorze tym utrzymuje się wysoka płynność, a struktura finansowania jest stabilna.

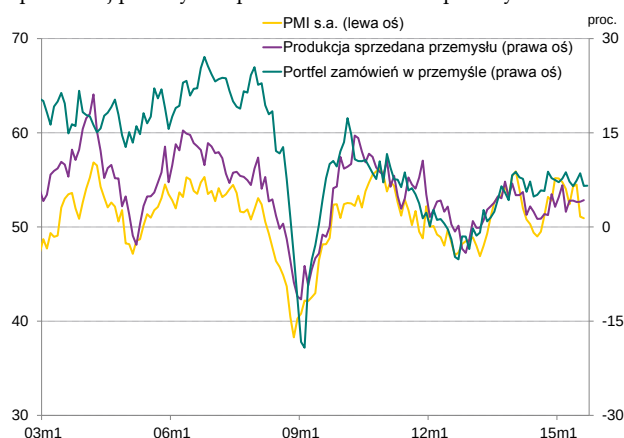
Wyniki finansowe brutto firm w II kw. wyraźnie poprawiły się, co jednak w znacznej mierze

Wykres 2.16 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



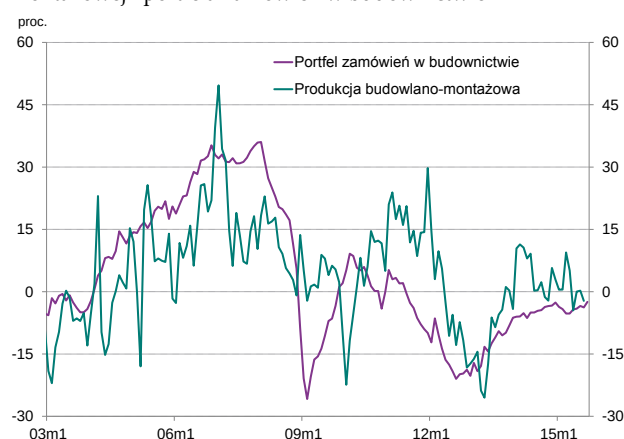
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

Wykres 2.18 Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

wynikało z poprawy wyników na działalności finansowej, nie związanej z ich podstawową działalnością (Wykres 2.19, Tabela 2.3). Efektem poprawy wyników finansowych był wzrost odsetka firm rentownych II kw.

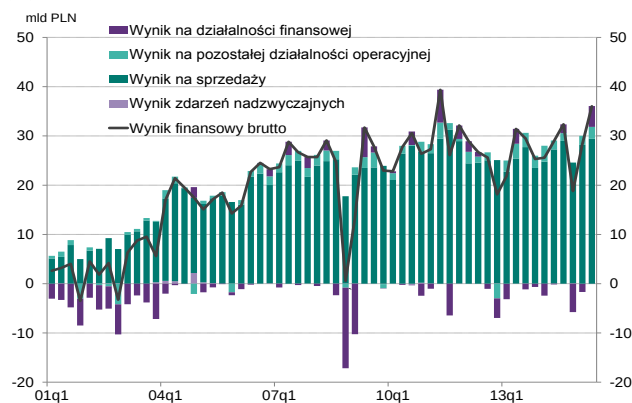
Zwiększyły się także – choć w mniejszym stopniu – zyski firm ze sprzedaży i wzrosły wskaźniki rentowności sprzedaży firm. Poprawę wyniku firm na sprzedaży ograniczał spadek cen producenta, przyczyniający się do spowolnienia wzrostu przychodów firm. Jednak dynamika przychodów była nadal wyższa od dynamiki kosztów sprzedaży, ograniczanych w dalszym ciągu przez niskie ceny surowców. Na brak wyraźnego negatywnego wpływu spadku cen produkcji na sytuację finansową firm wskazują również wyniki badań ankietowych NBP, zgodnie z którymi poziom marż w III kw. br. nie zmienił się istotnie.

2.4 Rynek pracy

W II kw. zatrudnienie w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw, kształtowało się na najwyższym poziomie w historii (Wykres 2.20). Jednocześnie jednak obniżyła się dynamika przyrostu liczby pracujących, co może sugerować stopniowe ograniczanie dalszej poprawy na rynku pracy. Tym niemniej w III kw. nastąpił dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a wyniki badań ankietowych NBP wskazują, że powinien się on utrzymać w kolejnym kwartale²².

Wzrost liczby pracujących w gospodarce sprzyja dalszemu obniżeniu stopy bezrobocia. Według BAEL w II kw. br. wyniosła ona 7,5% (po usunięciu wahań sezonowych), zbliżając się do poziomów z końca 2008 r. (Wykres 2.21). Na dalszy spadek bezrobocia w II i III kw. br. wskazują również dane z urzędów pracy²³.

Wykres 2.19 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



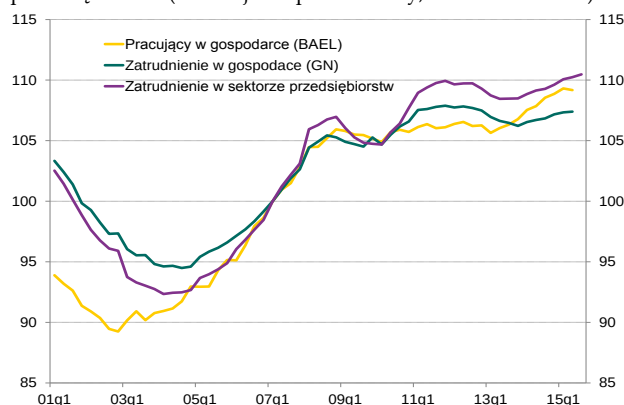
Źródło: Dane F-01/I-01 GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

	2010	2011	2012	2013	2014				2015	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
dane średniookresowe (proc.)										
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,2	5,3	4,3	4,3	4,5	4,7	4,8	3,9	4,8	4,9
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,4	4,5	3,4	3,8	3,8	4,1	4,5	2,4	3,9	5,0
Odsetek firm rentownych	78,4	78,0	76,8	79,6	67,6	73,9	77,0	81,6	68,7	75,0
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	0,40	0,38	0,34	0,35	0,34	0,35	0,36	0,39	0,38	0,36

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.20 Pracujący w gospodarce (według BAEL) oraz zatrudnienie w gospodarce narodowej (GN) i w sektorze przedsiębiorstw (indeks jednopodstawowy, I kw. 2007 r.=100)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²² Wskazuje na to utrzymująca się dodatnia wartość wskaźnika prognoz zatrudnienia (saldo firm planujących zwiększenie zatrudnienia oraz planujących jego ograniczenie) na IV kw. br. Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz na IV kw. 2015 r., NBP, październik 2015 r.

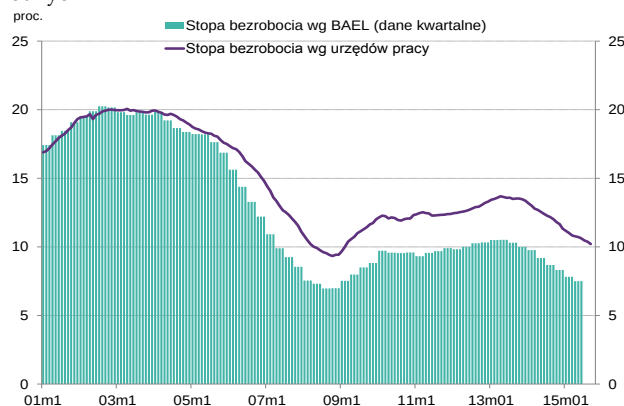
²³ We wrześniu br. stopa bezrobocia rejestrowanego (po usunięciu wahań sezonowych) wyniosła 10,2% wobec 11,0% w marcu br. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia rejestrowanego a stopą BAEL mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

Relatywnie niska stopa bezrobocia i wysokie prawdopodobieństwo znalezienia pracy, potwierdzone przez wzrost liczby ofert przypadających na jednego bezrobotnego, wskazują na poprawę pozycji pracowników i poszukujących pracy w negocjacjach płacowych z pracodawcami. Mimo to dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, a w II kw. br. nawet się obniżyła (do 3,1% r/r wobec 4,1% r/r w I kw. br.). Z kolei w sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń – po spowolnieniu w II kw. – w III kw. br. nieznacznie wzrosła (Wykres 2.22).

Utrzymywanie się jedynie umiarkowanej dynamiki płac może być związane z faktem, że wolne zasoby pracy w gospodarce są większe niż sugerowałaby stopa bezrobocia. Wskazuje na to niższy niż preferowany przez pracowników czas pracy, a tym samym wyższy poziom indeksu niepełnego wykorzystania zasobu pracy niż indeksu bezrobocia (Wykres 2.23)²⁴. Skłonność pracodawców do podwyżek płac może być natomiast ograniczana przez umiarkowany wzrost wydajności pracy (Wykres 2.24). Z kolei presja na podwyżki płac ze strony pracowników może być ograniczana przez spadek cen konsumpcyjnych, zwiększający ich dochody do dyspozycji w ujęciu realnym.

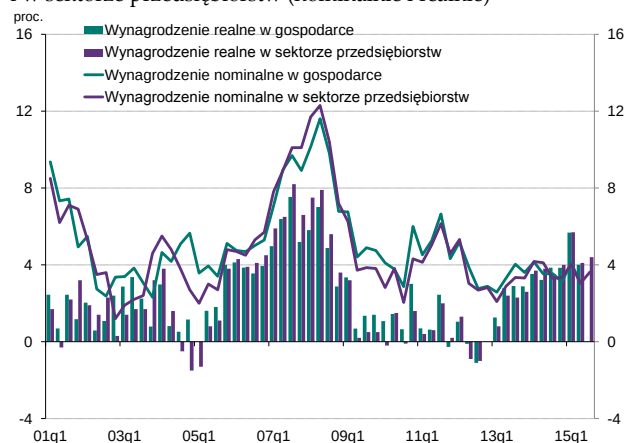
Z badań ankietowych NBP wynika, że w III kw. wyraźnie wzrósł odsetek firm planujących podwyżki płac, a także zwiększyła się wysokość przeciętnej planowanej podwyżki, co może sygnalizować przyspieszenie wzrostu płac w kolejnych kwartałach²⁵.

Wykres 2.21 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



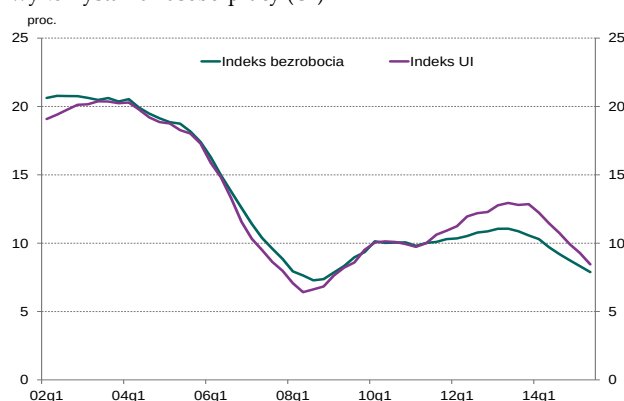
Źródło: Dane GUS (odsezonowane).

Wykres 2.22 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.23 Indeks bezrobocia i indeks niepełnego wykorzystania zasobu pracy (UI)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Indeks niepełnego wykorzystania zasobu pracy mierzy – podobnie jak stopa bezrobocia – wielkość wolnych zasobów pracy w relacji do aktywnych zawodowo, korygując ją dodatkowo o różnicę między czasem pracy preferowanym przez pracowników a czasem pracy faktycznie przez nich przepracowanym. Indeks bezrobocia oznacza stopę bezrobocia przeliczoną na godziny pracy.

²⁵ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2015 r., NBP, październik 2015 r.

2.5 Rynki aktywów

2.5.1 Rynki finansowe

W ostatnich miesiącach obniżyły się rentowności polskich obligacji skarbowych, do czego przyczyniło się przesunięcie się w dół oczekiwań uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych NBP (Wykres 2.25), a także polityka EBC i Fed. Czynnikiem, który negatywnie wpływał na ceny polskich obligacji (szczególnie silnie na przełomie sierpnia i września) był wzrost awersji do ryzyka związany z nasileniem się obaw o silniejsze spowolnienie w gospodarce chińskiej (por. rozdz. 1.5 Światowe rynki finansowe).

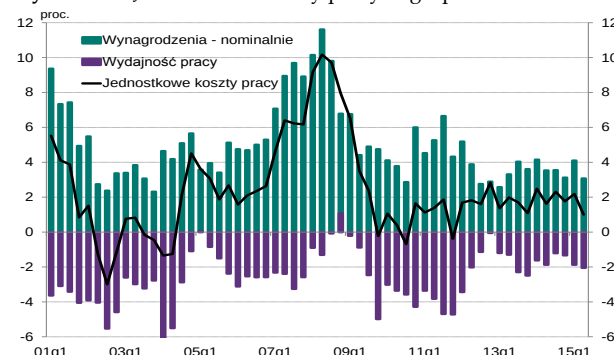
Nasilenie obaw o koniunkturę na świecie i pogorszenie nastrojów na światowych rynkach wpłynęło negatywnie na ceny akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych (Wykres 2.26). Dodatkowo do spadku cen akcji przyczyniły się obawy co do zmian ustawowych dotyczących kredytów walutowych, negatywnie wpływając na wycenę banków.

Mimo silnego wzrostu zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego pozostał względnie stabilny. Od publikacji poprzedniego Raportu osłabił się jedynie nieznacznie względem euro i dolara amerykańskiego, jednocześnie umacniając się wobec franka szwajcarskiego (Wykres 2.27).

2.5.2 Polityka pieniężna

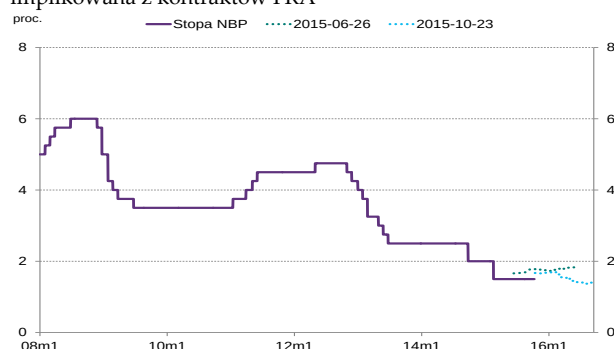
W ostatnich kwartałach Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Wobec nieco gorszych od oczekiwań danych dotyczących globalnej i krajowej koniunktury oraz wzrostu ryzyka wydłużenia się okresu powrotu inflacji do celu, oczekiwania uczestników rynku co do przyszłych zmian stóp procentowych NBP przesunęły się w ostatnim okresie w dół. Obecnie wskazują one na

Wykres 2.24 Jednostkowe koszty pracy w gospodarce



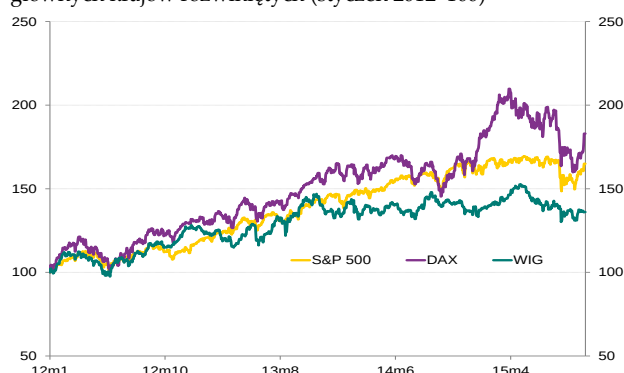
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.25 Stopa referencyjna NBP i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA



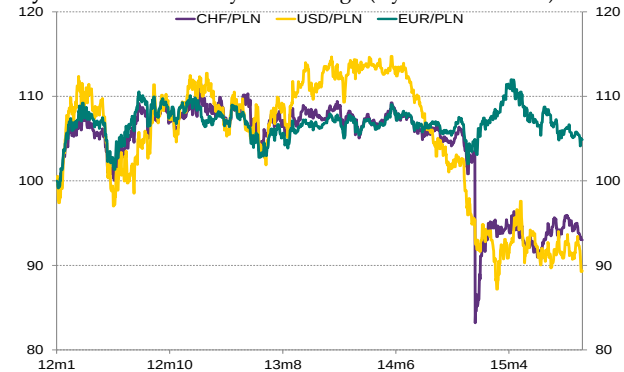
Źródło: Dane NBP, Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.26 Wartość indeksu WIG na tle indeksów giełdowych głównych krajów rozwiniętych (styczeń 2012=100)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.27 Nominalny kurs złotego (styczeń 2012 = 100)*



Źródło: Dane Bloomberg.

* / wzrost indeksu oznacza aprecjację

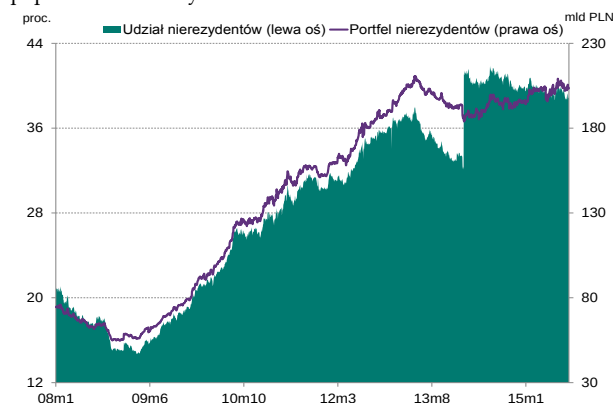
możliwość obniżki stóp procentowych na przełomie II i III kw. 2016 r. o 0,25 pkt proc. (Wykres 2.25).

2.5.3 Rynek mieszkaniowy²⁶

Na rynku mieszkaniowym w Polsce utrzymuje się ożywienie, na co wskazuje dalszy wzrost liczby sprzedanych mieszkań (Wykres 2.30). Wysokiemu popytowi na mieszkania sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy oraz historycznie niskie stopy procentowe zwiększające dostępność kredytową mieszkań i relatywną rentowność ich wynajmu. Do wzrostu sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym mógł przyczynić się również rządowy program „Mieszkanie dla Młodych”.

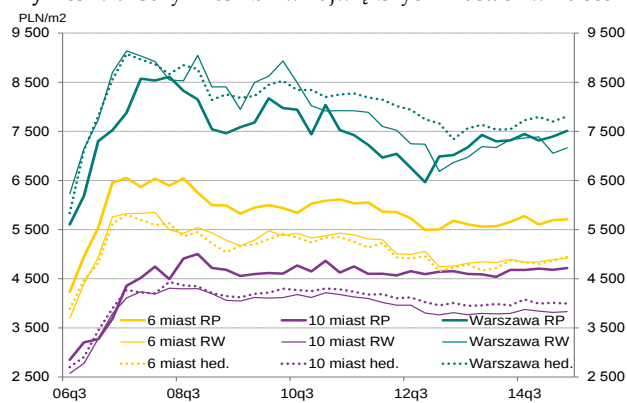
Pomimo rosnącego popytu ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach pozostają relatywnie stabilne, co wynika z nadal dużego zasobu niesprzedanych mieszkań oraz stabilnie rosnącej podaży mieszkań nowobudowanych (Wykres 2.29). Rosnąca sprzedaż mieszkań i relatywnie niskie koszty ich budowy skłaniają deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji, co będzie z kolei zwiększało przyszłą podaż mieszkań²⁷.

Wykres 2.28 Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



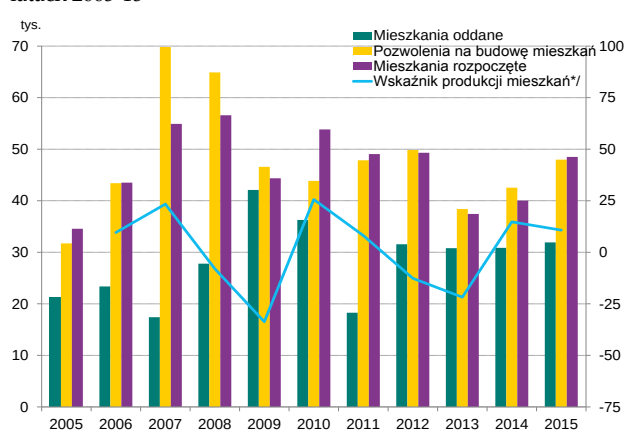
Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.29 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce²⁸



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

Wykres 2.30 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w II kw. w latach 2005-15



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

²⁶ 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 II kwartale 2015 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

²⁷ Wskazuje na to zwiększenie liczby wydanych pozwoleń na budowę w porównaniu z II kw. ub. r.

²⁸ RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonistycznego. 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.

Ramka 3: Czy w Polsce może wystąpić problem zerowego ograniczenia dla stóp procentowych?

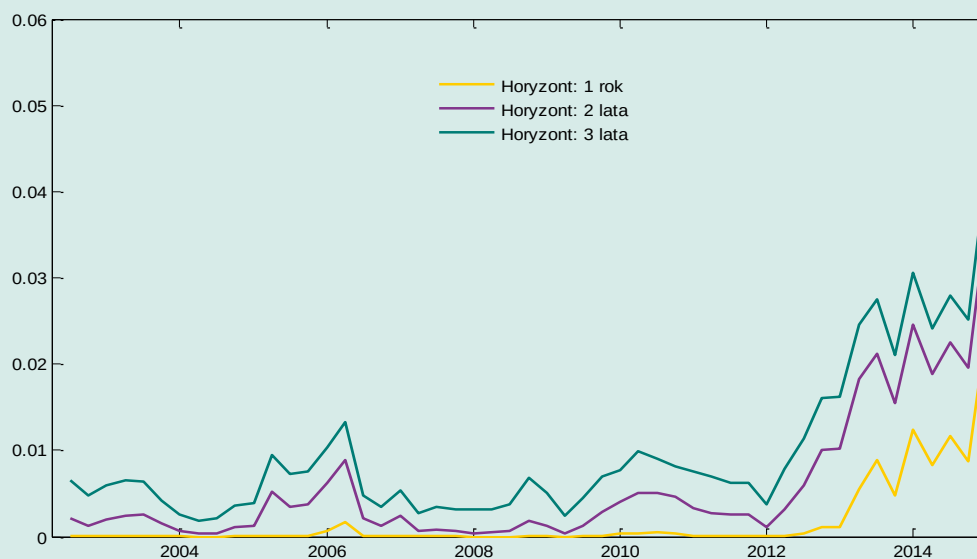
Od wybuchu światowego kryzysu gospodarczego w wielu gospodarkach rozwiniętych banki centralne obniżyły krótkookresowe nominalne stopy procentowe do poziomu bliskiego zera. W efekcie banki centralne straciły możliwość stymulowania gospodarki dalszymi obniżkami stopy procentowej²⁹ i dalszą ekspansywną politykę monetarną mogły prowadzić tylko przy pomocy niekonwencjonalnych narzędzi.

Natrafienie na dolne ograniczenie stóp procentowych może mieć niekorzystne skutki dla gospodarki. Z jednej strony ogranicza pole manewru dla banku centralnego, z drugiej wzmacnia działanie negatywnych szoków w gospodarce i osłabia działanie pozytywnych. W efekcie kryzys gospodarczy może się pogłębić, a gospodarka znaleźć się w innej, niekorzystnej równowadze.

Ekonomiści Narodowego Banku Polskiego przeanalizowali prawdopodobieństwo i potencjalne skutki zaistnienia takiego zjawiska w Polsce, zakładając, że polityka pieniężna jest prowadzona zgodnie z regułą Taylora³⁰. Skonstruowano model gospodarki polskiej i przeprowadzono jego estymację dla lat 2002-2014. Następnie wykorzystano go do oszacowania historycznych prawdopodobieństw pojawienia się implikowanych przez model zerowych stóp procentowych w gospodarce, oceny zależności między tym prawdopodobieństwem a poziomem celu inflacyjnego oraz do zbadania zmiany reakcji gospodarki na szoki w otoczeniu zerowych stóp procentowych³¹.

Pierwszym poruszonym zagadnieniem było kształtowanie się w przeszłości zagrożenia implikowanymi zerowymi stopami procentowymi. Jak można zaobserwować na wykresie, prawdopodobieństwo to było bliskie zera aż do roku 2012, a następnie istotnie wzrosło. Niemniej ryzyko wciąż pozostaje niskie i nie przekroczyło ani razu 5%.

Wykres R.3.1 Prawdopodobieństwo natrafienia na dolne ograniczenie stóp procentowych w horyzoncie roku, dwóch lat i trzech



Źródło: M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, M. Szetela (2015), Czy Polsce grozi pułapka deflacyjna?, Materiały i Studia NBP Nr 320.
 Uwaga: Krzywe pokazują, jakie było w danym momencie prawdopodobieństwo uderzenia w dolne ograniczenie stóp w horyzoncie roku (żółta linia), dwóch lat (fioletowa linia) oraz trzech lat (zielona linia).

²⁹ Kilka banków centralnych obniżyło stopy nieznacznie poniżej zera, co pokazuje, że w rzeczywistości omawiane ograniczenie obowiązuje na poziomie nieznacznie ujemnym. Dla jasności wyводу aspekt ten został pominięty.

³⁰ M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, M. Szetela (2015), Czy Polsce grozi pułapka deflacyjna?, Materiały i Studia NBP Nr 320.

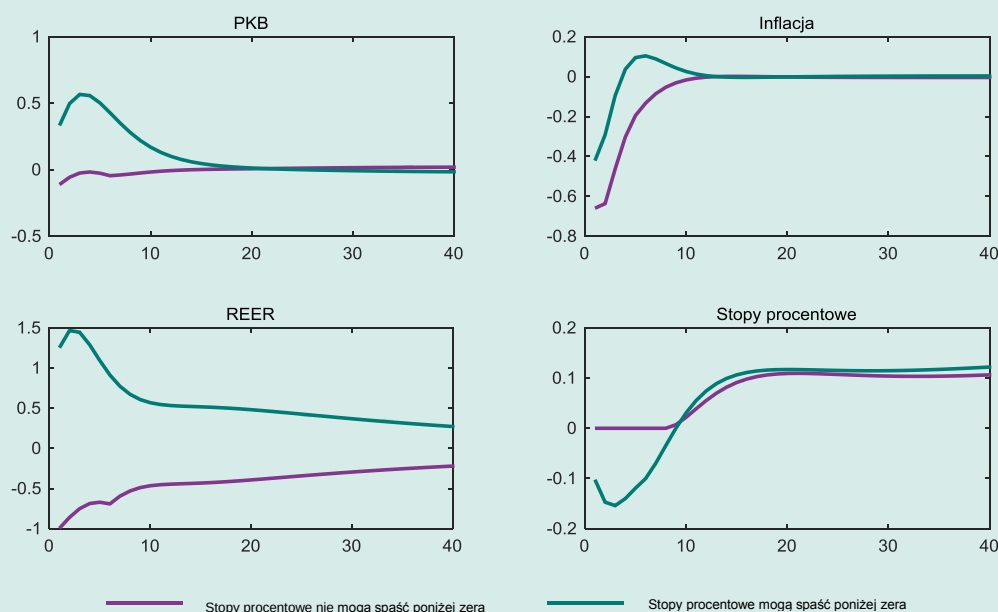
³¹ Długofalowe skutki podażowe zerowych stóp procentowych nie były analizowane w omawianym opracowaniu. Można o nich przeczytać np. w publikacji A. Rzońcy (2015) p.t. „Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera”.

W dalszej kolejności zbadano, w jaki sposób poziom celu inflacyjnego wpływa na prawdopodobieństwo wystąpienia zerowych stóp procentowych³². Symulacje³³ pokazały, że aktualny cel inflacyjny w znacznym stopniu zabezpiecza przed tym problemem – zerowe stopy występują rzadziej niż raz na sto lat. Jednak już obniżenie celu o 1 punkt procentowy doprowadziłoby do tego, że przeciętnie co około 22 lata stopy Narodowego Banku Polskiego trafiałyby na to ograniczenie. Co więcej, 25% takich przypadków następowało po nie więcej niż 7 latach od startu symulacji.

Model pozwolił również odpowiedzieć na pytanie, jak zmieniałyby się transmisja szoków, gdyby stopy procentowe w gospodarce były na poziomie zera. Poniżej zaprezentowano jako przykład reakcję gospodarki na pozytywny szok produktywności (np. obniżka cen ropy, nowa technologia produkcji itp.). W normalnych warunkach taki szok doprowadziłby do wzrostu produkcji, spadku inflacji oraz spadku poziomu stóp banku centralnego, a w konsekwencji do deprecjacji realnego kursu walutowego. Brak możliwości dostosowania stóp procentowych sprawia m.in., że realny kurs zamiast deprecjonować aprecjonuje, a popyt krajowy i zagraniczny maleje. W efekcie zamiast wzrostu produkcji następuje spadek PKB.

Podsumowując, prawdopodobieństwo wystąpienia zerowych stóp procentowych w Polsce było historycznie niskie. Wynika to m.in. z faktu iż cel inflacyjny (2,5%) w sposób wystarczający chroni przed zbliżeniem się stóp procentowych NBP do poziomu zera.

Wykres R.3.2 Funkcja reakcji na impuls. Szok produktywności (podażowy)



Źródło: M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, M. Szetela (2015), Czy Polsce grozi pułapka deflacyjna?, Materiały i Studia NBP Nr 320.
 Uwaga: Zielona linia pokazuje jak wyglądałby szok, gdyby ograniczenie stóp procentowych nie wiązało banku centralnego. Fioletowa linia pokazuje, jak wygląda propagacja szoków, gdy bank centralny nie ma możliwości obniżenia stóp.

³² W dłuższym okresie przykładowe podniesienie celu inflacyjnego przekłada się na wyższe oczekiwania inflacyjne. Zgodnie z równaniem Fishera, które definiuje nominalną stopę jako sumę realnej stopy oraz oczekiwanej inflacji, oznacza to wyższe nominalne stopy w długookresowym stanie równowagi (zakładając, że realna stopa procentowa pozostanie bez zmian). W efekcie bank centralny będzie miał większy bufor do wykorzystania w przypadku recesji i co za tym idzie, prawdopodobieństwo uderzenia w zerowe ograniczenie stóp procentowych zmaleje.

³³ Dla każdego poziomu celu przeprowadzono 10000 symulacji stochastycznych zaczynających się w stanie ustalonym modelu (w szczególności inflacja znajdowała się na poziomie celu), a następnie sprawdzano, po jakim czasie stopy procentowe obniżą się do zera.

2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza

Niższe niż w poprzednich latach stopy procentowe, stabilny wzrost gospodarczy i korzystna sytuacja na rynku pracy sprzyjają stabilnemu przyrostowi akcji kredytowej (Wykres 2.31, Wykres 2.32)³⁴.

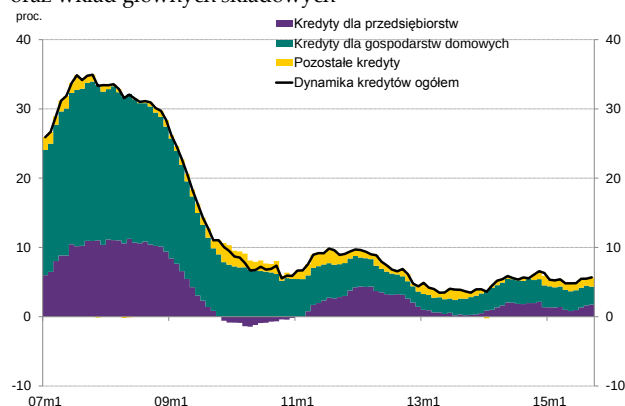
Dynamika roczna kredytu ogółem wyniosła w III kw. br. 5,6% i nie zmienia się istotnie od II połowy 2014 r. Obecne tempo wzrostu akcji kredytowej, zbliżone do nominalnego tempa wzrostu PKB, nie powinno prowadzić do narastania nierównowag w gospodarce, ani stanowić przeszkody dla wzrostu gospodarczego³⁵.

Głównym czynnikiem wzrostu kredytów pozostają kredyty zaciągane przez gospodarstwa domowe, których przyrost rozkłada się względnie równomiernie pomiędzy kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne (Wykres 2.32).

Chociaż roczne tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych spowalnia (do 2,8% r/r w III kw. br. wobec 3,1% i 3,5% r/r odpowiednio w II i I kw. br.), to stan złotych kredytów mieszkaniowych zwiększył się od początku roku o 8,2% do czego, obok dobrej sytuacji na rynku pracy, przyczynił się spadek ich oprocentowania (Wykres 2.34). Jednocześnie sukcesywnie zmniejsza się – w tempie ok. 6% rocznie – wartość portfela walutowych kredytów mieszkaniowych, co prowadzi do ograniczenia związanego z nimi ryzyka.

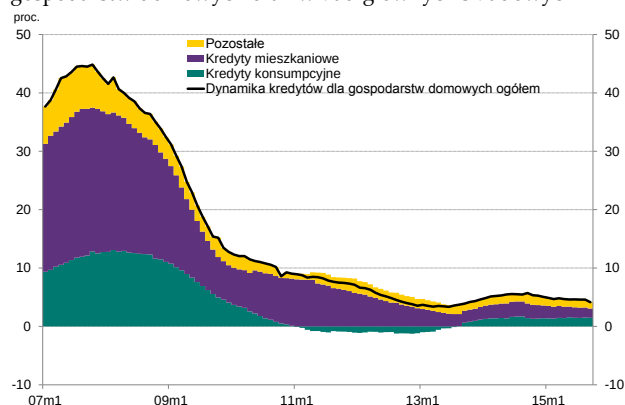
Stopniowo przyrasta również stan kredytów konsumpcyjnych, których dynamika jest dodatnia od sierpnia 2013 r. i w ostatnim okresie ustabilizowała się na poziomie ok. 6% r/r. Wysokie

Wykres 2.31 Dynamika roczna kredytów dla sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych oraz wkład głównych składowych



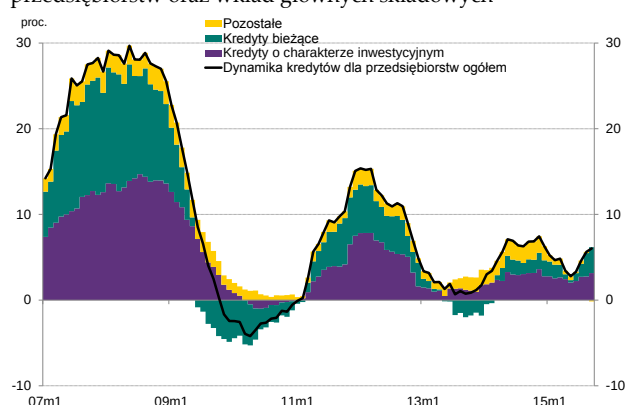
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.32 Dynamika roczna kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.33 Dynamika roczna kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

³⁴ W niniejszym rozdziale dynamika kredytu dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

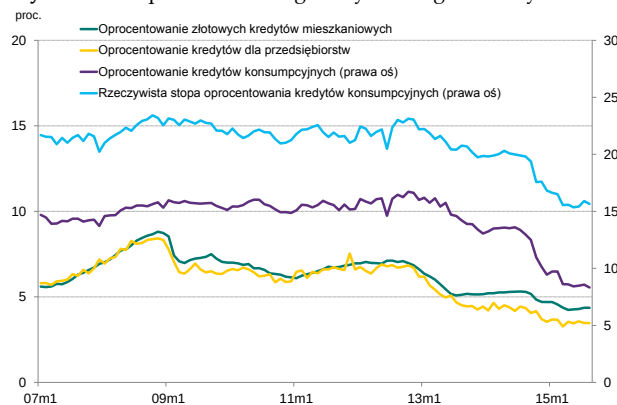
³⁵ Por. Ramka 1 „Metoda identyfikacji ryzyka nadmiernej akcji kredytowej” w: *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, lipiec 2015 r.

rzeczywiste oprocentowanie tych kredytów (Wykres 2.34) oraz relatywnie niskie wymogi kapitałowe z nimi związane sprawiają, że kredyty konsumpcyjne cechują się najwyższą zyskowością i banki – zgodnie z planami na 2015 r. – zamierzają intensywnie rozwijać ten portfel kredytów³⁶.

Banki zwiększają również portfel kredytów dla przedsiębiorstw. Po krótkotrwałym spowolnieniu akcji kredytowej w tym sektorze w II kw. br., dynamika kredytów wyraźnie wzrosła (do 5,4% w III kw. br. wobec 3,2% r/r w II kw. oraz 4,7% r/r w I kw.). Przejściowe spowolnienie, a następnie przyspieszenie akcji kredytowej dla firm dotyczyło głównie kredytów bieżących, natomiast kredyty o charakterze inwestycyjnym nadal rosły w stabilnym tempie (Wykres 2.33). Wsparciem dla akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw jest rządowy program wspierania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw przez Portfelową Linie Gwarancyjną *de minimis* uruchomiony w marcu 2013 r., a w listopadzie 2013 r. rozszerzony o kredyty inwestycyjne³⁷.

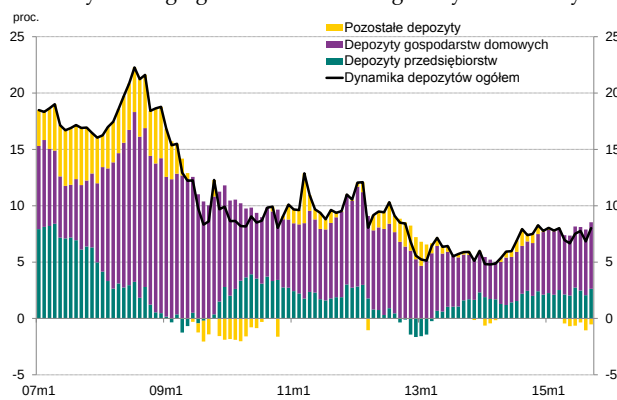
Akcja kredytowa jest finansowana w dużej mierze przez rosnące depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, co ogranicza ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce (Wykres 2.35). Stabilnemu wzrostowi depozytów sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy oraz poprawiająca się sytuacja finansowa firm. Zarazem – w warunkach niskich stóp procentowych – zmienia się struktura terminowa depozytów (Wykres 2.36). Spowolnieniu dynamiki depozytów terminowych towarzyszyło jednocześnie przyspieszenie dynamiki depozytów bieżących.

Wykres 2.34 Oprocentowanie głównych kategorii kredytów



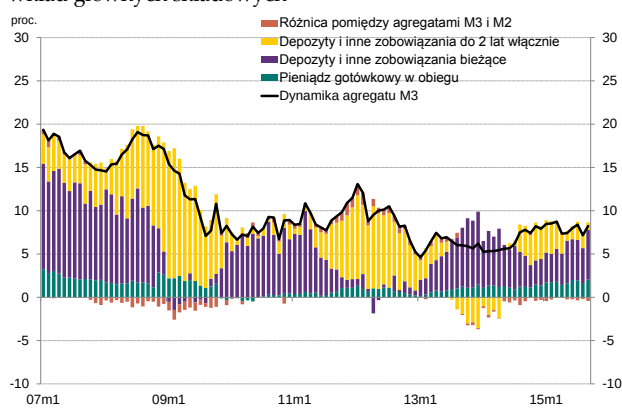
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.35 Dynamika roczna depozytów bankowych zaliczanych do agregatu M3 oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.36 Dynamika roczna agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

³⁶ Zob. *Plany finansowe banków na 2015 r.*, KNF: http://www.knf.gov.pl/Images/Plany_finansowe_bankow_2015_tcm75-41114.pdf

³⁷ Do końca sierpnia br. w ramach programu banki udzieliły kredytów na kwotę 40,25 mld zł, a całkowity stan należności od przedsiębiorstw zmienił się w tym okresie o 37,4 mld zł.

2.7 Bilans płatniczy

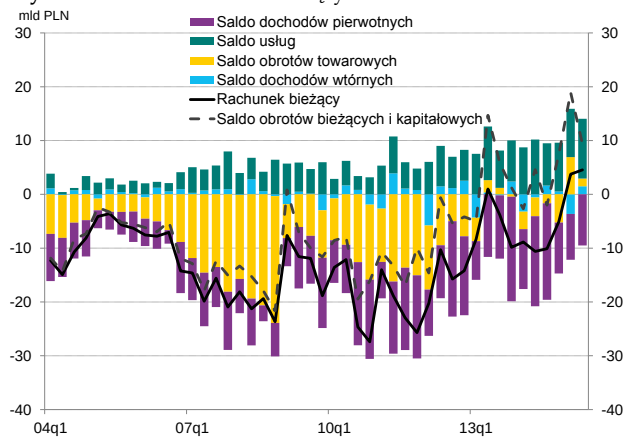
W bilansie płatniczym utrzymują się korzystne tendencje obserwowane w poprzednich kwartałach. W II kw. 2015 r. zwiększyła się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących, co wskazuje na coraz większą konkurencyjność polskiej gospodarki i mniejsze uzależnienie od finansowania zewnętrznego, a także utrzymujący się pozytywny wpływ spadku cen surowców na bilans płatniczy (Wykres 2.37)^{38,39}.

Główny źródłem nadwyżki na rachunku obrotów bieżących pozostało dodatnie i wyższe niż rok wcześniej saldo w handlu usługami i towarami. W kierunku ograniczenia nadwyżki nadal oddziaływały wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich, choć były one niższe niż rok wcześniej (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*)⁴⁰.

W II kw. w dalszym ciągu napływały fundusze UE, czego efektem było utrzymanie nadwyżki na rachunku kapitałowym (jednocześnie w związku z przesunięciem części środków UE z II kw. na I kw. br. – saldo to było niższe niż rok wcześniej)⁴¹. Łącznie jednak, nadwyżka na rachunku bieżącym i kapitałowym była wyższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku.

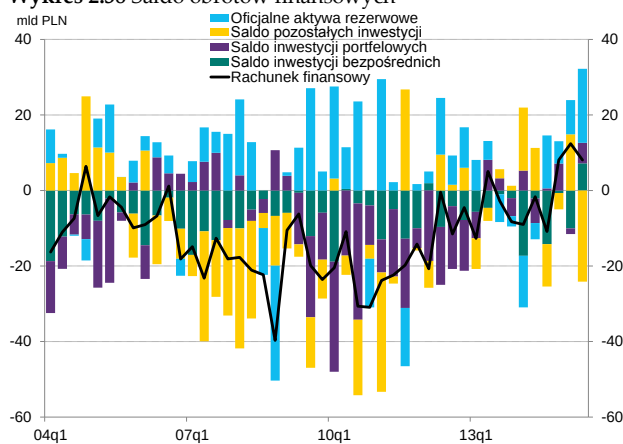
Skutkiem utrzymania się nadwyżki na rachunku bieżącym i kapitałowym była akumulacja zagranicznych aktywów netto, o czym świadczy dodatnie i wyższe niż rok wcześniej saldo na rachunku finansowym. Na wzrost salda na tym rachunku złożył się istotny wzrost rezerw

Wykres 2.37 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38 Saldo obrotów finansowych



Źródło: Dane NBP.

³⁸ Poczawszy od danych za I kw. br. dane bilansu płatniczego Rzeczypospolitej Polskiej są publikowane w walucie krajowej, a nie jak dotychczas w euro.

³⁹ Według wstępnych danych za lipiec oraz sierpień br. na rachunku bieżącym obserwowany jest deficyt, spowodowany większym wzrostem importu niż eksportu oraz zmniejszeniem się nadwyżki w saldzie usług.

⁴⁰ Spadek dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich związany był z przesunięciem części dywidend z II kw. br. na kolejny kwartał, a częściowo wynikał również ze zmniejszenia dywidend przez niektóre spółki.

⁴¹ Fundusze unijne odnotowywane są na różnych rachunkach bilansu płatniczego. Na rachunku kapitałowym uwzględnia się fundusze strukturalne i spójności, podczas gdy na rachunku dochodów wtórnych fundusze społeczne. Środki z funduszu Wspólnej Polityki Rolnej odnotowywane są na rachunku dochodów pierwotnych..

walutowych oraz wyraźny spadek zagranicznych inwestycji w Polsce. Obniżyły się zarówno zagraniczne inwestycje bezpośrednie – co jednak w znacznej mierze wynikało z czynników jednorazowych⁴² – jak również inwestycje portfelowe podmiotów zagranicznych w instrumenty dłużne⁴³. Towarzyszył temu istotny wzrost depozytów zagranicznych monetarnych instytucji finansowych w polskim sektorze bankowym.

Efektom powyższych tendencji była dalsza poprawa większości wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. W szczególności zarówno saldo obrotów towarowych, jak i saldo obrotów bieżących w relacji do PKB wzrosły do najwyższych poziomów od 2004 r. (w ujęciu 4 kwartałów krocząco; Tabela 2.4). Nastąpiła także dalsza poprawa ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski.

Tabela 2.4. Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w %, o ile nie zaznaczono inaczej)*

	2010	2011	2012	2013	2014				2015	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-1,3	-1,9	-2,3	-2,0	-1,3	-0,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,6	-3,3	-1,5	1,0	1,1	0,5	0,1	0,4	1,7	1,9
Saldo obrotów towarowych/PKB	-3,0	-3,5	-2,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,8	-0,2	0,1
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,7	5,5	5,2	5,0	4,9	5,2	5,3	5,5	5,8
Zadłużenie zagr./PKB	66	71	71	70	69	70	72	72	72	73
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-65	-63	-66	-69	-69	-68	-69	-68	-66	-65
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących**	76	80	100	85	94	97	103	109	100	100
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.**	98	93	106	94	100	99	104	111	104	108

Źródło: Dane NBP, Ministerstwa Finansów.

*/ Dane w Tabeli 2.4 różnią się od danych zaprezentowanych w materiale NBP *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kwartał 2015 r.* (Tabela XXV) z uwagi na zastosowanie w *Raporcie o inflacji* ujęcia płynnego roku (czterech kwartałów krocząco).

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

⁴² Spadek inwestycji bezpośrednich związany był z wycofaniem się nierezydentów z podmiotu specjalnego przeznaczenia. W dużej części wynikał także ze zmian wyceny oraz różnic kursowych.

⁴³ Spadek zaangażowania nierezydentów w dłużne papiery wartościowe mógł być związany ze spadkiem wielkości emisji polskich obligacji skarbowych.

3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2015 r.

Na posiedzeniu w okresie od lipca do listopada 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 lipcu, wrześniu oraz październiku, a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 19 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2015 r.

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

Analizując kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na utrwalające się ożywienie gospodarcze w strefie euro. Wskazywano, że trwałemu wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyja dalszy spadek bezrobocia, wcześniejsza silna deprecjacja euro oraz dobre nastroje konsumentów i przedsiębiorców. Zaznaczano, że wraz z poprawą koniunktury i rosnącą dostępnością finansowania, zwiększa się tam także dynamika akcji kredytowej. Zwracano także uwagę na dobrą sytuację gospodarczą oraz korzystne prognozy PKB dla Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski. Część członków Rady wskazywała ponadto na przejściowy charakter spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w I kwartale. Członkowie ci zaznaczali, że o korzystnych perspektywach tej gospodarki świadczy dobra sytuacja na rynku pracy, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz przyspieszający wzrost sprzedaży detalicznej.

Część członków Rady podkreślała, że pomimo poprawy koniunktury w strefie euro, wzrost aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym pozostaje relatywnie niski. Zwracano także uwagę, że ryzykiem dla dalszego ożywienia gospodarczego w strefie euro może być ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wystąpienie z tego obszaru walutowego. Podkreślano, że dotychczas reakcja rynków finansowych na sytuację w Grecji była umiarkowana. Jednocześnie wskazywano, że niepowodzenie negocjacji z wierzycielami może negatywnie oddziaływać na nastroje podmiotów gospodarczych i koniunkturę w strefie euro i na świecie. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie efekty niewypłacalności Grecji byłyby prawdopodobnie słabsze niż gdyby miała ona miejsce w poprzednich latach.

Część członków Rady wskazywała także, że istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarki globalnej pozostaje słaba koniunktura w największych gospodarkach wschodzących. Argumentowano, że relatywnie niski wzrost aktywności w tych gospodarkach oddziałuje negatywnie na dynamikę eksportu krajów rozwiniętych, w tym Niemiec. Wskazywano w szczególności na gorszą niż w poprzednich latach koniunkturę w Chinach i skutki przeinwestowania na rynku nieruchomości w tym kraju. W tym

kontekście niektórzy członkowie Rady ocenili, że negatywny wpływ na sytuację gospodarczą w Chinach oraz nastroje na światowych rynkach finansowych może mieć także silny spadek cen akcji na giełdach w tym kraju.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych na świecie, wskazywano na wzrost dynamiki cen w wielu gospodarkach w ostatnim okresie. Zaznaczano jednak, że wobec umiarkowanego wzrostu w gospodarce globalnej oraz utrzymujących się stosunkowo niskich cen surowców, presja inflacyjna w gospodarce globalnej pozostaje bardzo niska. Zwracano uwagę, że zarówno w strefie euro, Stanach Zjednoczonych, jak i średnio w krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen jest jedynie nieznacznie wyższa od zera.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych wskazywano, że ceny ropy naftowej w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły. Z kolei ceny surowców rolnych silnie wzrosły w reakcji na obawy o niskie zbiory związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie podczas gdy EBC zapowiada kontynuację skupu aktywów przynajmniej do września 2016 r., Fed sygnalizuje rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych jeszcze w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli ponadto, że w ostatnim okresie politykę pieniężną złagodziły niektóre banki centralne w najbliższym otoczeniu Polski – Szwecji, Norwegii i Węgier – a także banki największych gospodarek wschodzących – Indii, Rosji i Chin.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki część członków wyrażała opinię, że dynamika PKB w II kwartale br. utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Członkowie Rady oceniali,

że głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostała prawdopodobnie konsumpcja, której sprzyjał dalszy wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych oraz ich pozytywne nastroje. Wskazywano, że dynamikę aktywności gospodarczej w II kw. wspierał także dalszy wzrost inwestycji. Argumentowano, że aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyjała ich dobra sytuacja finansowa, umożliwiającą finansowanie projektów inwestycyjnych ze środków własnych. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej na początku II kwartału oraz sprzedaży budowlano-montażowej w maju, a także jedynie umiarkowany wzrost sprzedaży detalicznej. Niektórzy z tych Członków Rady ocenili, że może to sygnalizować stabilizację wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach na poziomie zbliżonym do I kwartału lub nawet jego nieznaczne osłabienie.

Członkowie Rady ocenili, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. W szczególności ma miejsce dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała się, a wzrost płac nominalnych w tym sektorze spowolnił w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że dynamika płac realnych pozostaje wysoka i przekracza dynamikę wydajności pracy. W opinii tych członków utrzymanie takiej sytuacji – na co wskazuje lipcowa projekcja – może przyczyniać się do niekorzystnych zmian strukturalnych w gospodarce, w szczególności hamować dalszy wzrost udziału przemysłu w wartości dodanej. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że relatywnie szybki wzrost płac realnych jest uzasadniony, biorąc pod uwagę relatywnie niski udział płac w PKB w Polsce. Członkowie ci wyrażali opinię, że wysoka dynamika płac realnych nie musi mieć negatywnych skutków dla gospodarki, ponieważ wraz z rosnącym

zaawansowaniem technologicznym i innowacyjnością produkcji rosnąć będzie wydajność pracy.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki polskiej Członkowie Rady zaznaczali, że wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego w ostatnim okresie nieco spowolnił. Wskazywano, że wzrostowi dynamiki depozytów bieżących towarzyszył spadek dynamiki depozytów terminowych. Jednocześnie przyspieszył wzrost gotówki w obiegu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że źródłem ryzyka dla stabilności finansowej może być utrzymujący się szybki wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych, przy rosnącym udziale gospodarstw domowych, których dochody – po pokryciu kosztów odsetkowych – są niższe niż minimum socjalne. Członkowie ci byli również zdania, że negatywnym zjawiskiem jest rosnący odsetek firm, które nie są w stanie pokryć płatności odsetkowych z wypracowanego zysku. Większość członków Rady oceniała jednak, że w sferze finansowej brak jest obecnie nierównowag oraz wyraźnych ryzyk ich powstania w przyszłości. Część z tych członków Rady podkreślała, że dynamika kredytów mieszkaniowych w ujęciu transakcyjnym obniżyła się do poziomu najniższego od ponad dekady. Zaznaczali oni także, że ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych w przyszłości będzie ograniczane przez systematyczne zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV. Odnosząc się do zdolności przedsiębiorstw do realizacji zobowiązań kredytowych, członkowie ci zwracali uwagę, że udział kredytów z opóźnieniem w spłacie nie zwiększa się i pozostaje na umiarkowanym poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście lipcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB ma być w całym horyzoncie relatywnie stabilna i zbliżona do 3,5%. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że centralna ścieżka lipcowej projekcji kształtuje się

niedużej tempa wzrostu prognozowanego w projekcji marcowej. W świetle aktualnej projekcji, wzrost gospodarczy ma być w całym horyzoncie wspierany przede wszystkim rosnącą konsumpcją, a także nadal relatywnie wysoką – pomimo pewnego osłabienia w drugiej połowie 2016 r. – dynamiką inwestycji. Część członków Rady zaznaczała, że przy prognozowanym wzroście PKB, luka popytowa domknie się w bieżącym roku i w kolejnych latach będzie zbliżona do zera.

Zdaniem niektórych członków Rady wzrost gospodarczy może być jednak szybszy niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Do wyższej dynamiki PKB może przyczynić się – zdaniem tych członków Rady – nieco słabszy niż uwzględniono w projekcji kurs złotego. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji złotego oddziaływać może ryzyko polityczne związane z wyborami parlamentarnymi, a także – rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych przez Fed.

Część członków Rady zwracała z kolei uwagę na ryzyka w dół dla prognozowanej ścieżki wzrostu gospodarczego. W szczególności wskazywano, że ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wyjście ze strefy euro mogłoby przyczynić się do wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych. To z kolei – zdaniem tych członków Rady – mogłoby skutkować wzrostem kosztów obsługi długu, a także odpływem kapitału portfelowego z Polski i deprecjacją złotego zwiększającą obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu kredytów walutowych. Niekorzystny rozwój sytuacji Grecji mógłby także przyczynić się do pogorszenia koniunktury w strefie euro, co z kolei miałoby negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Większość członków Rady była jednak zdania, że wpływ zaburzeń związanych z Grecją na polską gospodarkę będzie prawdopodobnie ograniczony.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem niepewności jest kształt polityki

fiskalnej w przyszłym roku. Członkowie ci podkreślali, że istnieje ryzyko jej poluzowania, szczególnie wobec zdjęcia procedury nadmiernego deficytu wobec Polski.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę na stopniowy wzrost dynamiki cen. Część członków Rady podkreślała jednak, że osłabienie deflacji wynikało wyłącznie ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii. Jednocześnie większość członków Rady oceniała, że wobec umiarkowanego wzrostu popytu i płac nominalnych oraz nadal ujemnej luki popytowej, w gospodarce nie występuje presja inflacyjna. Wskazuje na to – w opinii tych członków Rady – nadal bardzo niski poziom inflacji bazowej oraz dalszy spadek cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym. Członkowie Rady zwracali również uwagę na pozostające na bardzo niskim poziomie oczekiwania inflacyjne.

Omawiając perspektywy inflacji podkreślano, że zgodnie z lipcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, dynamika cen w IV kw. br. wzrośnie powyżej zera i w kolejnych latach będzie stopniowo zmierzać w kierunku celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że dynamika cen może być niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika cen będzie prawdopodobnie wyższa od wskazywanej w lipcowej projekcji, do czego przyczynić się może nieco słabszy kurs złotego, niż uwzględniono w projekcji, a także wyższa od przyjętej dynamika cen energii i żywności.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że w kolejnych latach prawdopodobny jest stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu, ale nie ma zagrożenia przekroczenia celu w średnim okresie. Jednocześnie projekcja i prognozy zewnętrzne wskazują, że wzrost gospodarczy w kolejnych latach będzie zbliżony do potencjalnego i nie powinien prowadzić

do pojawienia się nierównowag w gospodarce. Ponadto na rynku pracy utrzymuje się korzystna sytuacja, której nie towarzyszy jednak wzrost presji płacowej. W takiej sytuacji, a także uwzględniając to, że wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen będzie się obniżał poziom realnych stóp procentowych, uzasadniona jest stabilizacja poziomu nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przy utrzymaniu nominalnych stóp na niezmiennym poziomie i stopniowym wzroście dynamiki cen realne stopy procentowe mogą w przyszłym roku zbliżyć się do zera. Ponadto członkowie ci wyrażali opinię, że niska dynamika cen energii i żywności maskuje presję płacową w gospodarce i zawyża saldo obrotów bieżących, przez co – wraz z ustąpieniem szoków powodujących niskie ceny surowców i żywności – w gospodarce mogą zacząć narastać nierównowagi makroekonomiczne. Z tych względów w kolejnych kwartałach uzasadnione może być – ich zdaniem – rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że obecnie trudno określić kierunek przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sytuacji w otoczeniu Polski i jej wpływu na polską gospodarkę.

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 2 września 2015 r.

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

Odnosząc się do koniunktury w otoczeniu Polski wskazywano, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy i korzystne nastroje podmiotów gospodarczych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost PKB w II kw. nieco spowolnił, a napływające dane za III kw. nie wskazują jednoznacznie na ponowne przyspieszenie aktywności gospodarczej. Podkreślano natomiast, że wraz z uruchomieniem trzeciego programu pomocowego dla Grecji spadło ryzyko niewypłacalności tego kraju w najbliższym okresie, a przez to obniżyło się krótkookresowe ryzyko negatywnych skutków sytuacji w Grecji dla koniunktury w strefie euro. Część członków Rady zwracała także uwagę na korzystne informacje dotyczące koniunktury w Stanach Zjednoczonych, w tym dane o wzroście dynamiki PKB w II kw. i dobrej sytuacji na rynku pracy.

Ważną kwestią dotyczącą sytuacji za granicą wskazywaną przez członków Rady było dalsze osłabienie koniunktury w głównych gospodarkach rozwijających się i związane z tym pogorszenie perspektyw wzrostu dla gospodarki światowej. W tym kontekście wskazywano na pogłębienie się recesji w Rosji i Brazylii. Zaznaczano jednak, że głównym czynnikiem ryzyka dla światowego wzrostu jest możliwość silniejszego niż dotychczas oczekiwano spowolnienia w Chinach. Argumentowano, że dalsze osłabienie aktywności gospodarczej w Chinach może przyczynić się do ograniczenia chińskiego popytu na produkty z innych krajów, co może obniżyć dynamikę globalnego wzrostu gospodarczego. Część członków Rady była zdania, że wpływ spowolnienia

w Chinach na globalną koniunkturę będzie zwiększany przez mogące towarzyszyć temu równoczesne obniżenie się wzrostu w innych gospodarkach azjatyckich. Wskazywano, że głównym kanałem wpływu spowolnienia w Chinach na Polskę jest możliwość spadku dynamiki niemieckiego eksportu i PKB, co w konsekwencji wpływałoby negatywnie na wzrost polskiego eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wobec ograniczonego udziału Chin w eksporcie Niemiec, spowolnienie w Chinach będzie miało niewielki wpływ na dynamikę niemieckiego PKB, a przez to także koniunkturę w Polsce. Niektórzy członkowie oceniali także, że w dłuższym okresie możliwa jest – szczególnie w warunkach rosnących płac realnych – zmiana struktury wzrostu popytu w Chinach na rzecz zwiększenia udziału popytu konsumpcyjnego w PKB, co wspierałoby wzrost eksportu z gospodarek rozwiniętych do Chin.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie koniunktury w Chinach i innych gospodarkach rozwijających się skutkuje także ograniczeniem ich popytu na surowce. Oceniano, że był to istotny czynnik prowadzący do ponownego spadku cen na globalnych rynkach surowcowych w ostatnim okresie. Zaznaczano, że w przypadku części surowców spadkom ich cen sprzyjała także rosnąca podaż. Podkreślano, że nawet niekorzystna sytuacja podażowa związana z suszą w niektórych krajach, nie zahamowała spadków cen surowców rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ceny surowców są prawdopodobnie w długookresowej tendencji spadkowej, co może oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu bardzo niskiej dynamiki cen na świecie.

Odnosząc się do procesów cenowych na świecie, wskazywano, że globalna inflacja pozostaje bardzo niska. Część członków Rady podkreślała, że ponowny spadek cen surowców oraz osłabienie juana i innych walut krajów rozwijających się będą

sprzyjać utrzymaniu się niskiej inflacji na świecie w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca momentu rozpoczęcia cyklu podwyższenia stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. EBC kontynuuje natomiast program skupu aktywów, ponadto pojawiają się sygnały wskazujące na możliwość jego rozszerzenia lub wydłużenia. Wskazywano także na złagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Chin, w tym dewaluację juana. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie politykę pieniężną ponownie złagodził Bank Węgier oraz Riksbank.

Omawiając sytuację na światowych rynkach finansowych wskazywano na spadek wielu cen aktywów oraz ich podwyższoną zmienność w ostatnim okresie. Istotnym czynnikiem prowadzącym do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych były sygnały silniejszego osłabienia koniunktury w Chinach oraz silny spadek tamtejszych cen akcji. Podkreślano, że wraz z dewaluacją juana przyczyniło się to także do osłabienia walut wielu gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zbliżające się zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed może nasilić presję na osłabienie walut krajów wschodzących, co w gospodarkach o znacznym zadłużeniu walutowym przedsiębiorstw zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysów walutowych. W efekcie może nastąpić dalsze pogorszenie nastawienia inwestorów wobec rynków wschodzących. Członkowie ci wskazywali, że dodatkowym źródłem wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych mogłoby być pęknięcie baniek na innych rynkach aktywów, do których postawania przyczyniła się – ich zdaniem – niekonwencjonalna polityka banków centralnych. Podkreślali oni także w tym kontekście, że – ze względu na silne powiązania gospodarcze i finansowe – wystąpienie jednego wstrząsu

w otoczeniu Polski zwiększa prawdopodobieństwo materializacji innych czynników ryzyka. W efekcie ewentualne wstrząsy mogłyby wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w gospodarce globalnej, w tym na aktywność gospodarczą w strefie euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano na nieznaczne osłabienie wzrostu PKB w II kw. Podkreślano, że podczas gdy wzrost konsumpcji był stabilny, obniżyła się dynamika inwestycji i wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost PKB był nadal szybszy od wzrostu produktu potencjalnego. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji i sprzedaży detalicznej w lipcu oraz spadek wskaźnika PMI w sierpniu, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Wskazywano też, że na koniunkturę w niektórych sektorach w III kw. mogły negatywnie wpływać efekty suszy oraz przejściowe ograniczenia w dostawie energii elektrycznej.

Część członków Rady wskazywała, że niewielkiemu spowolnieniu wzrostu PKB towarzyszyło pewne obniżenie dynamiki płac i liczby pracujących w gospodarce. Mimo to, członkowie Rady oceniali, że sytuacja na krajowym rynku pracy pozostała dobra, czego efektem jest nadal wysoka dynamika płac w ujęciu realnym, obniżająca się stopa bezrobocia oraz rosnące prawdopodobieństwo znalezienia pracy.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB prawdopodobnie utrzyma się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w pierwszym półroczu 2015 r. Utrzymaniu stabilnego wzrostu PKB będą sprzyjać czynniki krajowe, w tym dobra sytuacja na rynku pracy i sektorze przedsiębiorstw, wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych oraz wysoka dostępność i relatywnie niski koszt

kredytu. Wzrost aktywności w większości sektorów może być także wspierany przez niskie ceny surowców oraz pewne osłabienie kursu złotego w ostatnich miesiącach. W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu powinno także oddziaływać ożywienie gospodarcze w strefie euro. Z kolei w kierunku osłabienia dynamiki PKB może oddziaływać pogorszenie koniunktury w Chinach i innych krajach rozwijających się.

Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że wobec pogorszenia perspektyw wzrostu w krajach rozwijających się, a także uwzględniając nieco gorsze od oczekiwań dane z polskiej gospodarki w ostatnim okresie, zwiększyło się ryzyko pewnego osłabienia dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zdaniem niektórych członków Rady wzrosło ryzyko silnego wstrząsu zewnętrznego, który – poprzez osłabienie wzrostu gospodarczego u partnerów handlowych Polski, a także pogorszenie nastawienia inwestorów do aktywów z rynków wschodzących – mógłby doprowadzić do spowolnienia wzrostu PKB w Polsce.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w świetle takich uwarunkowań istotne jest utrzymanie wysokiej odporności polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy i wspieranie długofalowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym potrzebę zwiększenia innowacyjności gospodarki, a także likwidacji barier rozwoju dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Ich zdaniem może to przyczynić się do wzrostu wydajności pracy i w efekcie przyspieszenia wzrostu płac oraz wartości dodanej zawartej w polskich produktach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne pojawiają się propozycje zmian w zakresie polityki gospodarczej, które – jeśli będą realizowane – negatywnie wpłyną na stan finansów publicznych, a przez to będą osłabiać odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym członkowie Rady oceniali, że przyrost kredytu dla sektora prywatnego pozostaje umiarkowany. Wskazywano, że czynnikiem niepewności dla sektora bankowego, a przez to także akcji kredytowej są prace parlamentarne nad ewentualnym przewalutowaniem części kredytów denominowanych w walutach obcych. Zaznaczano, że wprowadzenie rozważanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych w tym zakresie może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki akcji kredytowej oraz ograniczenia dochodów podatkowych. Ponadto może ono skutkować koniecznością podwyższenia kapitałów przez część banków.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymywania się deflacji, stopniowo zmniejsza się jej skala. Większość członków Rady oceniała jednak, że wobec nadal ujemnej luki popytowej, umiarkowanego wzrostu płac nominalnych i spadku cen surowców na rynkach światowych, nadal nie ma presji inflacyjnej. Część członków zwracała także uwagę na utrzymywanie się deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, która może się wydłużyć ze względu na ponowne spadki cen surowców. Członkowie ci wskazywali jednak, że utrzymujący się spadek cen produkcji nie miał dotychczas wyraźnie negatywnego wpływu na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw.

Omawiając perspektywy inflacji członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie prawdopodobnie nadal stopniowo rosnąć, na co wskazuje większość prognoz. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość spowolnienia powrotu dynamiki cen do dodatniego poziomu w kolejnych kwartałach ze względu na ponowne spadki cen surowców na rynkach światowych. Czynnikiem ryzyka dla przyspieszenia dynamiki cen jest także możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach, obniżającego wzrost popytu w innych krajach,

a także efekty dewaluacji juana obniżającej ceny importu chińskich produktów. Niektórzy członkowie podkreślali natomiast, że w kierunku wzrostu dynamiki cen w najbliższym okresie może oddziaływać wzrost cen warzyw i owoców związany z suszą, która ograniczyła krajową produkcję tych produktów.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że wobec oczekiwanego utrzymania się stabilnego wzrostu gospodarczego, który nie będzie prowadził do powstania nierównowag w gospodarce, a jednocześnie stopniowego wzrostu dynamiki cen w kierunku celu inflacyjnego uzasadniona jest stabilizacja nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że stabilizacja stóp procentowych wspiera odporność polskiej gospodarki na wstrząsy, szczególnie wobec znacznej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury i podwyższonej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy procentowe ex ante w Polsce, czyli po uwzględnieniu prognoz inflacji kształtują się na niskim poziomie.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa wzrostu dynamiki cen w warunkach prawdopodobnego dalszego ożywienia koniunktury. Podwyższenie stóp powinno być także rozważane – ich zdaniem – ze względu na wzrost ryzyka silnych wstrząsów zewnętrznych, albowiem zwiększałoby ono przestrzeń dla łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz ponowny spadek cen surowców zwiększyła się niepewność dotycząca

aktywności gospodarczej i procesów cenowych w Polsce, a bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji przesunął się dół. Jednakże członkowie ci oceniali, że najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

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 października 2015 r.

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

Omawiając aktywność gospodarczą w otoczeniu Polski i jej perspektywę, członkowie Rady wskazywali na obniżenie formułowanych przez ośrodki zewnętrzne prognoz wzrostu PKB na świecie i w strefie euro. Zwracali oni uwagę na dalsze pogorszenie danych z Chin w zakresie produkcji przemysłowej oraz popytu inwestycyjnego, przy stabilnym jednak wzroście popytu konsumpcyjnego. Podkreślali jednocześnie, że utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że obniżenie wzrostu w Chinach wynika głównie ze zmiany modelu gospodarczego w tym kraju na model oparty w większym stopniu na wzroście popytu konsumpcyjnego. Ta zmiana w dłuższej perspektywie powinna oddziaływać korzystnie na sytuację branż oferujących towary i usługi dla gospodarstw domowych na całym świecie, a zatem również na sytuację gospodarczą eksportujących je krajów.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że spowolnienie w Chinach i w innych krajach rozwijających się miało do tej pory ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą u głównych partnerów handlowych

Polski, lecz nie można wykluczyć, że będzie on większy w przyszłości. W strefie euro utrzymuje się umiarkowane ożywienie, wspierane głównie przez poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost popytu konsumpcyjnego, choć sytuacja w poszczególnych krajach członkowskich unii walutowej jest zróżnicowana. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, wzrost aktywności gospodarczej pozostał stabilny. Ponadto – w świetle danych ankietowych – utrzymał się wysoki poziom zamówień eksportowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że struktura spowolnienia gospodarczego w Chinach – polegającego na obniżeniu dynamiki inwestycji i związanej z nimi produkcji przemysłowej – może być niekorzystna dla Niemiec z uwagi na istotne znaczenie dóbr kapitałochłonnych w niemieckim eksporcie do Chin.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że choć dane o aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych były w ostatnim okresie nieco gorsze od oczekiwań, tym niemniej wciąż wzrost PKB w tym kraju jest wysoki na tle innych głównych gospodarek rozwiniętych, do czego przyczynia się dalsza poprawa na rynku pracy. Zwrócili oni jednak uwagę, że współczynnik aktywności zawodowej w Stanach Zjednoczonych jest najniższy od lat 70-tych, co może wskazywać na niskie wykorzystanie zasobów w tej gospodarce.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady podkreślali, że nowa fala spadku cen surowców w ostatnich miesiącach przełożyła się na obniżenie inflacji w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, gdzie dynamika cen była we wrześniu ponownie ujemna. Zwracali oni także uwagę na obniżenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro oraz na rewizję w dół prognoz inflacji w wielu krajach rozwiniętych.

Członkowie Rady wskazywali na utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw polityki pieniężnej za granicą. Podkreślali, że w świetle

oczekiwań rynków finansowych Rezerwa Federalna może odłożyć w czasie podwyżki stóp procentowych. Z kolei Europejski Bank Centralny nie wyklucza rozszerzenia swojego programu zakupu aktywów finansowych, co – w ocenie niektórych członków Rady – oddziałując w kierunku wyższej aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech, może być korzystne również dla polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że na rynkach finansowych utrzymuje się podwyższona zmienność, której towarzyszy dalsza deprecjacja walut wielu krajów wschodzących, w tym – choć w znacznie mniejszym stopniu – złotego.

W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że łagodna polityka pieniężna głównych banków centralnych przyczyniała się w ostatnich latach do silnego wzrostu cen aktywów i nieruchomości. Wskazali oni na ryzyko gwałtowniejszej niż obserwowano ostatnio korekty cen aktywów na świecie, której skala może być wzmacniana przez niską płynność na niektórych rynkach. Podkreślali oni, że perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysu zadłużeniowego w wielu krajach rozwijających się, zwłaszcza w tych, gdzie w ostatnich latach znacząco wzrosła skala emisji papierów dłużnych denominowanych w dolarze amerykańskim. Zdaniem tych członków Rady, taki kryzys mógłby – przez powiązania gospodarcze i finansowe – przenieść się do innych gospodarek, w tym do niektórych krajów członkowskich strefy euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że pomimo zewnętrznych ryzyk, uwarunkowania dla wzrostu gospodarczego w Polsce pozostają korzystne. Jako główne czynniki wspierające wzrost członkowie Rady wskazywali wciąż dobrą sytuację na krajowym rynku pracy, poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wysoki stopień wykorzystania

zdolności wytwórczych oraz stabilny przyrost akcji kredytowej. Korzystnie na tempo wzrostu powinna wpływać również wysoka cenowa konkurencyjność polskiej gospodarki, przy utrzymującym się ożywieniu gospodarczym u głównych partnerów handlowych. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w miesiącach letnich dynamiki produkcji i sprzedaży detalicznej były niższe od oczekiwań, a niektóre wskaźniki koniunktury w przemyśle we wrześniu obniżyły się do najniższych od roku poziomów, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Niektórzy z nich wyrażali opinię, że wyhamowanie wzrostu aktywności w polskim przemyśle w ostatnim okresie może mieć charakter cykliczny, natomiast inni uważali, że ma ono raczej związek z dostosowaniem wielkości produkcji przemysłowej do obniżonego popytu na dobra trwałego użytku i dobra inwestycyjne w gospodarce światowej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia i systematyczny spadek stopy bezrobocia, a także umiarkowany wzrost płac. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że kontynuacja zatrudnienia przy umiarkowanej dynamice płac świadczy o utrzymaniu przez przedsiębiorstwa pozytywnej oceny w zakresie przyszłej koniunktury. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że na rynku pracy zwiększa się niedopasowanie, wynikające z trudności z pozyskiwaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. W konsekwencji skala poprawy sytuacji na rynku pracy, mierzona wzrostem zatrudnienia, w ostatnich miesiącach nieco się zmniejszyła.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji finansowej gospodarstw domowych, zwracano uwagę na wzrost stopy dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych w ostatnim okresie. Zdaniem części członków Rady prawdopodobny wzrost skłonności do oszczędzania może ograniczać wzrost konsumpcji w kolejnych kwartałach. Większość z nich podkreślała jednocześnie, że w

dłuższym okresie wzrost stopy oszczędności jest korzystny dla polskiej gospodarki, choć niektórzy z nich uważali, że może on wpływać niekorzystnie na popyt zagregowany zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo na pewne przyspieszenie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach.

Odnosząc się do sytuacji finansowej przedsiębiorstw, członkowie Rady wskazywali na jej poprawę, w tym na ponowny wzrost zysków firm. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na wzrost dynamiki kredytów korporacyjnych w ostatnim okresie, związany z przyspieszeniem wzrostu kredytów bieżących, przy stabilnej dynamice kredytów inwestycyjnych.

Członkowie Rady podkreślali również, że sytuacja w sektorze finansowym jest stabilna. Podtrzymali jednak ocenę, że ewentualne przewalutowanie części kredytów denominowanych w walutach obcych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności, mogącym niekorzystnie wpłynąć na sytuację w polskim sektorze bankowym.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, członkowie Rady oceniali, że powinien być on zbliżony do prognozowanego w lipcowej projekcji NBP. Podkreślali oni jednocześnie, że – głównie z uwagi na procesy zachodzące w ostatnich miesiącach w otoczeniu polskiej gospodarki – od czasu publikacji projekcji ryzyka dla wzrostu gospodarczego nieco się zwiększyły. Członkowie Rady wskazywali też, że wzrost ekspansywności polityki fiskalnej, związany zarówno z realizacją projektu ustawy budżetowej na 2016 r., jak i obietnicami wyborczymi, może oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, lecz z drugiej strony – zdaniem części członków Rady – może on również zagrażać stabilności finansów publicznych w dłuższym okresie.

Rozważając ewentualne konsekwencje pogorszenia perspektyw wzrostu w Chinach dla koniunktury w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że powinny być one ograniczane przez niewielki udział Chin w polskim eksporcie i dalsze ożywienie gospodarcze w strefie euro. Jednak niektórzy członkowie Rady byli zdania, że już występujące, jak i ewentualne dalsze wstrząsy w gospodarce światowej mogą wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w Polsce z uwagi na ograniczone możliwości prowadzenia antycyklicznej polityki gospodarczej w warunkach znacznej – w ich ocenie – nierównowagi w sektorze finansów publicznych i niskiego poziomu stóp procentowych.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce, zwracano uwagę na nieznaczne pogłębienie się deflacji we wrześniu spowodowane ponownym spadkiem cen surowców na świecie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na nasilenie się spadku cen produkcji sprzedanej, co – wraz z niską dynamiką jednostkowych kosztów pracy – ogranicza ryzyko wzrostu presji kosztowej. W ocenie członków Rady w kolejnych miesiącach inflacja powinna jednak stopniowo rosnąć, choć – jak podkreślała większość członków Rady – wzrost inflacji będzie prawdopodobnie nieco wolniejszy niż przewidywano w projekcji lipcowej, a od I kw. 2016 r. może on wyhamować, kształtując się w kolejnych miesiącach nieco poniżej dolnej granicy odchyłeń od celu. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko wyższej inflacji w kolejnych kwartałach, związane ze wzrostem napięć na krajowym rynku pracy, względnie wysoką skalą podwyżek proponowanych przez przedsiębiorców oraz prawdopodobny – ich zdaniem – wzrost cen żywności, spowodowany niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi w niektórych rejonach świata.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że wobec braku wyraźniejszego przełożenia się ryzyk w otoczeniu

polskiej gospodarki na wzrost gospodarczy i oczekiwanego stopniowego wzrostu dynamiki cen w kierunku celu inflacyjnego uzasadniona jest stabilizacja nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że stabilizacja stóp procentowych wspiera odporność polskiej gospodarki na wstrząsy, szczególnie wobec znacznej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury. Niektórzy członkowie Rady ponadto uważali, że dalsze obniżanie stóp procentowych nie przełożyłoby się w istotnym stopniu na wzrost akcji kredytowej, a jednocześnie mogłoby spowodować obniżenie dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych.

Niektórzy członkowie Rady wyrazili natomiast opinię, że w najbliższych miesiącach Rada powinna rozważyć możliwość obniżenia stóp procentowych. W ich ocenie, niższy poziom stóp procentowych, oddziałując w kierunku wyższego popytu krajowego, ograniczałby skalę ewentualnego spowolnienia gospodarczego, wynikającego z pogorszenia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Argumentowali oni ponadto, że złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce zmniejszałoby dysparytet pomiędzy stopami krajowymi i zagranicznymi, w tym strefy euro, gdzie łagodna polityka pieniężna może być prowadzona przez dłuższy okres, niż dotychczas oczekiwano.

W ocenie niektórych członków Rady w nadchodzących miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa szybszego – w ich ocenie – wzrostu inflacji niż wskazywała projekcja lipcowa, a także wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. W opinii tych członków Rady podwyższenie stóp procentowych zwiększałoby przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 listopada 2015 r.

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

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, a napływające dane sugerują utrzymanie stabilnego wzrostu PKB w tym obszarze walutowym. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. obniżył się, jednak w kolejnych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja ożywienia. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy po raz kolejny się obniżył, a w Rosji i Brazylii trwa recesja. Utrzymują się więc obawy dotyczące perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących, co zwiększa niepewność dotyczącą globalnej koniunktury.

Spadek cen surowców w ostatnich miesiącach przyczynił się do obniżenia inflacji w wielu gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. W tych warunkach Rezerwa Federalna i EBC utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, choć Rezerwa Federalna zapowiada możliwość ich podwyższenia. Natomiast EBC kontynuuje program zakupu aktywów i zasygnalizował jego rozszerzenie, co przyczyniło się do spadku awersji do ryzyka na rynkach finansowych w ostatnim okresie.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej, którego głównym czynnikiem jest popyt krajowy. Wzrostowi popytu sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje

konsumentów, polepszenie sytuacji finansowej firm, a także stabilny wzrost akcji kredytowej. Natomiast ograniczająco na dynamikę popytu w gospodarce oddziałuje niepewność przedsiębiorstw dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Główną przyczyną utrzymywania się deflacji pozostaje silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Spadek ten, wraz z umiarkowaną dynamiką płac, ogranicza ryzyko wzrostu presji kosztowej. W tych warunkach oczekiwania inflacyjne pozostają bardzo niskie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP, z uwzględnieniem danych dostępnych do 19 października 2015 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,9 – -0,8% w 2015 r. (wobec -1,1 – -0,4% w projekcji z lipca 2015 r.), 0,4 – 1,8% w 2016 r. (wobec 0,7 – 2,5%) oraz 0,4 – 2,5% w 2017 r. (wobec 0,5 – 2,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 3,9% w 2015 r. (wobec 3,0 – 4,3% w projekcji z lipca 2015 r.), 2,3 – 4,3% w 2016 r. (wobec 2,3 – 4,5%) oraz 2,4 – 4,6% w 2017 r. (wobec 2,5 – 4,7%).

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać stopniowe domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie źródłem niepewności dotyczącej szybkości powrotu inflacji do celu

pozostaje ryzyko silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących i wpływ tego na światową koniunkturę, a także możliwość utrzymania się niskich cen surowców i w efekcie również niskiej inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – listopad 2015 r.*

4 Projektcja inflacji i PKB

Projektcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektji IE. Do opracowania projektji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴⁴. Projektcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projektji Radzie Polityki Pieniężnej. Projektcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projektcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2015 r. do IV kw. 2017 r. – punktem startowym projektji jest III kw. 2015 r.

Projektcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 19 października 2015 r.

⁴⁴ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

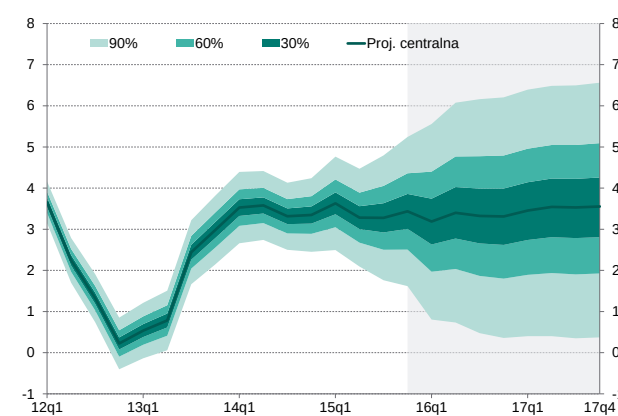
4.1 Synteza

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

Utrzymywanie się korzystnego szoku podażowego, jakim jest dla Polski spadek cen surowców energetycznych, wspiera ożywienie w polskiej gospodarce, pomimo nadal niskiego popytu ze strefy euro oraz pogorszających się perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących. W efekcie, gospodarka Polski znajduje się obecnie w fazie ożywienia, choć dynamika PKB nieco obniżyła się względem I kw. br. Dane z rachunków narodowych wskazują, że w II kw. br. utrzymana została korzystna, zrównoważona struktura wzrostu: stabilny wzrost spożycia (indywidualnego i zbiorowego) oraz inwestycji przy neutralnym wkładzie eksportu netto.

W horyzoncie projekcji oczekiwana jest jedynie umiarkowana poprawa koniunktury w strefie euro, która będzie w ograniczonym stopniu

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

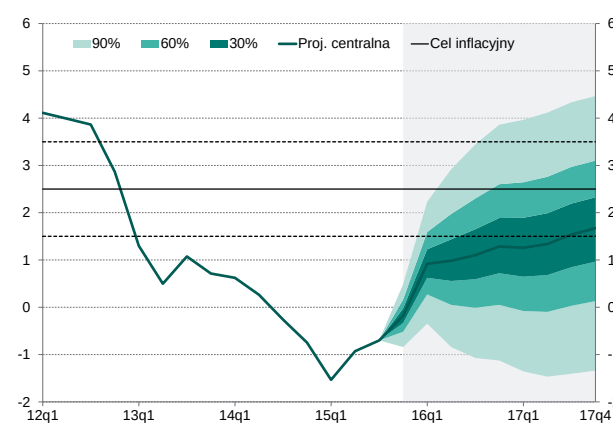
wspomagać krajowy wzrost gospodarczy. Przy tym założeniu, dynamika PKB w latach 2016-2017 ustabilizuje się na poziomie zbliżonym do odnotowanego obecnie (3,3% r/r), przy czym wzrost będzie bazować w głównej mierze na rosnących wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego.

Wydatki gospodarstw domowych wspierać będzie systematyczna poprawa ich sytuacji finansowej, do czego przyczyni się kontynuacja dotychczasowych korzystnych tendencji na rynku pracy: dalszy spadek stopy bezrobocia oraz przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń. Do poprawy nastrojów konsumenckich przyczynia się także niska inflacja, zwiększająca siłę nabywczą gospodarstw domowych. Relatywnie wysoka obecnie stopa oszczędzania oraz niskie stopy procentowe stanowią przesłanki dla prawdopodobnego w horyzoncie projekcji wzrostu finansowania konsumpcji kredytem.

Wzrost gospodarczy w horyzoncie projekcji podtrzymywać będą również wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Inwestycjom będzie sprzyjać oczekiwane utrzymanie się dobrej obecnie sytuacji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych oraz, podobnie jak w przypadku konsumpcji, kształtowanie się stóp procentowych na ich obecnym, niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Wysoki, jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego, bieżący poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych powinien skłaniać przedsiębiorstwa do dalszego wzrostu nakładów na środki trwałe, chociaż skalę tego wzrostu ograniczać może umiarkowany popyt zewnętrzny.

Uwzględniając uwarunkowania zewnętrzne jedynie w umiarkowanym stopniu wspierające krajowy wzrost gospodarczy, luka popytowa pozostanie do końca horyzontu projekcji na

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

ujemnym, choć bliskim zera poziomem. Takie kształtowanie się luki popytowej, będącej syntetyczną miarą presji popytowej w gospodarce, sygnalizuje, że koniunktura krajowa w mniejszym stopniu niż w poprzednich latach przyczyniać się będzie do spadku stopy inflacji.

Na nasilenie tendencji deflacyjnych w polskiej gospodarce w bieżącym roku wpływ miały nie tylko uwarunkowania popytowe, ale – i to w dużo większym stopniu – czynniki o charakterze podażowym: silne obniżenie się cen ropy naftowej oraz wysoka podaż produktów rolnych. Wyrazem tych uwarunkowań jest utrzymująca się niska presja kosztowa w gospodarce, odzwierciedlona w spadku cen importu i krajowych cen producenta (PPI) oraz umiarkowanym wzroście jednostkowych kosztów pracy.

W horyzoncie projekcji wpływ czynników obniżających inflację będzie wygasał, co wpłynie na stopniowy wzrost dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji bazowej, cen żywności, cen energii). Inflacja CPI do końca horyzontu projekcji kształtować się będzie jednak poniżej celu inflacyjnego NBP, na co wskazuje oczekiwana umiarkowana skala poprawy koniunktury w kraju i strefie euro oraz prognozowane niskie ceny surowców na rynkach światowych.

W największym stopniu niepewność bieżącej projekcji determinowana jest przez możliwość innego, niż w scenariuszu centralnym, rozwoju sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki. Głównym czynnikiem ryzyka jest obecnie możliwość głębszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących, w tym w szczególności w Chinach. Materializacja tych ryzyk miałaby duże znaczenie dla koniunktury krajowej, w sytuacji gdyby przyczyniła się do osłabienia wzrostu w gospodarce niemieckiej

kierującej dużą część eksportu do Chin.

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 popyt inwestycyjny w większym niż obecnie stopniu mógłby wspomagać wzrost gospodarczy w strefie euro, co pozwoliłoby szybciej wejść tej gospodarce w fazę ożywienia.

Ocenia się, że biorąc pod uwagę tak negatywny, jak i pozytywny scenariusz rozwoju sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, bilans czynników ryzyka zarówno dla dynamiki PKB, jak i dla inflacji CPI jest zrównoważony, co znajduje odzwierciedlenie w symetrii wykresu wachlarzowego dla obu wymienionych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

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

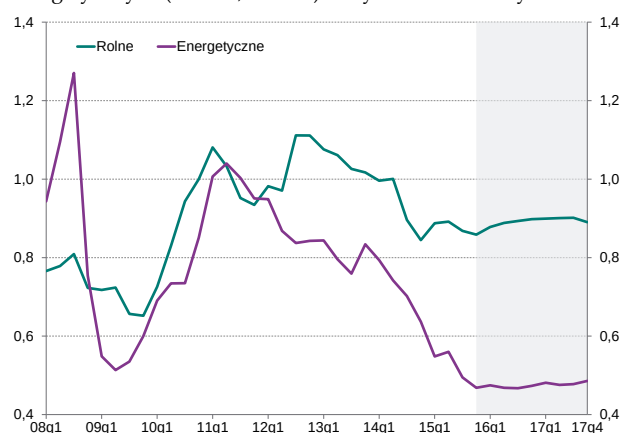
Niska dynamika cen ropy wynika z korzystnych uwarunkowań podażowych na rynku tego surowca, jak również słabego popytu, zwłaszcza z krajów rozwijających się. Szczególne znaczenie dla kształtowania się relacji popytu do podaży ma polityka krajów zrzeszonych w OPEC nakierowana na utrzymanie stałego udziału w światowej produkcji ropy naftowej, prowadząca do wzrostu poziomu wydobycia w tych krajach. W krajach nienależących do OPEC produkcja ropy naftowej wzrastała w ostatnim okresie na skutek realizowania inwestycji wydobywczych

rozpoczętych w poprzednich latach (choć proces ten ulegnie prawdopodobnie zahamowaniu ze względu na spadek cen tego surowca). W konsekwencji, światowe zapasy ropy naftowej znajdują się na historycznie wysokim poziomie i w najbliższych kwartałach będą nadal rosły. Dodatkowym czynnikiem, który może od przyszłego roku oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu podaży ropy naftowej, jest zawarte w lipcu br. porozumienie między pięcioma stałymi członkami Rady Bezpieczeństwa ONZ i Niemcami a Iranem. Porozumienie to otwiera drogę do zawieszenia sankcji na eksport ropy naftowej przez Iran. Niskie ceny ropy ograniczają dynamikę wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych, będących w dużym stopniu substytutami w produkcji energii. W konsekwencji, w najbliższych latach ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą się utrzymywać na niskim, niższym od przyjętego w poprzedniej rundzie progностycznej, poziomie (Wykres 4.3).

W warunkach słabego popytu w krajach rozwijających się, na relatywnie niskim poziomie, nieznacznie niższym od oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej, kształtują się również ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3). Niski poziom cen surowców wynika również z uwarunkowań podaży, w szczególności wysokich zbiorów zbóż, w tym pszenicy, co miało miejsce za sprawą korzystnych warunków agrometeorologicznych w większości regionów świata, oraz utrzymującej się wysokiej podaży wieprzowiny na rynku europejskim.

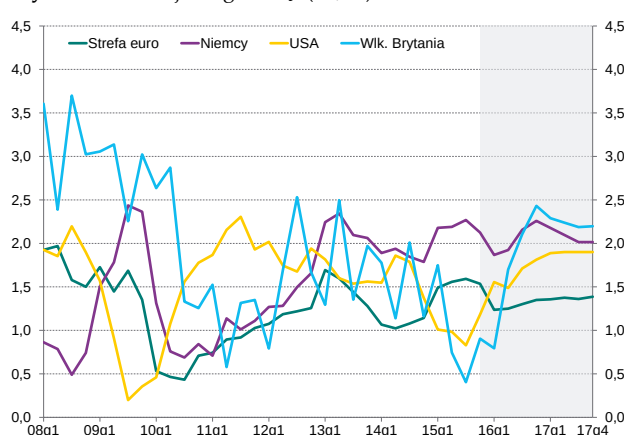
Istotnym założeniem obecnej projekcji, obok stabilizacji cen surowców energetycznych i rolnych na niskim poziomie, jest jedynie umiarkowana skala poprawy koniunktury w strefie euro (Wykres 4.5). O ile perspektywy wzrostu spożycia indywidualnego w tej gospodarce kształtują się korzystnie, to

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.

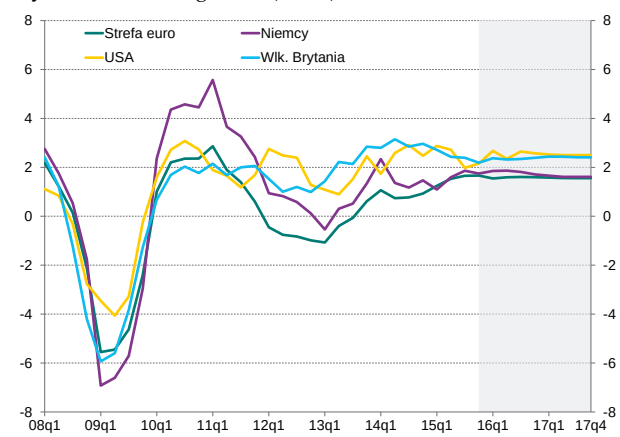
Wykres 4.4 Inflacja za granicą* (r/r, %)



Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

*/ Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

Wykres 4.5 PKB za granicą (r/r, %)

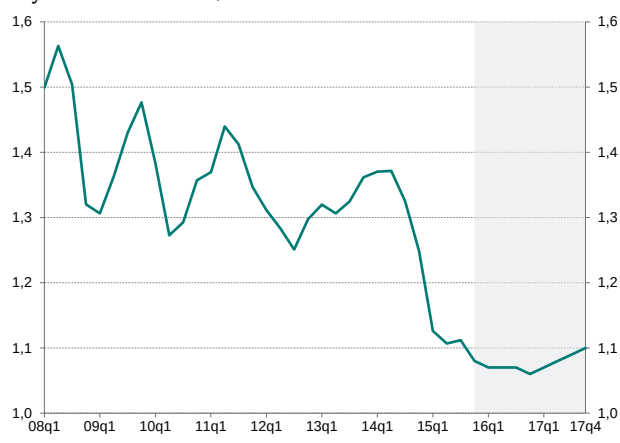


Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

uwarunkowania dla prognozy inwestycji pozostają mniej optymistyczne. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego powinna sprzyjać dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy wpływająca korzystnie na nastroje konsumentów. W kierunku wzrostu konsumpcji powinna oddziaływać również niska inflacja, w szczególności niski i stosunkowo stabilny poziom cen energii, zwiększający siłę nabywczą gospodarstw domowych. Pozytywnie na spożycie indywidualne wpływać może również obserwowany od kilku miesięcy wzrost kredytu konsumpcyjnego. Ograniczone wciąż tempo wzrostu inwestycji w strefie euro związane jest natomiast z relatywnie niskim poziomem wykorzystania zdolności produkcyjnych, kontynuacją procesu oddłużania się przedsiębiorstw oraz utrzymującymi się, mimo stopniowej poprawy w tym zakresie, trudnościami dużej części przedsiębiorstw w dostępie do finansowania rynkowego. Przy akomodacyjnej polityce pieniężnej i stopniowo rosnącym popycie konsumpcyjnym oraz poprawiającej się zyskowności przedsiębiorstw, następować będzie jednak stopniowa odbudowa poziomu inwestycji. Wzrost gospodarczy krajów strefy euro wspomaga wdrażany przez EBC program luzowania ilościowego przyczyniający się do deprecjacji kursu euro zwiększającej konkurencyjność cenową eksportu oraz spadku kosztów obsługi długu publicznego krajów strefy (Wykres 4.6).

Mimo że zrewidowane dane za ostatnie kwartały wskazują na nieco większą skalę ożywienia gospodarki strefy euro, to w porównaniu do założeń poprzedniej rundy progностycznej perspektywy wzrostu gospodarczego strefy w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji nie uległy zmianie. Z jednej strony wzrostowi gospodarek europejskich będą sprzyjać niższe ceny ropy naftowej, zwiększające realne dochody gospodarstw domowych, a także obniżające

Wykres 4.6 Kurs EUR/USD



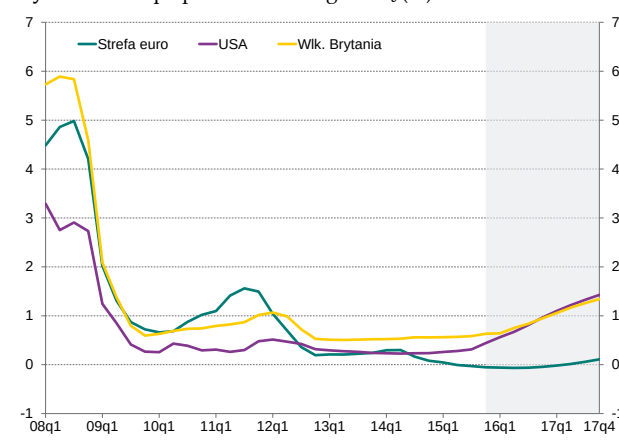
Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

koszty funkcjonowania firm i przyczyniające się do poprawy relacji cen eksportu do cen importu (*terms of trade*). Z drugiej strony, ożywienie gospodarcze w strefie euro będzie ograniczane przez pogorszenie się, względem oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej, perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących.

Na tle oczekiwań dotyczących kształtowania się koniunktury w strefie euro, korzystniej prezentują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii (Wykres 4.5). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w tych gospodarkach pozostanie spożycie indywidualne, któremu sprzyjać będą obserwowane obecnie korzystne tendencje na rynku pracy. W Stanach Zjednoczonych, pomimo pewnego spowolnienia w ostatnich dwóch miesiącach, nadal następował bowiem wyraźny wzrost zatrudnienia, a stopa bezrobocia ukształtowała się na najniższym od siedmiu lat poziomie.

Niskie ceny surowców energetycznych obniżają inflację w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski (Wykres 4.4). Spadek inflacji dokonuje się przede wszystkim poprzez bezpośredni wpływ niskich cen surowców na ceny energii dla gospodarstw domowych. Niższe ceny surowców energetycznych wpływają również na obniżenie kosztów produkcji, co przekłada się na spadek cen pozostałych komponentów koszyka towarów i usług konsumpcyjnych. Lepsza koniunktura w gospodarce amerykańskiej i brytyjskiej wpłynie jednak na wyższy niż w strefie euro poziom ścieżki inflacji oraz, jak wskazują oczekiwania rynkowe, prawdopodobnie wcześniejsze rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych w tych krajach niż w strefie euro (Wykres 4.7).

Wykres 4.7 Stopa procentowa za granicą (%)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017

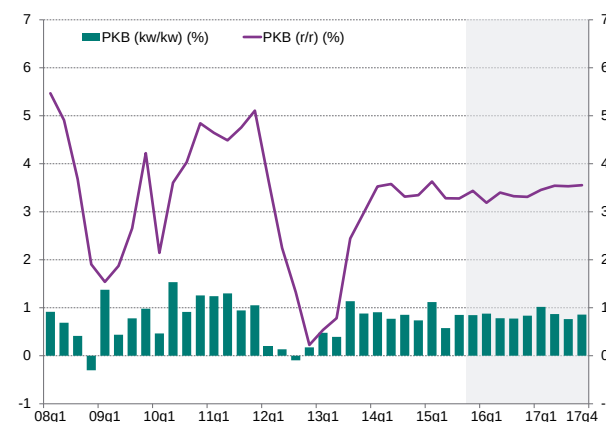
Tempo wzrostu PKB w Polsce będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na stabilnym poziomie i w latach 2015-2017 wyniesie średnio 3,4% (Wykres 4.8). Krajowy wzrost gospodarczy tylko w ograniczonym stopniu bazować będzie na umiarkowanym ożywieniu w strefie euro. Ważniejsze dla utrzymania dynamiki PKB będą natomiast: kontynuacja korzystnych trendów na rynku pracy, historycznie niski poziom stóp procentowych oraz niskie ceny surowców energetycznych. Czynniki te prowadzić będą do rosnących wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego, które stanowić będą główne składowe wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji.

Inflacja CPI pozostanie w krótkim horyzoncie projekcji ujemna (Wykres 4.10). Spadek cen w dużym stopniu wynika z wpływu czynników o charakterze podażowym – silnego obniżenia się cen ropy naftowej oraz wysokiej podaży produktów rolnych. Dodatkowo jednak w kierunku niskiej inflacji oddziałuje niska presja popytowa (której miarą jest ujemna luka popytowa) oraz niska presja kosztowa w kraju i za granicą, odzwierciedlona w spadku cen importu, długotrwałym spadku krajowych cen producenta (PPI) oraz umiarkowanym wzroście jednostkowych kosztów pracy. W horyzoncie projekcji wpływ tych czynników na inflację będzie stopniowo wygasał, pozostanie ona jednak do końca 2017 r. poniżej celu inflacyjnego NBP.

Popyt krajowy

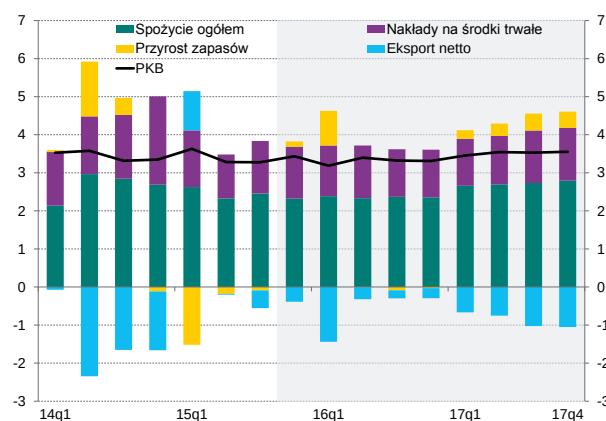
Tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego od początku 2014 r. było stosunkowo stabilne, utrzymując się w przedziale 3,0%-3,2% r/r. Silny spadek stopy inflacji w tym okresie gospodarstwa

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



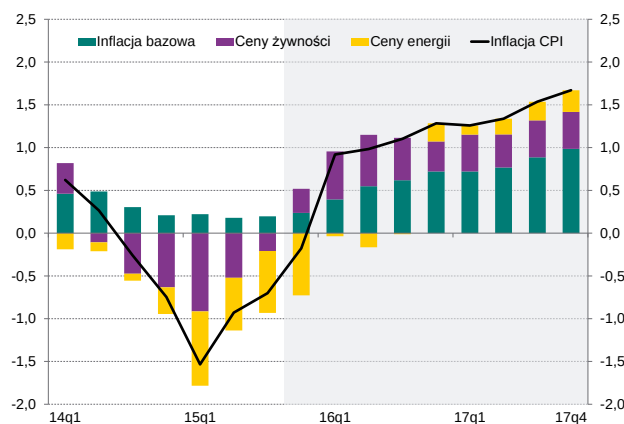
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

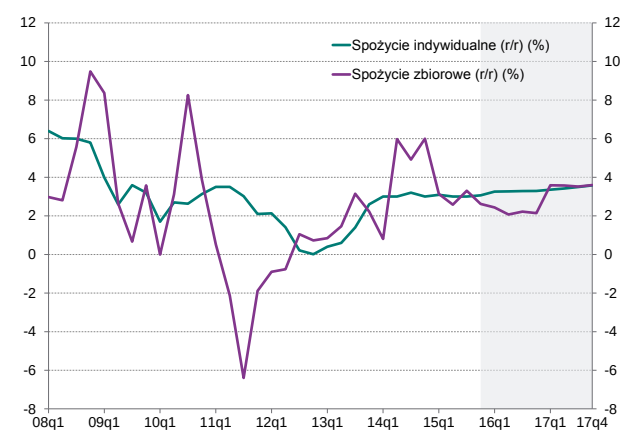


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

domowe wykorzystały na odbudowę stopy oszczędności dobrowolnych (przy równoczesnym spadku stopy oszczędności przymusowych w wyniku zmian w systemie emerytalnym), która znajduje się obecnie na poziomie obserwowanym w latach 2004-2006. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie się stabilnego wzrostu spożycia gospodarstw domowych (Wykres 4.11), czemu sprzyjać będą pozytywne tendencje na rynku pracy – dalszy spadek stopy bezrobocia i prognozowane przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń. W ślad za tym spodziewana jest kontynuacja poprawy nastrojów konsumpcyjnych – badania ankietowe GUS konsumentów wskazują na słabnące obawy przed wzrostem bezrobocia oraz poprawę oczekiwań dotyczących ich przyszłej sytuacji finansowej⁴⁵. Gospodarstwa domowe mogą zatem w większym stopniu finansować wydatki konsumpcyjne kredytem, co ułatwiać będą dodatkowo niskie stopy procentowe obniżając koszt nowo zaciągniętych, jak i dotychczasowych zobowiązań gospodarstw domowych.

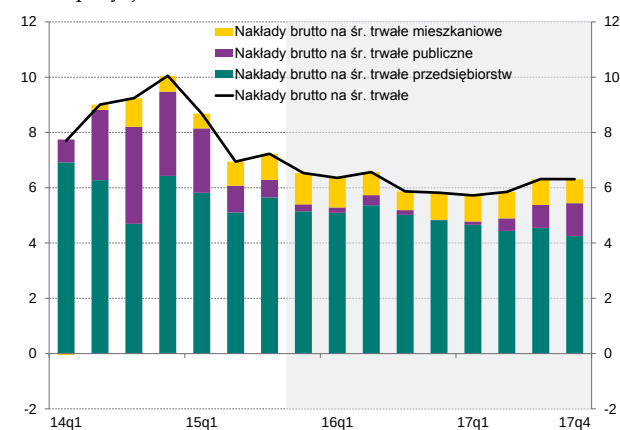
Szybki wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw w 2014 r. i I poł. 2015 r. wspierany był przez niskie stopy procentowe oraz wysoki, jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego, poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych. W horyzoncie projekcji wzrost inwestycji utrzyma się na wysokim, przewyższającym dynamikę PKB, poziomie (średnio 7,4%, Wykres 4.12). Scenariusz taki potwierdza poprawa prognoz formułowanych przez przedsiębiorców dotyczących zarówno liczby, jak i skali przyszłych inwestycji⁴⁶. Barierą dla akcji inwestycyjnej nie będą problemy z jej finansowaniem. Z jednej strony oczekiwane jest utrzymanie się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na pokrywanie

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁵ Koniunktura konsumencka – wrzesień 2015 r., GUS.

⁴⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2015 r., NBP.

wydatków inwestycyjnych ze środków własnych⁴⁷. Sytuację finansową firm wspierać będą nadal niskie ceny surowców energetycznych, które obniżają koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, pozwalając utrzymać stosunkowo wysoką opłacalność produkcji. Z drugiej strony w dalszym ciągu pozytywnie oddziaływać będą, wpływające korzystnie na koszt kredytu, niskie stopy procentowe, które zgodnie z przyjmowanym w każdej rundzie progностycznej założeniem pozostają na niezmiennym poziomie. Czynnikiem ograniczającym dynamikę nakładów brutto na środki trwałe w horyzoncie projekcji mogą być natomiast umiarkowane oczekiwania dotyczące popytu. Potwierdzają to deklaracje przedsiębiorców, którzy swoje prognozy popytu formułują na relatywnie niskim poziomie⁴⁸.

Po ponad rocznym okresie spadków od II poł. 2014 r. inwestycje mieszkaniowe ponownie rosną w relatywnie szybkim tempie. W kolejnych kwartałach oczekiwane jest utrzymanie pozytywnych tendencji w tym sektorze wspierane dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy. Poprawa ta wpływa korzystnie na nastroje konsumentów i, co za tym idzie, zwiększa ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań. Dodatkowo, w całym horyzoncie projekcji pozytywnie na inwestycje mieszkaniowe oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych. Przekłada się on zarówno na zwiększenie zdolności kredytowej gospodarstw domowych, jak również obniża relację kosztów obsługi kredytu do czynszu najmu. Inwestycje mieszkaniowe wspomaga również rządowy program „Mieszkanie dla Młodych”, czego dowodem jest wysoki odsetek wykorzystania środków z tegorocznego limitu przewidzianego w budżecie na ten cel. W przeciwnym kierunku

⁴⁷ *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2015 r.*, NBP.

⁴⁸ *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2015 r.*, NBP.

oddziaływać będzie natomiast zaostrenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych wraz z wprowadzoną w ubiegłym roku nowelizacją Rekomendacji S.

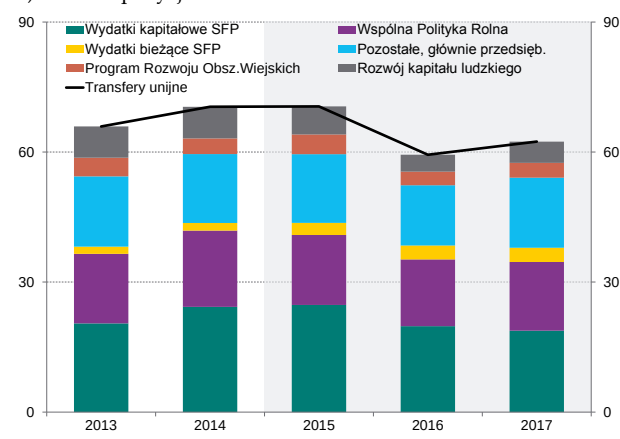
W 2016 r. oczekiwane jest obniżenie realnej dynamiki spożycia zbiorowego. Przemawia za tym kształt projektu Ustawy budżetowej na 2016 r., który przewiduje niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz brak podwyżek wynagrodzeń nauczycieli i wykładowców akademickich. Ponieważ na razie brak jest szczegółowych informacji na temat ewentualnego kontynuowania działań zmierzających do ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych po 2016 r., w dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwane jest niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu spożycia zbiorowego.

Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest z kolei powiązane z absorpcją funduszy kapitałowych UE. W 2016 r. nastąpi zakończenie absorpcji środków unijnych z perspektywy 2007-2013, a dotychczasowe doświadczenia wskazują, że wykorzystanie środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowało stopniowo (Wykres 4.13). Dotyczy to w szczególności programów regionalnych, realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inwestycji kolejowych. Ich spadek w 2016 r. będzie jednak rekompensowany wyższą dynamiką inwestycji budżetu państwa oraz Krajowego Funduszu Drogowego.

Nierównowaga zewnętrzna

Od początku 2014 r., z wyjątkiem I kw. 2015 r., obserwowany jest ujemny wkład eksportu netto do wzrostu. Z jednej strony wynikał on z relatywnie wysokich dynamik popytu krajowego przekładających się na szybkie tempo wzrostu importu. Z drugiej strony, był efektem wpływu kryzysu ukraińsko-rosyjskiego oraz spowolnienia

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

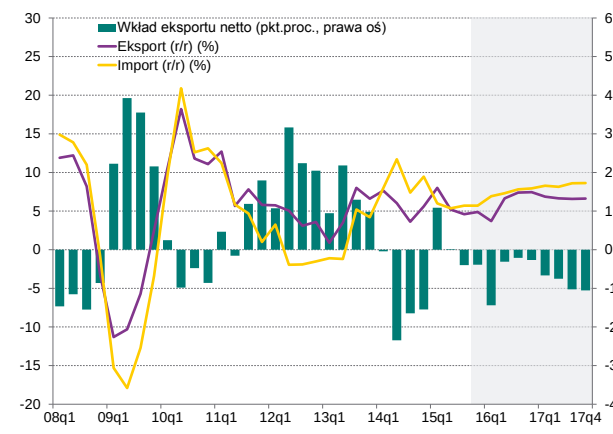


Źródło: Obliczenia NBP.

w strefie euro na obniżenie dynamiki polskiego eksportu (Wykres 4.14). W horyzoncie projekcji oczekuje się, że dynamika eksportu pozostanie na poziomie zbliżonym do 2014 r. Wynika to z utrzymania się popytu płynącego z gospodarek europejskich, będących obecnie w fazie ożywienia gospodarczego, pomimo spowolnienia wzrostu w gospodarkach wschodzących (m.in. w Chinach, Rosji i Brazylii), których udział w obrotach handlu zagranicznego Polski – zarówno bezpośredni jak i pośredni – jest nadal relatywnie niewielki. Umiarkowany wzrost eksportu potwierdzają również deklaracje przedsiębiorców, którzy pomimo wysokiej konkurencyjności cenowej oraz opłacalności eksportu, ostrożnie formułują swoje prognozy dotyczące nowych umów eksportowych⁴⁹. Z drugiej strony, ze względu na oczekiwany wzrost tych komponentów popytu krajowego w polskiej gospodarce, które cechują się dużą importochłonnością, w horyzoncie projekcji oczekiwać można relatywnie silnego wzrostu importu. W konsekwencji, wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB.

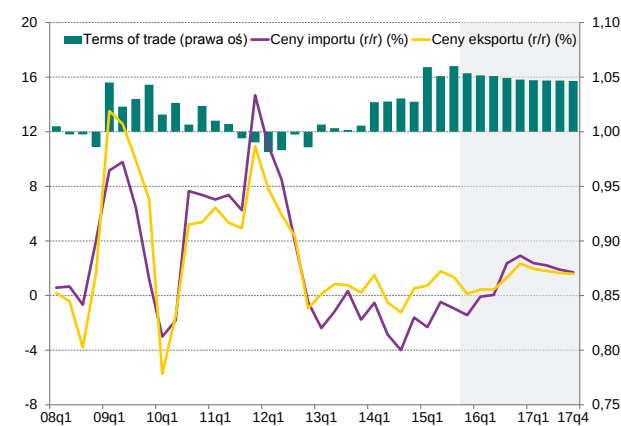
Pomimo ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu salda rachunku bieżącego i kapitałowego w okresie od III kw. 2014 r. do II kw. 2015 r. ukształtowało się na historycznie wysokim poziomie +1,9% PKB. Przyczyniła się do tego poprawa relacji cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15) wynikająca w dużym stopniu ze spadku cen surowców energetycznych. W horyzoncie projekcji salda rachunku bieżącego i kapitałowego obniży się do -0,6% PKB w 2017 r. Na spadek salda składać się będzie ujemny wkład eksportu netto do wzrostu oraz obniżenie się salda dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego powiązane z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2015 r., NBP.

UE 2007-2013⁵⁰.

Produkt potencjalny

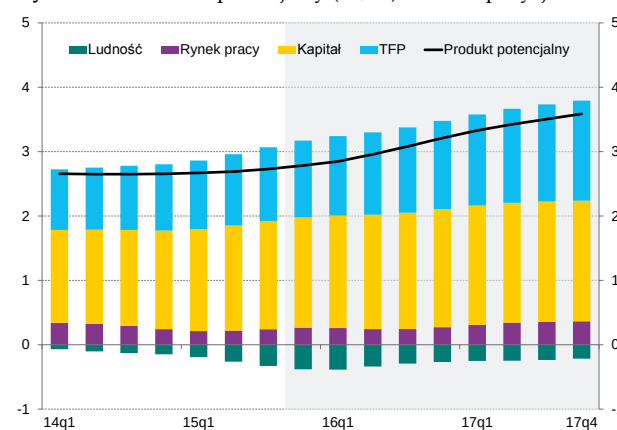
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji stopniowo przyspiesza. Do końca 2017 r. kształtować się ono będzie jednak na poziomie niższym od wieloletniej średniej, poniżej której obniżyło się w następstwie światowego kryzysu finansowego.

Na wzrost dynamiki produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji korzystnie wpływać będzie przyspieszenie wzrostu kapitału produkcyjnego przedsiębiorstw, co związane jest z, oddziałującymi z pewnym opóźnieniem, relatywnie wysokimi wydatkami inwestycyjnymi sektora prywatnego poniesionymi w latach 2014-2015 (Wykres 4.16).

Tempo wzrostu potencjału produkcyjnego gospodarki wspierać będzie również kontynuacja rozpoczętego w II połowie 2013 r., umiarkowanego trendu wzrostowego niskiej obecnie dynamiki całkowitej wydajności czynników produkcji (TFP) (proces konwergencji realnej). Dynamika TFP do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Pozytywnie na dynamikę produktu potencjalnego przekładać się będą także obserwowane od 2013 r. tendencje na rynku pracy, odzwierciedlone w obniżającej się stopie bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.19). Korzystnie na długookresowy poziom podaży pracy wpływa osłabienie zjawiska histerezy, wraz z systematycznym obniżaniem się stopy bezrobocia. Spadkowi stopy bezrobocia równowagi w horyzoncie projekcji sprzyjać będzie także relatywnie wysoka elastyczność

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



Źródło: Obliczenia NBP.

⁵⁰ Płatności za zrealizowane projekty w ramach środków unijnych są przesunięte w czasie względem momentu pozyskania finansowania, przedstawionego na Wykresie 4.13. W związku z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej UE 2007-2013, oczekiwany jest spadek poziomu transferów UE w 2016 r. (Wykres 4.13), jednak obniżenie poziomu płatności, wpływające na bilans płatniczy, nastąpi w 2017 r.

krajowego rynku pracy. W Polsce, w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej, częściej stosowaną formą zatrudnienia są umowy na czas określony i – zwłaszcza w sektorze usług – umowy cywilno-prawne⁵¹. Rzadziej jest przy tym stosowany mechanizm indeksacji wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych⁵².

Stopa aktywności zawodowej, po spadku w IV kw. 2014 r. i I poł. br., w kolejnych kwartałach rośnie jedynie nieznacznie i jej wpływ na wzrost produktu potencjalnego jest bliski neutralnemu. Ograniczenie aktywności na przełomie 2014 i 2015 roku dotyczyło głównie osób w wieku przedemerytalnym⁵³ i ocenia się, że miało ono charakter przejściowy – w horyzoncie projekcji następuje wzrost aktywności osób w tej grupie wiekowej. W dużej części jest to skutek reformy systemu emerytalnego, w wyniku której od początku 2013 r. systematycznie podwyższany jest wiek emerytalny. Pomimo tych pozytywnych tendencji, stopa aktywności dla całej zbiorowości rośnie w niewielkim stopniu ze względu na negatywny wpływ zmiany struktury wiekowej ludności, polegającej na wzroście udziału osób w wieku poprodukcyjnym.

W horyzoncie projekcji negatywnie na poziom wzrostu produktu potencjalnego wpływać będzie kontynuacja tendencji demograficznych obserwowanych w Polsce, w tym związanych ze zjawiskiem emigracji, odzwierciedlonych w spadku liczby ludności (Wykres 4.16).

Luka popytowa

Począwszy od II poł. 2013 r., ujemna luka popytowa zaczęła się zawężać, co wynika z wejścia gospodarki polskiej w okres ożywienia przy relatywnie niskim wzroście produktu

⁵¹ *Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2013*, NBP oraz *Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2014*, NBP.

⁵² *Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2012*, NBP.

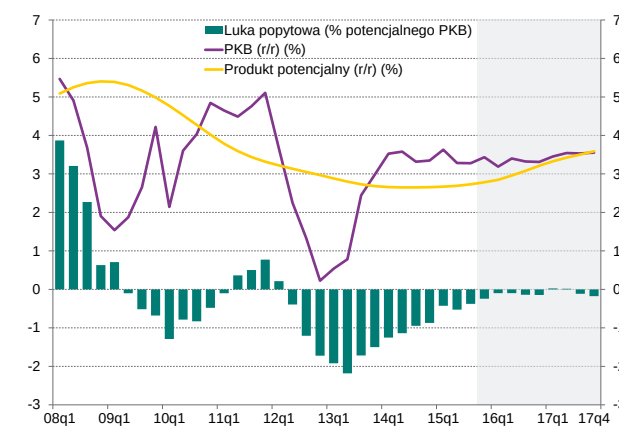
⁵³ Według metodologii BAEL kobiety w wieku 45-59 i mężczyźni w wieku 45-64 lat.

potencjalnego (Wykres 4.17). W kolejnych latach luka popytowa utrzymywać się będzie na nieznacznie ujemnym poziomie. Stanowi to efekt z jednej strony stabilizacji dynamiki PKB w horyzoncie projekcji, z drugiej natomiast przyspieszania tempa wzrostu produktu potencjalnego do poziomu zbliżonego do tempa wzrostu PKB. Takie kształtowanie się luki popytowej, będącej syntetyczną miarą presji popytowej w gospodarce, sygnalizuje, że koniunktura w mniejszym stopniu niż w poprzednich latach przyczyniać się będzie do spadku stopy inflacji. Jednak ze względu na inercję dostosowań cenowych, inflacja CPI reaguje z opóźnieniem na wielkość luki popytowej, wobec czego niska presja popytowa pozostanie czynnikiem utrzymującym dynamikę cen konsumenta poniżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji.

Rynek pracy

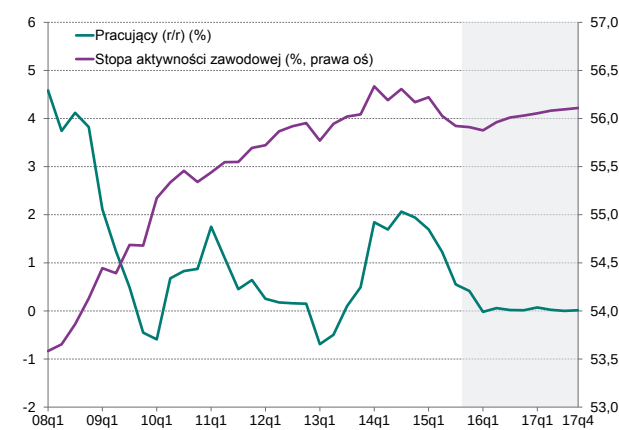
Niemal w całym horyzoncie projekcji dynamika liczby pracujących będzie zbliżona do zera (Wykres 4.18). Niska dynamika liczby pracujących wiąże się ze, sprzyjającym wzrostowi wydajności pracy, prognozowanym przyspieszeniem tempa wzrostu TFP oraz kapitału produkcyjnego. W tym samym kierunku oddziałują również, wynikające z historycznie niskiej stopy bezrobocia, narastające problemy z dopasowaniem wymagań pracodawców i kwalifikacji pracowników, wydłużające czas potrzebny firmom na znalezienie pracownika i bezrobotnym na znalezienie pracy⁵⁴. Wobec trudności ze zwiększeniem poziomu zatrudnienia, rosnać będzie intensywność wykorzystania zasobu pracy, na co wskazuje zaobserwowany w ostatnich kwartałach wzrost liczby przepracowanych godzin przez już zatrudnionych pracowników⁵⁵. Dane BAEL

Wykres 4.17 Luka popytowa



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁴ Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2015 r., NBP.

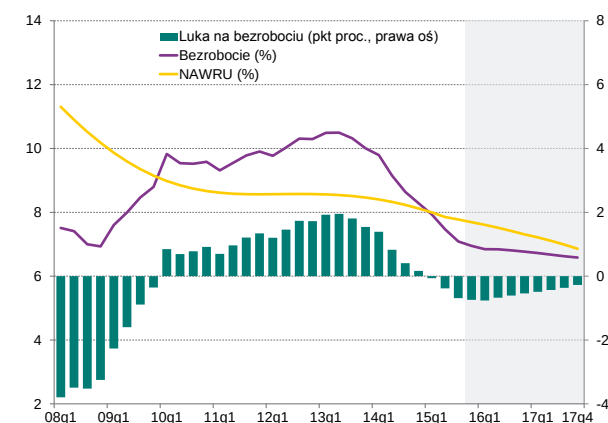
⁵⁵ Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2015 r., NBP.

wskazują na przestrzeń dla tego wzrostu ze względu na niski obecnie stopień wykorzystania zasobu pracy odzwierciedlony w niższym od preferowanego przez pracowników faktycznie przepracowanym czasie pracy⁵⁶.

Pomimo istotnego wyhamowania w II poł. 2015 r. tempa wzrostu pracujących, a następnie stabilizacji poziomu zatrudnienia w latach 2016-2017, w horyzoncie projekcji spadać będzie stopa bezrobocia BAEL (Wykres 4.19). Spadek ten wynika z obniżania się liczby osób aktywnych zawodowo, związanego z kontynuacją trendów demograficznych obserwowanych w ostatnich latach, tj. zmniejszania się liczebności roczników wchodzących na rynek pracy oraz migracji.

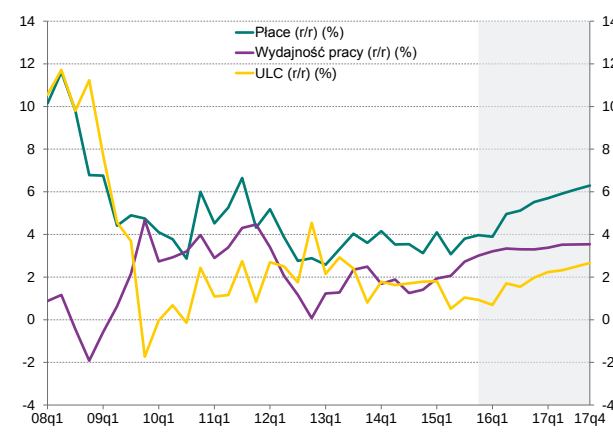
Spadek stopy bezrobocia przyczyni się do przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, które jednak do końca horyzontu projekcji pozostanie na relatywnie niskim poziomie, poniżej wielkości obserwowanych w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.20). Presję płacową ograniczać 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 niski i stabilny udział przedsiębiorstw deklarujących nasilanie się nacisków na wzrost wynagrodzeń w badaniach ankietowych NBP⁵⁷. W rezultacie, dynamika jednostkowych kosztów pracy będzie w latach 2015-2017 stopniowo rosła, ale dopiero pod koniec horyzontu prognozy przekroczy poziom 2,5% r/r.

Wykres 4.19 Bezrobocie



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁶ Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2015 r., NBP.

⁵⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2015 r., NBP.

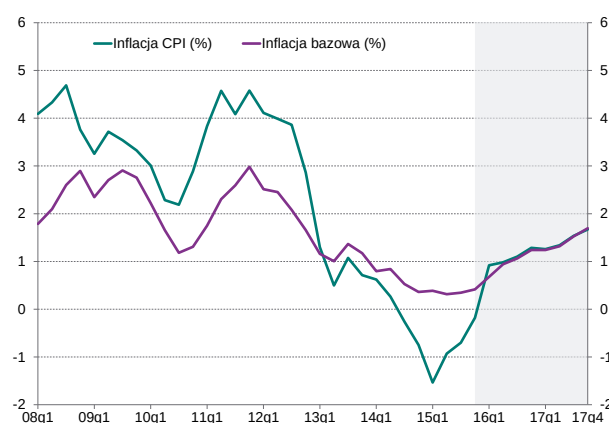
Kurs walutowy

W III kw. br., wraz ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach wschodzących, złoty osłabił się, i wciąż utrzymuje się poniżej poziomu określonego przez czynniki fundamentalne. Świadczy o tym w szczególności kształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych na rekordowo wysokim poziomie. Pomimo jego stopniowego obniżenia w kolejnych kwartałach, w całym horyzoncie projekcji saldo to będzie wyższe niż średnia wieloletnia dla tej kategorii, co przyczyniać się będzie do stopniowej aprecjacji krajowej waluty. 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. W horyzoncie projekcji na kurs złotego wpływać też będzie napływ – początkowo zwiększony, następnie prawdopodobnie wygasający – inwestycji portfelowych do Polski, powiązany z prowadzonym przez EBC od marca br. programem luzowania ilościowego (QE).

Komponenty inflacji CPI

Inflacja bazowa w horyzoncie projekcji stopniowo rośnie, osiągając w końcu 2017 r. poziom 1,7% r/r (Wykres 4.21). Z jednej strony czynnikiem ograniczającym wzrost cen w gospodarce jest niska presja popytowa, odzwierciedlona w nieznacznie ujemnym poziomie luki popytowej w najbliższych latach. Z drugiej strony, kształtowaniu się inflacji bazowej na niskim poziomie sprzyja brak presji kosztowej. Po spadkach w latach 2013-2014, oraz prawdopodobnie w 2015 r. – na co wskazują dane z I poł. br. – w horyzoncie projekcji oczekuje się tylko nieznacznego wzrostu cen importu. Przemawia za tym prognozowany niski poziom inflacji w strefie euro oraz założony w projekcji

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



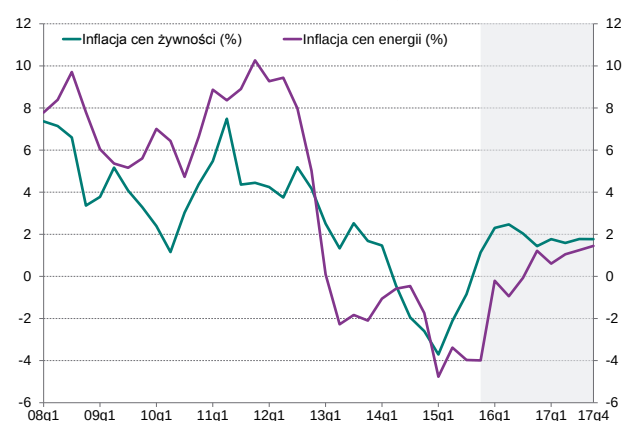
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

umiarkowany trend aprecjacyjny złotego. Niska presja kosztowa odzwierciedlona jest także w utrzymującej się od przeszło dwóch lat ujemnej dynamice indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wolno rosnących jednostkowych kosztach pracy (Wykres 4.20). W 2017 r. w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji bazowej oddziaływać będzie także powrót do niższych stawek VAT.

W 2015 r. największy wpływ na utrzymywanie się inflacji CPI poniżej zera mają ceny energii, w szczególności ceny paliw do prywatnych środków transportu (Wykres 4.22). Ich obecny poziom jest wynikiem bardzo silnego spadku cen ropy naftowej obserwowanego na przełomie 2014 i 2015 roku, a następnie ich względnej stabilizacji. Ponadto na ceny energii wpływa obniżka, od września br., cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, stanowiąca reakcję na spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych⁵⁸. W latach 2016-2017 inflacja cen energii wzrośnie, jednak kształtować się będzie na niskim poziomie, istotnie poniżej wieloletniej średniej. W kierunku jej ograniczenia oddziaływać będą niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych. Wzrost cen energii w 2017 r. będzie dodatkowo ograniczany przez zapowiedziane obniżki stawek VAT.

Na ujemną inflację CPI w 2015 r. wpływa także spadek cen żywności (Wykres 4.22). Wynika on z wysokiej podaży surowców rolnych, będącej pochodną wyjątkowo korzystnych warunków meteorologicznych w Polsce i na świecie w sezonie gospodarczym 2014/2015. Podaż na rynku żywności zwiększa również nałożone od II poł. 2014 r. embargo Rosji na import produktów rolnych, w tym z Unii Europejskiej. Efekty te częściowo kompensuje występująca w Europie w okresie letnim br. susza, która przyczyniła się do

Wykres 4.22 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁸ Ceny gazu ziemnego importowanego z Rosji reagują z opóźnieniem kilku kwartałów na zmiany cen ropy na rynkach światowych (ceny gazu w kontraktach Gazpromu są powiązane z cenami ropy naftowej).

zmniejszenia zbiorów warzyw i owoców. Wobec przyjętego w projekcji założenia o przeciętnych warunkach meteorologicznych w przyszłym sezonie gospodarczym, wpływ suszy na ceny owoców i warzyw wygaśnie w II poł. 2016 r. Przy umiarkowanej presji popytowej na rynku krajowym oraz niewielkim wzroście indeksu cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3), w horyzoncie projekcji w ograniczonym stopniu rośnie również inflacja cen żywności w Polsce. Podobnie jak dla pozostałych komponentów inflacji CPI, choć w nieco mniejszym stopniu, skala wzrostu cen żywności będzie dodatkowo ograniczana przez obniżkę stawek VAT w ostatnim roku projekcji.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej, w porównaniu z projekcją lipcową, ścieżka wzrostu PKB została nieznacznie obniżona w całym horyzoncie projekcji, natomiast prognoza inflacji CPI została zrewidowana w dół w 2016 r. (Tabela 4.1). Na obniżenie dynamiki PKB wpłynęło uwzględnienie gorszych od oczekiwań bieżących danych z polskiej gospodarki oraz korekta założeń odnośnie do ścieżki spożycia zbiorowego. Rewizja prognozy inflacji cen konsumenta w przyszłym roku jest natomiast związana z niższymi krajowymi cenami energii.

PKB

Informacje, które napłynęły po zakończeniu prac nad projekcją lipcową przyczyniły się do obniżenia dynamiki PKB w całym horyzoncie projekcji, przy czym skala korekt w tej rundzie progностycznej była relatywnie niewielka.

Niższa dynamika PKB w krótkim horyzoncie

Tabela 4.1 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: Obliczenia NBP.

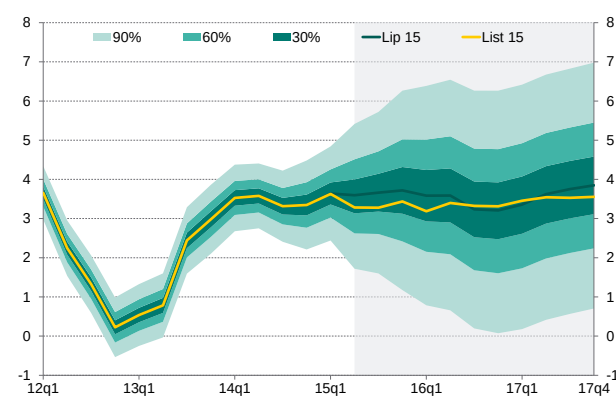
projektji wynika głównie z uwzględnienia słabszego od oczekiwań odczytu tej kategorii za II kw. br. oraz danych makroekonomicznych z III kw. br. mających charakter wskaźników równoległych dla krajowej koniunktury. Wśród tych ostatnich, negatywnym zaskoczeniem były w szczególności dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz poziom indeksu PMI.

Szacunek GUS z 28 sierpnia br. wskazał nie tylko na niższą o 0,3 pkt proc. dynamikę PKB w II kw. br. względem oczekiwań z projekcji lipcowej, lecz również na nieco inną strukturę wzrostu: niższą konsumpcję indywidualną i inwestycje przy wyższych zapasach i eksporcie netto. Odczyt GUS stanowił zatem przesłankę dla podobnej korekty struktury wzrostu także w kolejnych kwartałach projekcji.

Dodatkowym czynnikiem obniżającym wzrost gospodarczy w Polsce w stosunku do rundy lipcowej jest założona w projekcie ustawy budżetowej na 2016 rok relatywnie niska dynamika wydatków bieżących jednostek budżetowych. Korekta ta, obniżając wzrost spożycia zbiorowego, w największym stopniu odpowiada za spadek dynamiki PKB w przyszłym roku.

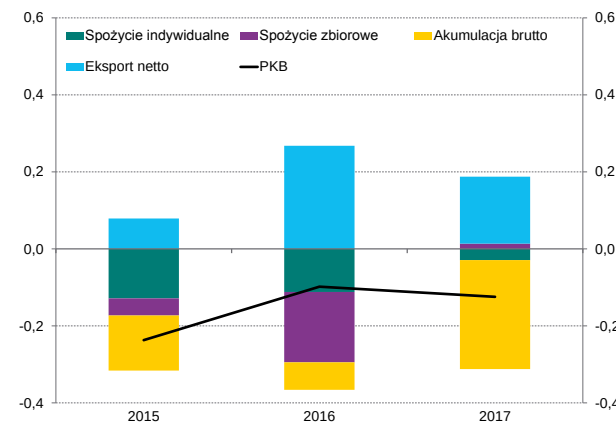
Wolniejsze w horyzoncie projekcji tempo wzrostu popytu krajowego wpłynie na obniżenie dynamiki importu. W tym samym kierunku oddziaływać będzie słabszy kurs walutowy poprawiający konkurencyjność cenową produkcji krajowej. W konsekwencji, wzrost PKB w mniejszym stopniu niż w rundzie lipcowej, ograniczany będzie przez ujemny wkład eksportu netto, łagodząc negatywny wpływ pozostałych korekt obniżających krajowy popyt.

Wykres 4.23 Projektcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)⁵⁹



Źródło: Obliczenia NBP.

⁵⁹ 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.

Prognozy rozwoju sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski, mimo nieznacznej rewizji danych historycznych, będą zbliżone do przewidywań z poprzedniej rundy prognostycznej. W konsekwencji wpływ założeń o koniunkturze za granicą na perspektywę krajowego wzrostu gospodarczego nie uległ istotnej zmianie.

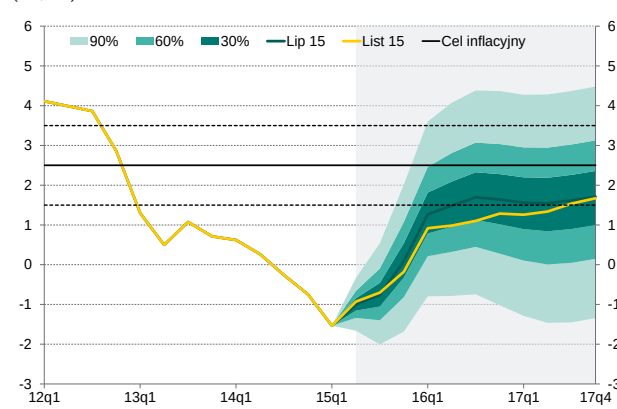
Inflacja

Informacje, które napłynęły po *cut-off date* projekcji lipcowej, wskazują na zbliżoną ocenę dynamiki cen konsumenta w latach 2015 i 2017, w przyszłym roku ścieżka inflacji CPI będzie natomiast kształtować się poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej. Główną przyczyną zmian kształtowania się inflacji w 2016 r. jest obniżenie się cen surowców energetycznych na rynkach światowych wpływających na poziom krajowych cen energii.

Spadek cen surowców energetycznych obniżyć będzie krajowe ceny energii także w 2015 r., przy czym korekta ta w największym stopniu dotyczyć będzie cen paliw, które najszybciej reagują na zmiany notowań surowców na rynkach światowych. Głębsze niż oczekiwano obniżenie cen energii w bieżącym roku w dużej części zostanie jednak skompensowane przez wolniejszy spadek cen żywności, który jest rezultatem występującej w miesiącach letnich w Polsce i części krajów Europy suszy. Gorsze warunki meteorologiczne negatywnie wpłynęły na zbiory warzyw i owoców, przekładając się znacząco na wzrost ich cen.

W 2016 r. niższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych przyczynią się nie tylko do rewizji w dół prognozowanej ścieżki cen paliw, ale także i innych komponentów krajowych cen energii. Spadek cen gazu ziemnego oraz węgla kamiennego na rynkach światowych przekładać się bowiem będzie, choć z pewnym

Wykres 4.25 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



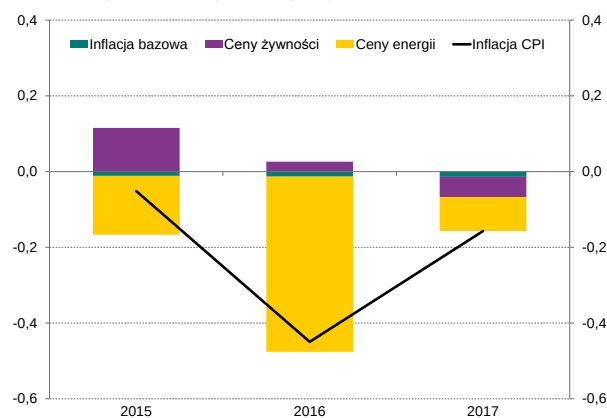
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

opóźnieniem, na krajowe ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego. Wpływ niższych cen surowców jedynie w nieznacznym stopniu niwelowany będzie przez słabszy niż w rundzie lipcowej kurs walutowy. Na wolniejszy wzrost krajowych cen energii w 2016 r., obok tendencji na globalnych rynkach surowcowych, wpływa także wprowadzone zwolnienie z podatku akcyzowego od energii elektrycznej w wybranych sektorach. Zwolnienie to dotyczyć będzie w szczególności producentów węgla kamiennego i koksu, co zmniejszać będzie koszty produkcji energii elektrycznej.

Jednocześnie w przyszłym roku wraz z zakładanym powrotem do przeciętnych warunków agrometeorologicznych, wpływ suszy na ceny owoców i warzyw, a więc i na inflację cen żywności zacznie wygasać.

Inflacja bazowa będzie się kształtowała w horyzoncie projekcji na zbliżonym poziomie względem oczekiwań z projekcji lipcowej. Między rundami progностycznymi nie nastąpiła bowiem istotna zmiana w ocenie presji popytowej, której syntetyczną miarą jest luka popytowa. Wraz z obniżeniem prognozy PKB również oczekiwania odnośnie do wzrostu produktu potencjalnego zostały zrewidowane w dół. Na niższy przebieg ścieżki potencjalnego PKB wpływa obniżenie stopy aktywności zawodowej w horyzoncie projekcji, co wynika z uwzględnienia danych o spadku współczynnika aktywności zawodowej w II kw. br. Dodatkowo na wolniejszy wzrost produktu potencjalnego wskazują mniejsze nakłady inwestycyjne w 2015 r., które – z opóźnieniem – przekładają się na niższą dynamikę kapitału produkcyjnego. Czynniki kosztowe determinujące kształtowanie się inflacji bazowej także w dużym stopniu będą się równoważyć. Z jednej strony za korektą

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)⁶⁰



Źródło: Obliczenia NBP.

⁶⁰ 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.

inflacji bazowej w górę przemawia wyższa niż oczekiwano w lipcowej rundzie progностycznej dynamika cen importu, co jest związane z uwzględnieniem wyższego punktu startowego oraz słabszego kursu walutowego. Z drugiej strony oczekiwane jest wolniejsze niż w projekcji lipcowej tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co sygnalizują bieżące dane wskazujące na niższy wzrost płac w gospodarce narodowej.

4.5 Źródła niepewności projekcji

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

Pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki

Istotnym źródłem ryzyka dla projekcji listopadowej są niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach. W szczególności ryzyko to dotyczy stabilności chińskiego systemu finansowego. W przypadku gdyby skutki przeinwestowania w sektorze mieszkaniowym i w przemyśle okazały się bardziej dotkliwe niż wskazują bieżące oceny, to problemy przedsiębiorstw ze spłatą należności mogłyby przełożyć się na zwiększenie niepewności dotyczącej stabilności chińskiego sektora

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%)
15q4	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
16q1	0,76	0,98	1,00	0,49	0,24
16q2	0,66	0,90	0,98	0,49	0,32
16q3	0,60	0,83	0,95	0,48	0,36
16q4	0,54	0,77	0,92	0,48	0,38
17q1	0,55	0,77	0,91	0,49	0,36
17q2	0,54	0,76	0,90	0,50	0,36
17q3	0,50	0,72	0,88	0,51	0,37
17q4	0,48	0,70	0,86	0,52	0,38

Źródło: Obliczenia NBP.

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. Problemy w sektorze bankowym i nadmierne zadłużenie samorządów mogłyby doprowadzić do głębszego spowolnienia dynamiki wydatków inwestycyjnych.

Konsekwencją niższej aktywności w chińskiej gospodarce byłoby pojawienie się zaburzeń na globalnych rynkach finansowych oraz spowolnienie wzrostu w światowej gospodarce ze względu zarówno na kanał handlowy, jak również pogorszenie nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców. Dla perspektyw krajowej koniunktury szczególne znaczenie ma możliwe osłabienie wzrostu w gospodarce niemieckiej ze względu na jej istotne powiązania handlowe z Chinami. Skalę osłabienia koniunktury w gospodarce strefy euro łagodziłoby jednak prawdopodobne rozszerzenie przez EBC programu luzowania ilościowego oraz inne działania stabilizujące rynki finansowe. Na skutek wzrostu premii za ryzyko oraz bardziej ekspansywnej polityki monetarnej EBC doszłoby najprawdopodobniej do osłabienia kursu euro wobec dolara, co także ograniczałoby negatywny wpływ spowolnienia w globalnej gospodarce na koniunkturę w strefie euro.

Wolniejsze tempo wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz w strefie euro miałyby negatywne konsekwencje dla gospodarki polskiej. Wzrost niepewności oraz pojawienie się zawirowań na rynkach finansowych wpłynęłyby na pogorszenie nastrojów wśród przedsiębiorców i konsumentów w kraju. Niższa niż w scenariuszu bazowym dynamika inwestycji i konsumpcji przełożyłaby się na spadek tempa wzrostu PKB oraz niższą presję inflacyjną. Wpływ ten jednak byłby nieco zmniejszany,

zwłaszcza w krótkim horyzoncie projekcji, przez osłabienie złotego na skutek wzrostu premii za ryzyko, które oddziałuje w kierunku wzrostu eksportu netto i w efekcie PKB oraz wyższych oczekiwanych cen importu wpływających dodatkowo na wzrost inflacji.

Wzrost popytu krajowego wspierany poprawą aktywności gospodarczej w strefie euro

Źródłem niepewności dla projekcji listopadowej, oddziałującym tym razem w kierunku wyższej dynamiki polskiego PKB, jest możliwość szybszego niż w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego w strefie euro. Z jednej strony mogłoby przyczynić się do tego zmniejszenie się niepewności dotyczącej perspektyw koniunktury w gospodarkach wschodzących. Z drugiej strony w krótszym horyzoncie projekcji wyższe niż założono w scenariuszu bazowym tempo wzrostu może być związane z mocniejszym, względem bieżących oczekiwań, oddziaływaniem na gospodarkę strefy euro programu skupu na rynku wtórnym obligacji rządowych przez EBC oraz ewentualnym rozszerzeniem skali tego programu. W przypadku większego niż przewidywano osłabienia kursu euro wobec dolara kraje unii walutowej silniej zwiększyłyby swój eksport, co mogłoby przyczynić się do szybszej odbudowy środków trwałych w gospodarce, w szczególności w warunkach łatwiejszego dostępu do kredytu. Niski koszt pieniądza, przy poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, wsparłby wtedy siłę nabywczą gospodarstw domowych.

W warunkach lepszego niż przyjęto w projekcji stanu koniunktury w gospodarce strefy euro do wzrostu PKB w Polsce przyczyniłaby się wyższa dynamika eksportu. Poprawa sytuacji polskich eksporterów sprzyjałaby utrzymaniu przez dłuższy okres wysokiej aktywności inwestycyjnej krajowych przedsiębiorstw. Szybsza poprawa sytuacji na krajowym rynku pracy oraz niski

poziom stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych do zwiększenia konsumpcji kosztem niższej niż w scenariuszu bazowym projekcji stopy oszczędności. Wyższa w odniesieniu do projekcji dynamika popytu krajowego przełożyłaby się na istotnie szybszy niż w scenariuszu bazowym wzrost PKB i cen konsumenta.

W dłuższym horyzoncie projekcji szybszy wzrost gospodarczy w Polsce mógłby zostać wsparty efektami realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej na lata 2015-2017. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej plan ten może przyczynić się z czasem do wzrostu PKB Unii Europejskiej o 330-410 mld euro i stworzenia 1-1,3 mln nowych miejsc 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 jest związane przede wszystkim z czynnikami wpływającymi na zmiany podaży tego surowca na rynkach światowych. Obejmują one m.in. zawieszenie sankcji nałożonych na irański sektor naftowy, czego następstwem byłby w pierwszej kolejności eksport przez Iran zapasów ropy, a następnie stopniowy wzrost wydobywania w tym kraju. Niepewność dotycząca niższej niż uwzględniono w scenariuszu bazowym podaży ropy wiąże się natomiast ze skalą zakłóceń w dostawach tego surowca, głównie z krajów Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej, będących konsekwencją m.in. trwającego konfliktu w Syrii. Znaczenie tego

czynnika może być tym większe, że w ostatnim okresie obserwuje się wyższą wrażliwość cen na zaburzenia wydobycia ropy jako efekt ograniczenia produkcji ropy ze złóż łupkowych w USA. Dodatkowo, na ryzyko dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się czynniki o charakterze popytowym, związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w krajach wschodzących.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2013	2014	2015	2016	2017
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0,9	0,0	-0,8	1,1	1,5
Ceny żywności (% r/r)	2,0	-0,9	-1,4	2,1	1,7
Ceny energii (% r/r)	-1,5	-1,0	-4,0	0,0	1,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,2	0,6	0,4	1,0	1,4
PKB (% r/r)	1,7	3,4	3,4	3,3	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	0,4	4,9	3,4	3,9	4,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,2	3,1	3,0	3,3	3,5
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,9	4,5	3,3	2,2	3,6
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	1,1	9,2	7,3	6,1	6,1
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	1,3	-1,4	0,0	-0,6	-0,9
Eksport (% r/r)	4,8	5,7	5,6	6,3	6,7
Import (% r/r)	1,8	9,1	5,7	7,5	8,4
Płace brutto (% r/r)	3,4	3,6	3,7	4,9	6,0
Liczba pracujących (% r/r)	-0,1	1,9	0,9	0,0	0,0
Stopa bezrobocia (%)	10,3	9,0	7,4	6,8	6,7
NAWRU (%)	8,5	8,3	7,8	7,5	7,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,9	56,3	56,0	56,0	56,1
Wydajność pracy (% r/r)	1,9	1,6	2,5	3,3	3,5
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,1	1,7	1,1	1,5	2,4
Produkt potencjalny (% r/r)	2,8	2,7	2,7	3,0	3,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,8	-1,1	-0,4	-0,1	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,04	0,93	0,88	0,89	0,90
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,81	0,72	0,52	0,47	0,48
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	1,1	1,5	1,3	1,5
PKB za granicą (% r/r)	0,2	1,3	1,7	1,8	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,0	0,4	1,9	0,8	-0,6
WIBOR 3M (%)	3,03	2,52	1,75	1,72	1,72

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, odtuszczone 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 czerwiec-wrzesień 2015 r.

■ Data: 7 lipca 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/DRF/2015 z dnia 7 lipca 2015 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2015 i 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

Przeciw:

A. Zielińska-Głębocka była nieobecna.

■ Data: 15 września 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2015 z dnia 15 września 2015 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

Przeciw:

A. Glapiński, E.J. Osiatyński oraz A. Zielińska-Głębocka byli nieobecni.

www.nbp.pl

