NBP Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2016 r.

Raport o inflacji

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 27 października 2016 r.

Spis treści

Synteza 5

1 Otoczenie polskiej gospodarki 7

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą 7

Ramka: Przyczyny spadku dynamiki wydajności pracy w gospodarkach rozwiniętych 9

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą 13

1.3 Światowe rynki surowców 14

1.4 Polityka pieniężna za granicą 15

1.5 Światowe rynki finansowe 16

2 Gospodarka krajowa 19

2.1 Ceny dóbr i usług 19

2.2 Popyt i produkcja 21

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw 27

2.4 Rynek pracy 28

2.5 Rynki aktywów 30

2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza 32

2.7 Bilans płatniczy 34

3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2016 r. 37

4 Projekcja inflacji i PKB 49

4.1 Synteza 50

4.2 Otoczenie zewnętrzne 52

4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018 57

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej 70

4.5 Źródła niepewności projekcji 73

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2016 r. 79

Synteza

Wzrost gospodarczy na świecie jest nadal umiarkowany, czemu towarzyszy niższa niż w poprzednich latach dynamika globalnego handlu i produkcji przemysłowej. Jednocześnie utrzymuje się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego, choć jej skala w ostatnim okresie nieznacznie zmalała. Poprawa nastrojów dotyczących perspektyw światowej gospodarki była związana z sygnałami stabilizacji koniunktury w gospodarkach wschodzących oraz niewielkimi jak dotąd konsekwencjami gospodarczymi wyniku referendum w sprawie opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej.

Inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki jest bardzo niska, choć w ostatnich miesiącach nieco wzrosła. Niską inflację powoduje wolniejsze niż przed globalnym kryzysem tempo wzrostu gospodarczego oraz niższe niż w ostatnich latach ceny surowców, jednak deflacyjny wpływ tego czynnika stopniowo maleje.

W tych warunkach najważniejsze banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną. Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie. EBC nadal prowadzi program skupu obligacji, w tym – od czerwca br. – obligacji korporacyjnych. Z kolei Rezerwa Federalna (Fed) utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie, tj. w przedziale 0,25-0,50%. Fed reinwestuje także raty kapitałowe obligacji kupionych w ramach łagodzenia ilościowego. W 2016 r. spodziewana jest jedna podwyżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, która – wedle rynkowych ocen – nastąpi prawdopodobnie w grudniu.

Na światowych rynkach finansowych – po krótkotrwałym pogorszeniu nastrojów spowodowanym wynikiem referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE – sytuacja się poprawiła. Było to w dużej mierze skutkiem poprawy nastrojów dotyczących perspektyw gospodarki światowej, a także utrzymywania się oczekiwań, że główne banki centralne będą nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną.

W Polsce roczna dynamika krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych jest nadal ujemna, jednak skala deflacji stopniowo maleje. Do utrzymywania się deflacji w dalszym ciągu przyczynia się głównie znaczący spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych w poprzednich latach, choć deflacyjny wpływ tego czynnika stopniowo wygasa. W kierunku wzrostu dynamiki cen w ostatnich miesiącach oddziaływał – oprócz nieco wyższych cen ropy – także wzrost cen żywności. Jednocześnie krajowa presja popytowa nadal nie jest na tyle silna, by zneutralizować deflacyjny wpływ czynników zewnętrznych.

W Polsce utrzymuje się stosunkowo stabilny wzrost gospodarczy. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny. Do zwiększenia się dynamiki PKB w II kw. przyczyniło się przyspieszenie wzrostu eksportu. Ograniczająco na wzrost PKB oddziaływał natomiast spadek inwestycji, związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz z utrzymującą się niepewnością co do otoczenia regulacyjnego prywatnych przedsiębiorstw.

Wzrostowi gospodarczemu – mimo deflacji – towarzyszy poprawa sytuacji na rynku pracy oraz lepsza niż w poprzednich latach kondycja finansowa przedsiębiorstw. Oba czynniki sprzyjają wzrostowi akcji kredytowej.

W tych warunkach Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie od marca 2015 r., w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Uczestnicy rynku oczekują utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Trwająca od kilku miesięcy stopniowa poprawa nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych korzystnie wpłynęła na wycenę polskich akcji. Do wzrostu cen akcji sektora bankowego od poprzedniego *Raportu* dodatkowo przyczyniły się zmiany oczekiwanych zapisów ustawy dotyczącej kredytów walutowych. Kurs złotego do głównych walut pozostawał w tych warunkach relatywnie stabilny. Względnie stabilne od połowy 2015 r. są również rentowności skarbowych papierów wartościowych.

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-październik 2016 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 24 listopada 2016 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec – wrzesień 2016 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono ramkę: *Przyczyny spadku dynamiki wydajności pracy w gospodarkach rozwiniętych*.

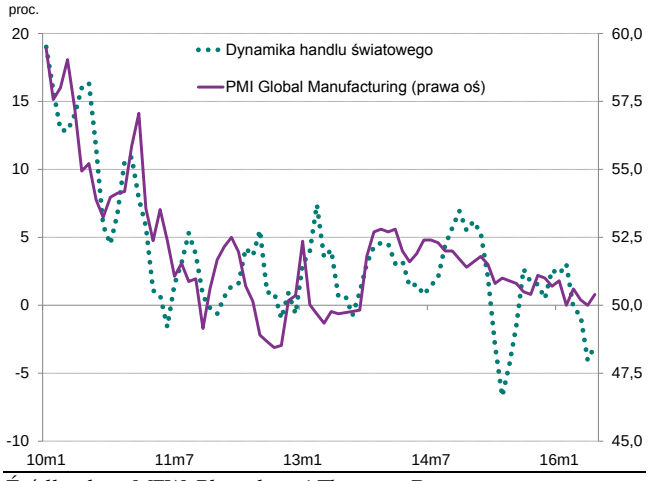
W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 21 października 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,7 ÷ -0,6% w 2016 r. (wobec -0,9 ÷ -0,3% w projekcji z lipca 2016 r.), 0,5 ÷ 2,0% w 2017 r. (wobec 0,3 ÷ 2,2%) oraz 0,3 ÷ 2,6% w 2018 r. (wobec 0,3 ÷ 2,6%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5 ÷ 3,4% w 2016 r. (wobec 2,6 ÷ 3,8% w projekcji z lipca 2016 r.), 2,6 ÷ 4,5% w 2017 r. (wobec 2,4 ÷ 4,5%) oraz 2,2 ÷ 4,4% w 2018 r. (wobec 2,1 ÷ 4,3%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Wzrost gospodarczy na świecie jest nadal umiarkowany, czemu towarzyszy niższa niż w poprzednich latach dynamika globalnego handlu i produkcji przemysłowej (Wykres 1.1). Jednocześnie utrzymuje się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, choć jej skala w ostatnim okresie nieznacznie zmalała. Poprawa nastrojów dotyczących perspektyw światowej gospodarki była związana z sygnałami stabilizacji koniunktury w gospodarkach wschodzących oraz niewielkimi jak dotąd konsekwencjami gospodarczymi wyniku referendum w sprawie opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej.

Wykres 1.1 Dynamika handlu światowego i PMI Global Manufacturing

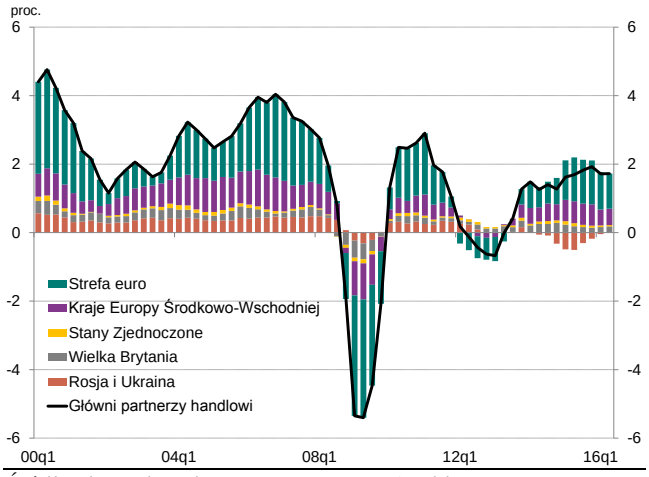


Źródło: dane MFW, Bloomberg i Thomson Reuters.

Dynamika handlu światowego – zannualizowana dynamika miesięczna łącznej wartości eksportu i importu na świecie, średnia 3-miesięczna. Dane pochodzą z IMF World Economic Outlook, October 2016.

W gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski utrzymuje się stabilny wzrost PKB (Wykres 1.2). W strefie euro wzrost gospodarczy w II i III kw. br. wyniósł 1,6% r/r (Wykres 1.3). Wzrostowi gospodarczemu w strefie euro sprzyja relatywnie wysoka dynamika popytu konsumpcyjnego i systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy, przekładająca się na wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Do wzrostu gospodarczego w strefie euro przyczynia się także wyższa niż w poprzednich latach dynamika spożycia sektora finansów publicznych. Sprzyja temu kontynuacja programu luzowania ilościowego EBC, przekładająca się na niski koszt kredytu oraz bardzo niskie, a nawet ujemne rentowności obligacji skarbowych, zmniejszające wydatki na obsługę długu publicznego.

Wykres 1.2 Wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych Polski z podziałem na grupy krajów (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostatu i MFW, obliczenia NBP.

Średnia roczna dynamika PKB u głównych partnerów handlowych Polski – średnia roczna dynamika PKB w krajach, do których kierowane jest 80 proc. eksportu Polski, ważona udziałem tych krajów w eksporcie Polski w 2015 r. Europa Środkowo-Wschodnia – Czechy, Węgry i Rumunia.

Negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w strefie euro oddziałuje utrzymująca się niepewność, w tym związana z sytuacją w sektorze bankowym w części krajów

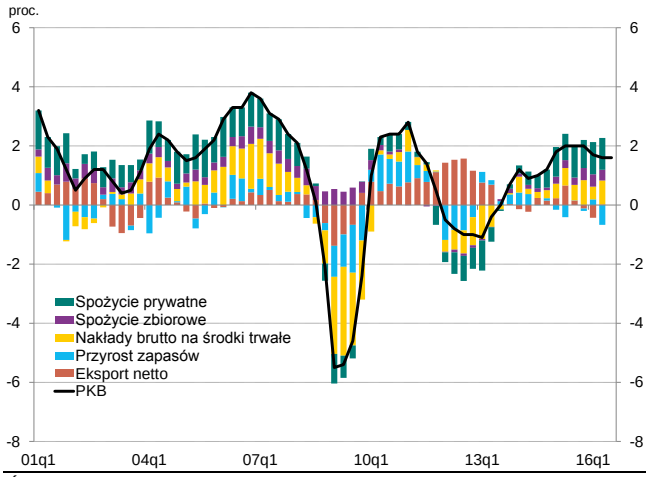
członkowskich. Dodatkowo wciąż słaba koniunktura w gospodarkach wschodzących i niska dynamika handlu światowego przyczyniają się do niższej niż w poprzednich latach dynamiki eksportu.

W Wielkiej Brytanii wzrost PKB nieznacznie przyspieszył w II i III kw. br., jakkolwiek wskaźniki bieżącej koniunktury sygnalizują możliwość jego obniżenia się w najbliższych kwartałach. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał tam prawdopodobnie rosnący popyt konsumpcyjny. Podtrzymywaniu wzrostu sprzyjała deprecjacja funta oraz ekspansywna polityka pieniężna Banku Anglii (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB nieco przyśpieszył w III kw., choć pozostał niższy niż w poprzednich latach. Do przyśpieszenia wzrostu gospodarczego w tym kraju przyczyniło się głównie zwiększenie dynamiki eksportu. Nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy, co sprzyjało stabilnemu wzrostowi konsumpcji prywatnej, który pozostaje głównym źródłem wzrostu gospodarczego (Wykres 1.4). Wzrost gospodarczy był natomiast nadal ograniczany przez obniżającą się dynamikę inwestycji, w tym w sektorze wydobywczym. Słabszy niż w poprzednich latach wzrost gospodarczy, przy rosnącym jednocześnie zatrudnieniu, jest jednym z czynników powodujących obniżenie dynamiki wydajności pracy (por. Ramka: *Przyczyny spadku dynamiki wydajności pracy w gospodarkach rozwiniętych*).

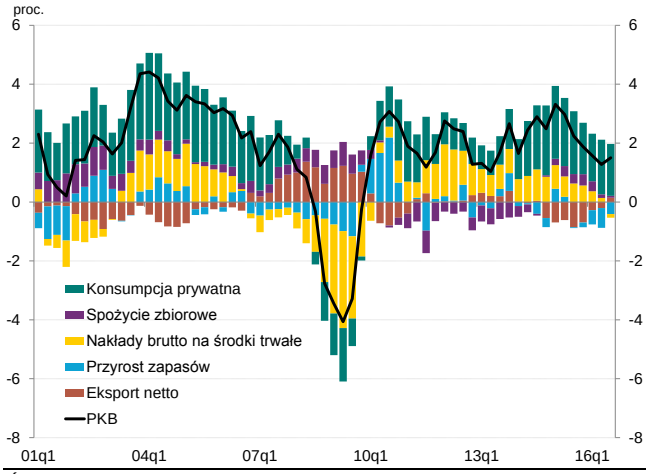
W Europie Środkowo-Wschodniej wzrost gospodarczy jest stabilny, choć zróżnicowany w poszczególnych krajach. W Czechach i na Węgrzech dynamika PKB obniżyła się w I połowie br. wobec poprzedniego roku, natomiast w Rumunii wzrosła (Wykres 1.5). Głównym motorem wzrostu w tych gospodarkach jest rosnąca konsumpcja. Negatywnie na dynamikę PKB w całym regionie

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



Źródło: dane Eurostat.

Wykres 1.4 Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i jego główne komponenty (r/r)

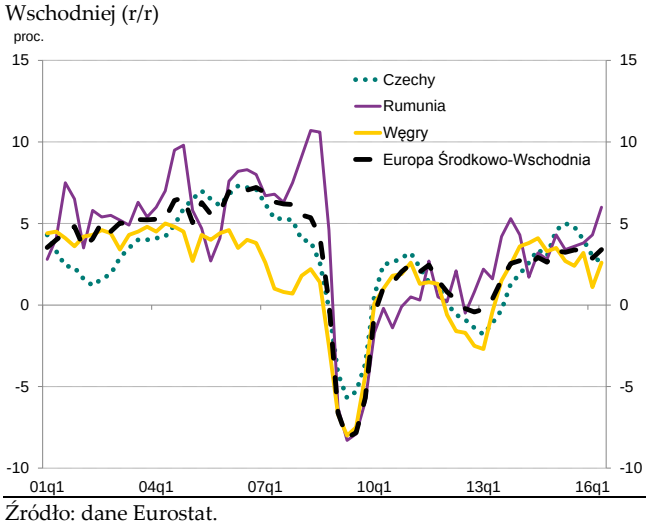


Źródło: dane amerykańskiego Biura Analiz Ekonomicznych.

oddziałuje – podobnie jak w Polsce – spadek nakładów inwestycyjnych, w tym głównie finansowanych ze środków unijnych.

W największych gospodarkach wschodzących koniunktura jest nadal słaba, choć w ostatnim okresie pojawiły się sygnały jej stabilizacji (Wykres 1.6). W Chinach wzrost gospodarczy w II kw. i III kw. br. ustabilizował się po kilku latach stopniowego spowalniania. Stabilizacji dynamiki PKB w Chinach towarzyszyło przyśpieszenie wzrostu inwestycji i wydatków sektora finansów publicznych, przy stabilnej dynamice konsumpcji. W III kw. wyraźnie wzrosła dynamika inwestycji mieszkaniowych i przedsiębiorstw państwowych, wspieranych przez ekspansywną politykę gospodarczą i pewną poprawę sytuacji chińskiego sektora przedsiębiorstw. Towarzyszyło temu jednak osłabienie wzrostu inwestycji infrastrukturalnych, silne zwiększenie deficytu sektora finansów publicznych i obniżenie dynamiki akcji kredytowej. Z kolei w Rosji skala recesji się zmniejsza, co jest związane głównie z wyższymi niż na początku roku cenami ropy naftowej (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

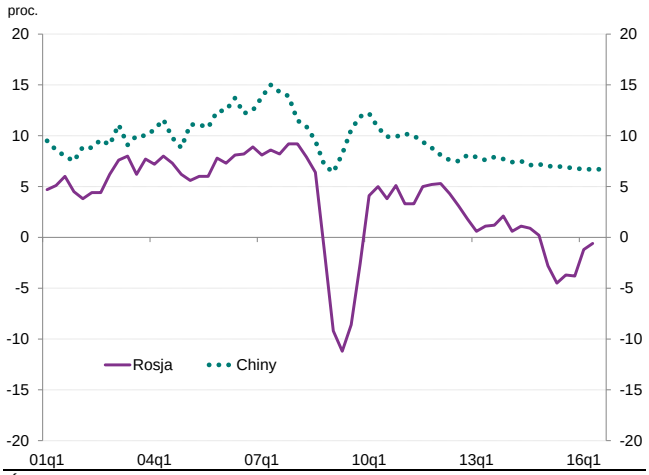
Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat.

Średnia roczna dynamika PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – średnia roczna dynamika PKB w Bułgarii, Czechach, Chorwacji, Estonii, na Litwie, na Łotwie, w Rumunii, na Słowacji, w Słowenii i na Węgrzech, ważona PKB.

Wykres 1.6 Wzrost gospodarczy w największych gospodarkach wschodzących będących głównymi partnerami handlowymi Polski (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Ramka: Przyczyny spadku dynamiki wydajności pracy w gospodarkach rozwiniętych

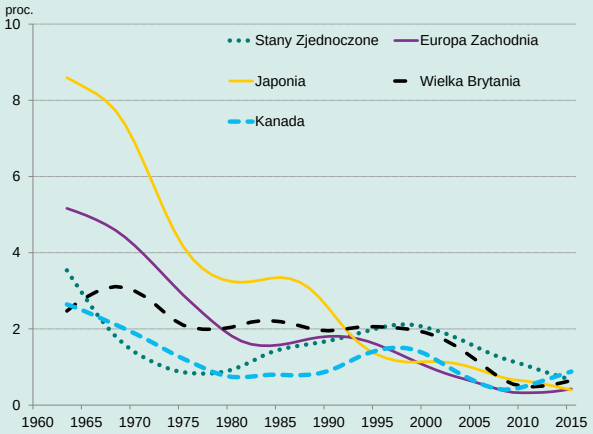
W ostatnich dekadach dynamika wydajności pracy w gospodarkach rozwiniętych wyraźnie się obniżyła. Zjawisko to nasiliło się w ostatnich kilkunastu latach (Wykres R.1). Jego przyczyny są obecnie przedmiotem wielu badań, których wybrane wyniki przedstawiono w niniejszej ramce[1].

[1] Inne syntetyczne omówienie możliwych przyczyn spowolnienia wzrostu wydajności (głównie w Stanach Zjednoczonych) można znaleźć np. w: OECD (2016): *Promoting Productivity and Equality: A Twin Challenge*, [w:] *OECD Economic Outlook Volume 2016 Issue 1*, OECD (2015): *The Future of Productivity*, Paris, OECD; Gordon, R. (2016): *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living Since the Civil War*, Princeton, NJ: Princeton University Press, Maestas, N., Mullen, K.J., Powell, D. (2016): *The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity*, NBER Working Paper 22452, ECB (2016): *The slowdown in US labour productivity growth – stylised facts and economic implications*, [w:] ECB *Economic Bulletin Issue 2/2016* oraz Fernald J. (2012): *Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2012-8, September 2012. Temat niskiej dynamiki inwestycji w gospodarkach rozwiniętych, będącej jedną z przyczyn powolnego wzrostu wydajności pracy, jest poruszony również w: Summers L.H. (2014): *U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*, Business Economics, vol. 49, no. 2, National Association for Business Economics.

Dyskusję nad przyczynami spadku dynamiki wydajności pracy warto rozpocząć od omówienia czynników, które mają wpływ na jej kształtowanie. Wydajność pracy można zdekomponować na:

- techniczne uzbrojenie pracy, określające wartość środków trwałych (m.in. maszyn, urządzeń, oprogramowania czy też zasobów ziemi) przypadających na jedno miejsce pracy lub jedną godzinę pracy; zależy ono zarówno od przeszłych wydatków inwestycyjnych, jak i nakładów usług pracy;
- poziom kapitału ludzkiego wykorzystywanego w procesie produkcyjnym, zależny od wykształcenia, kwalifikacji i umiejętności, a także od struktury demograficznej siły roboczej;
- łączną produktywność czynników produkcji (ang. *total factor productivity*, TFP), reprezentującą efektywność, z jaką kapitał i praca łączone są ze sobą w procesie produkcji; efektywność ta zależy od dostępnych technologii produkcji (i tym samym od innowacji), ale także od sposobu zarządzania i organizacji pracy oraz od środowiska instytucjonalno-regulacyjnego.

Wykres R.1 Trend dynamiki wydajności pracy w głównych gospodarkach rozwiniętych

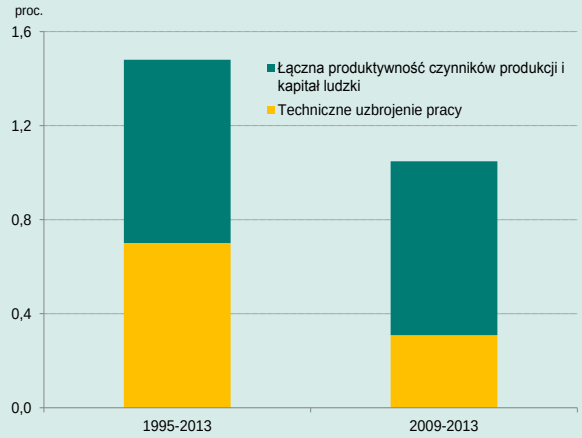


Źródło: dane Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.
Wydajność pracy definiowana jako produkt wytworzony w trakcie godziny pracy. Trend wyznaczony za pomocą filtru Hodricka-Prescotta. Europa Zachodnia – średnia ważona PKB dla Francji, Niemiec (do 1991 r. Niemiec Zachodnich) i Włoch.

Analiza zdekomponowanej dynamiki wydajności pracy w krajach rozwiniętych pokazuje, że do wyraźnego obniżenia jej dynamiki w ostatniej dekadzie przyczyniło się przede wszystkim silne spowolnienie wzrostu technicznego uzbrojenia pracy, najprawdopodobniej związane z globalnym kryzysem finansowym i niską dynamiką popytu (Wykres R.2, Wykres R.3). Niższa dynamika technicznego uzbrojenia pracy była spowodowana w znacznym stopniu obniżeniem dynamiki wydatków inwestycyjnych w gospodarkach rozwiniętych, związanym między innymi z podwyższoną niepewnością[2]. W szczególności obniżyła się dynamika nakładów na nowoczesne technologie (ang. *knowledge-based capital*, w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej z średnio 6,1% w latach 1995-2000 do 2,1% w latach 2007-2010). W konsekwencji niskiego wzrostu inwestycji wydłużyła się również długość eksploatacji urządzeń, która w 2014 r. w Stanach Zjednoczonych osiągnęła najwyższe wartości od końca lat 30. XX w., co dodatkowo spowalnia wzrost technicznego uzbrojenia pracy.

[2] Czynnikami wpływającymi na zmniejszanie się inwestycji w ostatnich latach są również: przeznaczanie w krajach anglosaskich dużej części funduszy na wykup papierów własnych zamiast na inwestycje (zob. np. Lazonick, W. (2013): *The Financialization of the U.S. Corporation*, Seattle University Law Review, vol. 36:857) oraz zmniejszający się udział przedsiębiorstw w wydatkach na badania podstawowe (zob. np. Mazzucato M. (2015): *The enterpreneurial state – debunking public versus private sector myths*, Public Affairs).

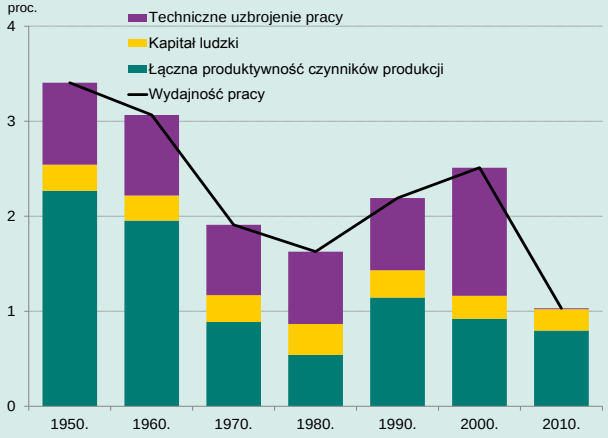
Wykres R.2 Dynamika wydajności pracy w wybranych krajach rozwiniętych i jej komponenty w wybranych podokresach



Źródło: dane OECD, obliczenia NBP.

Wykres przedstawia dynamikę wydajności pracy w wybranych krajach rozwiniętych (Australii, Austrii, Belgii, Kanady, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Włoch, Japonii, Holandii, Nowej Zelandii, Portugalii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych) oraz jej komponenty (średnia ważona PKB).

Wykres R.3 Dynamika wydajności pracy w Stanach Zjednoczonych i jej komponenty w poszczególnych dekadach



Źródło: dane Federal Reserve Bank of San Francisco, obliczenia NBP.

Dodatkowo w trakcie boomu poprzedzającego globalny kryzys finansowy doszło do realokacji zasobów pracy do sektorów charakteryzujących się niższym tempem wzrostu wydajności (m.in. sektor budowlany i sektor finansowy, których udział w zatrudnieniu w Stanach Zjednoczonych w 2006 r. wyniósł ok. 12%, choć w poprzednich dziesięcioleciach kształtował się on na poziomie 6-10%). Ponadto utrzymujące się obawy o stan przyszłej koniunktury zmniejszyły dynamikę tworzenia nowych firm w gospodarkach rozwiniętych. Tym samym przeciętny wiek firm z sektora przemysłowego wzrósł w latach 2006-09 w Stanach Zjednoczonych z ok. 25 do ok. 27 lat. Jak wykazały badania przeprowadzone na mikrodanych dla ośmiu europejskich krajów, nowe firmy charakteryzują się wyższą wydajnością. Stąd obniżenie ich względnego udziału ma negatywny wpływ na dynamikę wydajności dla całych gospodarek.

W literaturze pojawia się również szereg innych hipotez dotyczących potencjalnych przyczyn spadkowego trendu dynamiki wydajności pracy w ostatnich dziesięcioleciach[3]:

- zmiany w strukturze gospodarki, w szczególności wzrost udziału usług w tworzeniu wartości dodanej brutto (z 57% w 1980 r. do 70% w 2015 r., przeciętnie dla krajów rozwiniętych), który – głównie z uwagi na ograniczone jak do tej pory możliwości automatyzacji i zmian w organizacji produkcji – charakteryzuje się niższą dynamiką wydajności niż przemysł. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych skumulowany wzrost wydajności w przemyśle wyniósł w ostatnich dwudziestu latach ok. 20%, a w przemyśle i usługach łącznie – ok. 6%[4];

[3] Na obniżającą się dynamikę wydajności pracy wpływ mogą mieć również problemy metodologiczne, w szczególności z pomiarem wartości produktów wytwarzanych przez sektor technologii informacyjnych i komunikacyjnych (ang. *information and communication technology*, ICT) i usług, a także szacowaniem wielkości inwestycji w kapitał niematerialny (nakładów na reorganizację lub marketing).

[4] Dodatkowo w ostatnich latach, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, do niższej dynamiki wydajności przyczyniało się obniżenie aktywności – po jego wcześniejszym silnym wzroście – we względnie produktywnym sektorze wydobywczym. Temat ten jest omówiony szerzej w: Van Zandweghe W. (2016): *The Drag of Energy and Manufacturing on Productivity Growth*, The Macro Bulletin. Macroeconomic research from the Federal Reserve Bank of Kansas City, April 18, zob. również rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*.

- stabilizowanie się wskaźników skolaryzacji w gospodarkach rozwiniętych na wysokich poziomach po ich silnym wzroście w poprzednich dziesięcioleciach (odsetek Amerykanów w wieku 25 lub więcej lat, którzy ukończyli szkołę średnią lub college wynosił 24,5% w 1940 r, natomiast w latach 90. – średnio 81,5%, a w latach 2000-2015 – 85,5-88,0%). Efektem tego jest malejący przyrost TFP i kapitału ludzkiego, wynikający z lepszego wykształcenia;
- starzenie się społeczeństw, które zmienia strukturę wydatków konsumpcyjnych, a tym samym alokację zasobów w gospodarce, zwiększając relatywne znaczenie mniej produktywnych sektorów, np. ochrony zdrowia. W zależności od doświadczenia, stanu zdrowia i poziomu edukacji pracowników może ono również prowadzić do zwiększenia udziału mniej produktywnych kohort na rynku pracy. Zgodnie z dostępnymi badaniami starzenie się społeczeństw obniżyło dynamikę TFP o ok. 1 pkt proc. w Japonii w latach 90. i ok. 0,5 pkt proc. w Stanach Zjednoczonych po 2000 r.;
- malejące korzyści z innowacji, co jest związane z brakiem nowych innowacji o potencjalnie dużym znaczeniu dla gospodarki. Zdaniem Gordona (2016), nowe produkty i usługi z zakresu technologii informacyjnych i komunikacyjnych (ang. *information and communication technology*, ICT) w coraz mniejszym stopniu prowadzą do usprawnienia procesu produkcyjnego, co relatywnie obniżyło dynamikę TFP;
- mniejszy zakres dyfuzji innowacyjności, przejawiający się w narastającej dywergencji pomiędzy wydajnością najbardziej innowacyjnych przedsiębiorstw (ang. *frontier firms*) i pozostałych firm. Choć wydajność w przypadku globalnych *frontier firms* od 2001 r. rosła średnio o 3,5% (w przemyśle) lub 5,0% rocznie (w usługach), to nie przekładało się to na dynamikę wydajności większości firm na świecie, która obniżyła się niemal do zera lub (co miało miejsce w usługach) była nawet ujemna, co znajdowało odzwierciedlenie w spowolnieniu wzrostu wydajności w skali całych gospodarek. W literaturze niższą dyfuzję innowacyjności tłumaczy się:
  - zmniejszeniem mobilności pracowników, powodującym mniejszy transfer wiedzy i umiejętności pomiędzy firmami. Przykładowo odsetek Amerykanów przenoszących się w poszukiwaniu pracy obniżył się w latach 2006-2011 z 2,7% do 2,2%, a – zgodnie z badaniami Eurobarometru – tylko w latach 2011-13 skłonność niemieckich pracowników do przeniesienia się do innego kraju UE obniżyła się o 11 pkt proc.;
  - spowolnieniem dynamiki handlu międzynarodowego (z 7,6% rocznie w latach 2002-07 do 3,7% w latach 2011-16)[5] i przyśpieszenie wzrostu liczby składanych wniosków patentowych na świecie (z 3,5% r/r średnio w latach 2001-08 do 8,1% r/r w latach 2009-14), co może skutkować mniejszym dostępem do nowych technologii;
- wzrost nierówności dochodowych, które – poprzez mniejsze możliwości inwestycji w edukację w gospodarstwach domowych o niższych dochodach – mogą skutkować niższą dynamiką akumulacji kapitału ludzkiego, a przez to wydajności pracy.

Podsumowując, na spadek dynamiki wydajności pracy w krajach rozwiniętych w ostatnich dekadach złożył się szereg procesów o charakterze długoterminowym, a w ostatnich latach zjawisko to się nasiliło pod wpływem globalnego kryzysu finansowego. Perspektywy przyszłego kształtowania się dynamiki wydajności pracy w krajach rozwiniętych są silnie zależne od trwałości tych procesów. Wraz z ustępowaniem niepewności i poprawą stabilności sektora bankowego, powinna wzrosnąć dynamika inwestycji. Nie można również wykluczyć, że – podobnie jak w przypadku poprzednich rewolucji technologicznych – pozytywny wpływ

[5] Zob. szerzej Ahn J.B., Dabla-Norris E., Duval R., Hu B., Njie (2016): *Reassessing the Productivity Gains from Trade Liberalization*, IMF Working Paper WP/16/77. Jak wskazuje OECD (2015), odległość dzieląca partnerów handlowych może być istotną przeszkodą w dyfuzji innowacyjności. Analiza danych Banku Światowego (lata 1987-2012) nie wykazuje, by wyższy wzrost eksportu światowego powodował przyśpieszenie wzrostu gospodarczego na świecie w dłuższym okresie (zob. Podkaminer L. (2014): *Does trade drive global output growth?*, Bank i Kredyt 45(4), 2014, ss. 311-330).

wdrażanych obecnie technologii na dynamikę wydajności ujawni się z dużym opóźnieniem. Może temu sprzyjać także obserwowany w ostatnich latach wzrost automatyzacji w sektorze usług. Inne procesy, wywierające negatywny wpływ na dynamikę wydajności w gospodarkach rozwiniętych, przede wszystkim starzenie się społeczeństwa, będą trudne do odwrócenia. Jednak ich wpływ na wzrost wydajności może być łagodzony poprzez zmiany legislacyjne lub zmiany w organizacji pracy ułatwiające zdobywanie nowych kwalifikacji wszystkim grupom wiekowym pracowników, a bardziej produktywnym starszym osobom pozostanie aktywnym zawodowo.

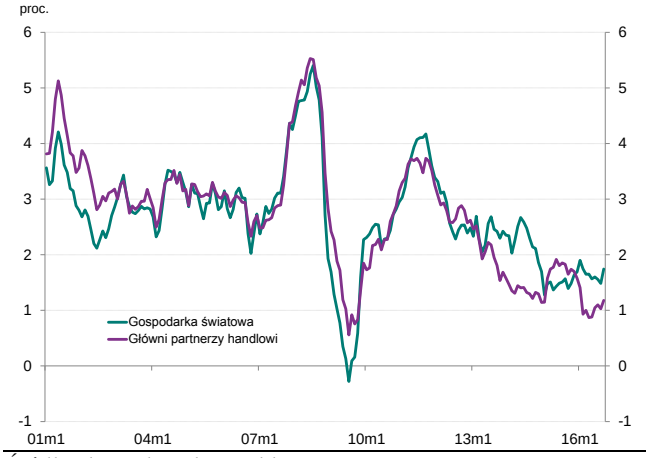
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki jest bardzo niska, choć w ostatnich miesiącach nieco wzrosła (Wykres 1.7). Niską inflację powoduje wolniejsze niż przed globalnym kryzysem tempo wzrostu gospodarczego oraz niższe niż w ostatnich latach ceny surowców (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Ceny surowców przestają być jednak czynnikiem deflacyjnym. Mimo to w wielu krajach dynamika cen pozostaje wyraźnie niższa od poziomu obowiązujących tam celów inflacyjnych.

W strefie euro od II połowy 2014 r. inflacja HICP utrzymuje się w okolicach zera, choć w III kw. br. nieco wzrosła, do czego przyczyniło się wygasanie wpływu wcześniejszych spadków cen surowców energetycznych. Inflacja bazowa kształtuje się w okolicach historycznych minimów. Bardzo niska inflacja w strefie euro oddziałuje negatywnie na dynamikę cen w innych krajach w Europie, w tym w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej. W większości z nich dynamika cen – pomimo pewnego wzrostu – jest wciąż zbliżona do zera (Wykres 1.8).

W Rosji inflacja pozostaje na relatywnie wysokim poziomie, choć stopniowo się obniża, co wynika z wygasania wpływu wcześniejszej silnej deprecjacji rubla. Również w Chinach inflacja nieco się obniżyła i kształtuje się wyraźnie poniżej wieloletniej średniej.

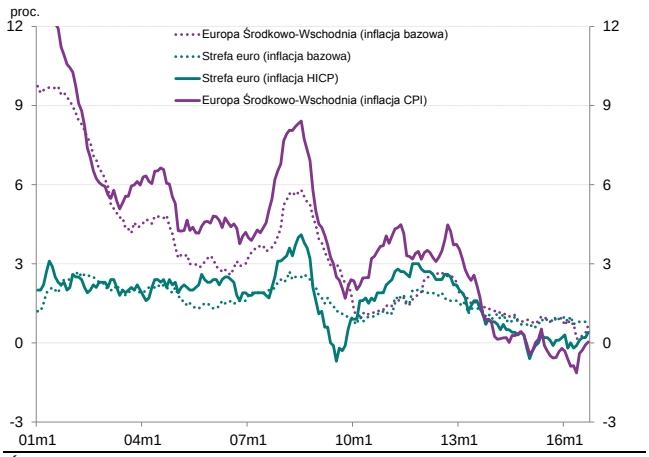
Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Na wykresie przedstawiono średnią inflację CPI u głównych partnerów handlowych Polski, tj. w krajach, z których pochodzi 80% importu Polski (strefa euro, Chiny, Rosja, Czechy, Wielka Brytania i Szwecja), ważoną udziałem tych krajów w imporcie Polski w 2015 r., a także średnią inflację CPI w krajach stanowiących 80% światowego PKB, ważoną PKB tych krajów.

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w strefie euro oraz w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Inflacja w Europie Środkowo-Wschodniej – średnia roczna inflacji dla Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Rumunii, Słowacji, Słowenii oraz Węgier ważona PKB tych krajów.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców rolnych i energetycznych wzrosły w ostatnich miesiącach, choć nadal są wyraźnie niższe niż w poprzednich latach (Wykres 1.9).

W szczególności silnie wzrosły światowe ceny węgla, co było związane głównie ze zmniejszeniem wydobycia tego surowca w Chinach[6]. Z kolei ceny ropy naftowej, po wzroście w I połowie br., ustabilizowały się (Wykres 1.10). W kierunku spadku cen ropy oddziaływało zwiększenie jej wydobycia (w krajach OPEC i Kanadzie) oraz wciąż niska dynamika popytu na ropę w gospodarkach wschodzących, w tym Chinach. Natomiast w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało wstępne porozumienie państw OPEC dotyczące ograniczenia wydobycia pod koniec br. W wyniku wyższych niż na początku roku cen ropy naftowej oraz słabszego niż przed rokiem kursu złotego roczna dynamika cen tego surowca w złotych – po raz pierwszy od ponad dwóch lat – wzrosła powyżej zera (Wykres 1.10). Wzrost dynamiki cen ropy, o ile okaże się trwały, będzie oddziaływał w kierunku wzrostu cen paliw w Polsce w kolejnych miesiącach (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*).

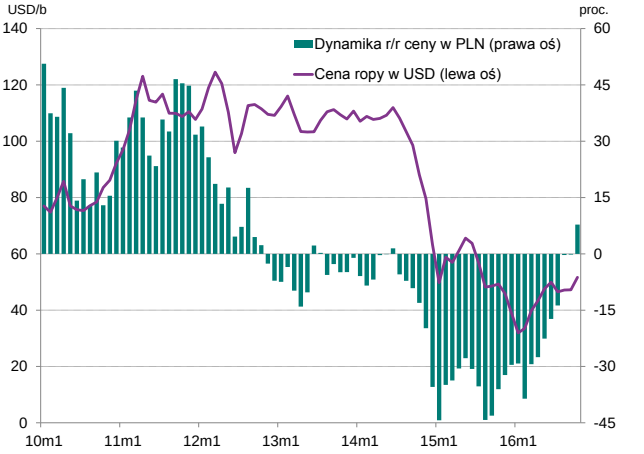
Od kilku miesięcy rosną także ceny surowców rolnych na rynkach światowych, co przekłada się na wzrost cen żywności w polskiej gospodarce i jej otoczeniu (Wykres 1.9). Wzrost cen jest związany z silnym zwiększeniem się popytu na mięso i nabiał ze strony Chin, a jednocześnie utrzymywaniem się niedoborów na rynku cukru, kawy i kakao. Ograniczająco na wzrost cen oddziałuje z kolei nadal wysoka podaż zbóż oraz niskie koszty produkcji wyrobów rolnych.

Wykres 1.9 Indeks cen surowców rolnych i energetycznych w USD (styczeń 2010=100)

Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzą ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.
W skład indeksu cen surowców energetycznych wchodzą ceny: węgla, ropy i gazu. System wag odwzorowuje strukturę zużycia nośników energii pierwotnej w gospodarce polskiej.

Wykres 1.10 Ceny ropy naftowej Brent w USD i dynamika r/r cen w PLN



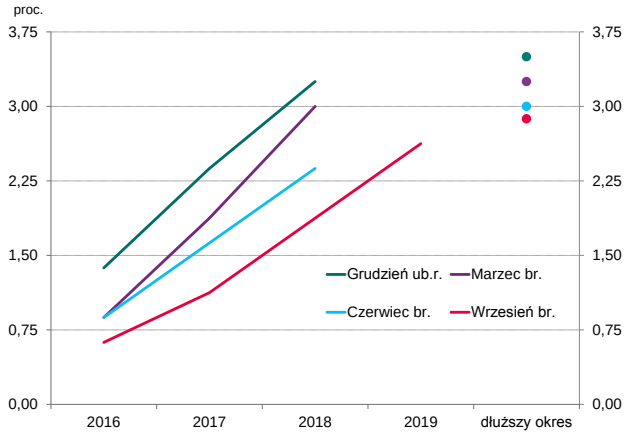
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

[6] Po wcześniejszej stabilizacji, od początku czerwca br. ceny węgla w Richards Bay (RPA) wzrosły o około 50% do 83,2 USD/t. Należy jednak zaznaczyć, że światowe ceny węgla wpływają na cenę tego surowca w Polsce z pewnym opóźnieniem ze względu na specyfikę kontraktów pomiędzy krajowymi producentami a głównymi odbiorcami. Dostępne dane Agencji Rozwoju Przemysłu o kształtowaniu się cen węgla w Polsce do września br. wskazują, że krajowe ceny do tego czasu nie wzrosły istotnie.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Od podwyższenia stóp procentowych w grudniu ub.r. Rezerwa Federalna (Fed) utrzymuje je na niezmienionym poziomie, tj. w przedziale 0,25-0,50%. Fed reinwestuje także raty kapitałowe obligacji kupionych w ramach łagodzenia ilościowego. W 2016 r. spodziewana jest jedna podwyżka stóp procentowych, która – wedle rynkowych ocen – nastąpi prawdopodobnie w grudniu. Oczekuje się, że w kolejnych kwartałach nastąpią dalsze podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, jakkolwiek ich skala jest obecnie wyraźnie mniejsza, niż sygnalizował wcześniej amerykański bank centralny (Wykres 1.11).

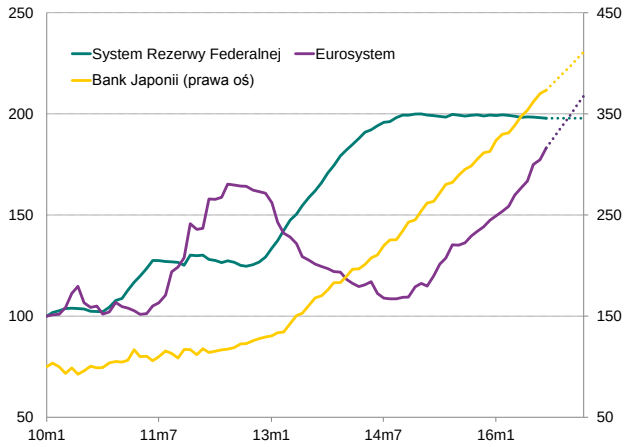
Wykres 1.11 Mediana projekcji członków komitetu decyzyjnego Fed (FOMC) dla stopy procentowej w ostatnich rundach prognostycznych (proc.)



Źródło: dane Fed.

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie. EBC nadal prowadzi program skupu obligacji, w tym – od czerwca br. – obligacji korporacyjnych (Wykres 1.12)[7]. W czerwcu rozpoczęła się również nowa edycja programu wsparcia akcji kredytowej EBC (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations II*, TLTRO II)[8]. Rynki oczekują, że silnie ekspansywna polityka EBC będzie prowadzona przez dłuższy czas (Wykres 1.13). Oczekiwania te są związane głównie z utrzymywaniem się inflacji znacząco poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen (blisko, ale poniżej 2%; por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

Wykres 1.12 Sumy bilansowe głównych banków centralnych (indeks, styczeń 2010=100)



Źródło: dane Bloomberg i banków centralnych, obliczenia NBP.
Dla sumy bilansowej Eurosystemu prognoza wyznaczona przy założeniu jej wzrostu o 80 mld EUR miesięcznie, dla sumy bilansowej Banku Japonii – przy założeniu jej wzrostu o 91,5 bln jenów rocznie, a dla sumy bilansowej Fed – przy założeniu jej niezmienionej wielkości.

Większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, a część z nich stosuje dodatkowo niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej.

[7] EBC prowadzi program zakupu aktywów finansowych o wartości 80 mld euro miesięcznie, który ma potrwać przynajmniej do marca 2017 r.

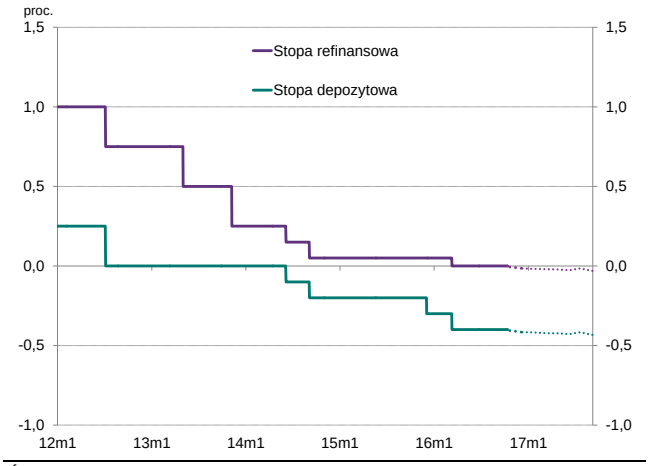
[8] W czerwcu br. odbyła się pierwsza aukcja w ramach TLTRO II, a jej wielkość wyniosła 399,3 mld euro. Druga aukcja odbyła się we wrześniu i jej wielkość wyniosła 45,3 mld euro.

Bank Anglii, chcąc zapobiec potencjalnym skutkom wyników referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej, obniżył referencyjną stopę procentową do 0,25% z 0,50%, a także wznowił skup obligacji i wprowadził nowy program wsparcia akcji kredytowej[9].

Bank Japonii utrzymuje swoją stopę depozytową na ujemnym poziomie, a w ostatnich miesiącach zwiększył skalę programów wsparcia akcji kredytowej i zakupu aktywów finansowych[10]. Jednocześnie Bank Japonii zapowiedział, że będzie dążył do stabilizacji całej krzywej dochodowości na niskim poziomie (w tym do stabilizowania rentowności 10-letnich obligacji skarbowych około zera) oraz zwiększania bazy monetarnej do momentu, gdy inflacja ustabilizuje się powyżej celu wynoszącego 2%.

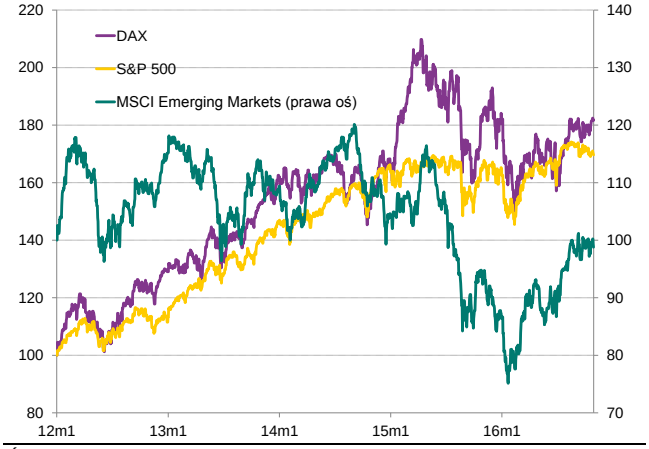
Skup aktywów kontynuuje również Riksbank, a banki centralne Szwajcarii i Czech nadal wyrażają gotowość do interwencji w celu przeciwdziałania umocnieniu swoich walut[11].

Wykres 1.13 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC z 27 października br.



Źródło: dane Bloomberg.
Stopy oczekiwane wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight interest swap* na stopę depozytową i refinansową.

Wykres 1.14 Wybrane indeksy cen akcji (styczeń 2012=100)



Źródło: dane Bloomberg.

1.5 Światowe rynki finansowe

Po krótkotrwałym pogorszeniu nastrojów, spowodowanym wynikiem referendum w sprawie członkostwa Wielkiej Brytanii w UE, sytuacja na światowych rynkach finansowych wyraźnie się poprawiła. Było to w dużej mierze skutkiem poprawy nastrojów dotyczących perspektyw gospodarki światowej, a także

[9] Bank Anglii zapowiedział zakup obligacji skarbowych za 60 mld funtów i obligacji korporacyjnych za 10 mld funtów. Dodatkowo wprowadzono nowy program finansowania akcji kredytowej (*Term Funding Scheme*, TFS), w ramach którego Bank Anglii będzie udzielał czteroletnich kredytów bankom w celu zwiększenia akcji kredytowej. Stopa oprocentowania tych kredytów będzie zbliżona do głównej stopy procentowej (obecnie 0,25%).

[10] Bank Japonii skupuje obligacje skarbowe w skali pozwalającej na stabilizację 10-letnich rentowności w okolicy zera, tj. około 80 bln jenów rocznie, a także dokonuje zakupów innych aktywów finansowych, w tym funduszy typu ETF (*Exchange-Traded Fund*) i obligacji korporacyjnych, o wartości około 11,5 bln jenów rocznie.

[11] Narodowy Bank Czech utrzymuje zobowiązanie do interwencji na rynku walutowym w celu niedopuszczenia do umocnienia korony czeskiej poniżej 27 EUR/CZK i wskazuje, że prawdopodobnie wycofa się z tego zobowiązania w połowie 2017 r. Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii wycofał się z podobnego zobowiązania w styczniu 2015 r., jednak zadeklarował, że będzie interweniował w celu niedopuszczenia do nadmiernej aprecjacji kursu franka szwajcarskiego, nie określając poziomu granicznego kursu swojej waluty.

utrzymywania się oczekiwań, że główne banki centralne będą nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* i rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

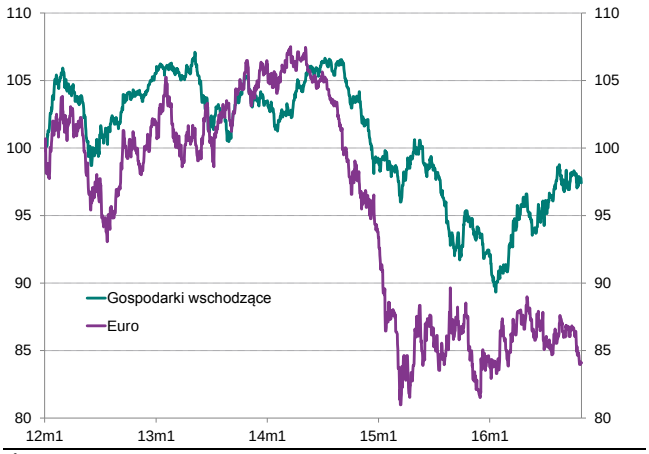
Sprzyjało to wzrostowi indeksów giełdowych (Wykres 1.14). W szczególności w Stanach Zjednoczonych indeksy osiągnęły w ostatnim okresie najwyższe w historii poziomy. Rentowności obligacji w gospodarkach rozwiniętych przestały spadać i ustabilizowały się na bardzo niskich – a w części krajów nawet ujemnych – poziomach (Wykres 1.15). Występowało jednak pewne zróżnicowanie pomiędzy poszczególnymi gospodarkami rozwiniętymi. W strefie euro rentowności obligacji pozostały niskie, a w Stanach Zjednoczonych lekko wzrosły, na co wpłynęły oczekiwania na utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej przez EBC i podnoszenie stóp procentowych przez Fed. Oczekiwania te znalazły również odzwierciedlenie w osłabieniu kursu euro względem dolara (Wykres 1.16). Natomiast w gospodarkach wschodzących lokalne waluty umocniły się, a rentowności obligacji spadły, co było związane z pewną stabilizacją koniunktury w tych gospodarkach po wcześniejszym jej pogorszeniu.

Wykres 1.15 Rentowności obligacji na świecie

Źródło: dane Bloomberg.

Rentowności na podstawie indeksów obligacji *Bloomberg: Developed Sovereign, Emerging Market Sovereign* i *Global Investment Grade Corporate*.

Wykres 1.16 Kursy walut gospodarek wschodzących i euro w relacji do dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację danej waluty; indeks, styczeń 2012=100)



Źródło: dane Bloomberg.

Indeks walut gospodarek wschodzących to *MSCI emerging markets currency index*.

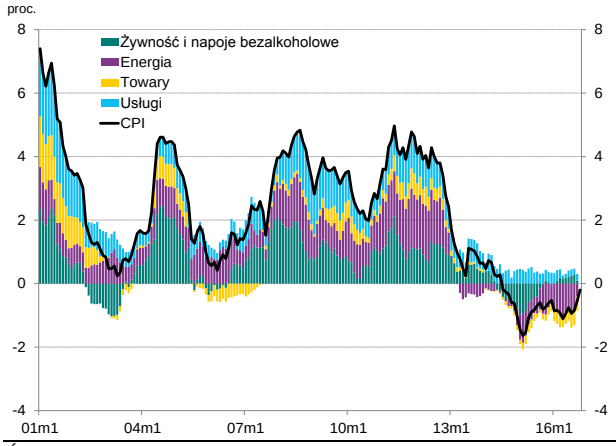
2 Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Roczny wskaźnik CPI w Polsce jest nadal ujemny, jednak skala deflacji stopniowo maleje (Wykres 2.1). Do utrzymywania się deflacji w dalszym ciągu przyczynia się głównie znaczący spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych w poprzednich latach, choć deflacyjny wpływ tego czynnika stopniowo wygasa (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Dotyczy to zwłaszcza cen ropy naftowej, których poziom jest wciąż relatywnie niski, choć nieco wyższy niż przed rokiem. Niższe niż w poprzednich latach ceny energii nadal przyczyniają się jednak do utrzymywania się ujemnych wskaźników inflacji bazowej (Wykres 2.2). Dodatkowym czynnikiem zewnętrznym obniżającym dynamikę CPI w Polsce jest niska inflacja za granicą i związana z tym zbliżona do zera dynamika cen importu.

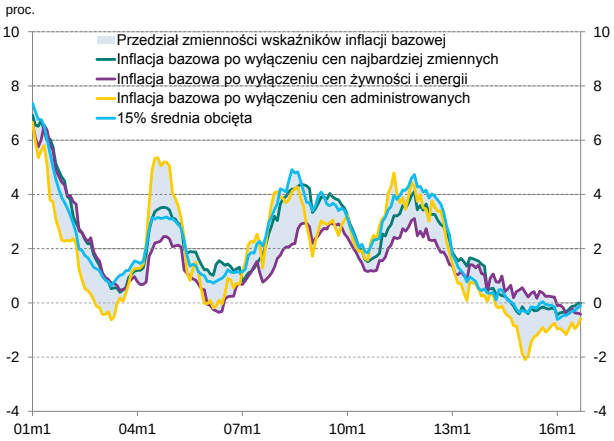
Do wzrostu dynamiki cen w ostatnich miesiącach przyczyniał się – oprócz nieco wyższych cen ropy – także wzrost cen żywności. Był on związany ze zwiększeniem popytu importowego krajów wschodzących na wybrane artykuły żywnościowe na rynkach globalnych, a także ze zmniejszeniem pogłowia zwierząt hodowlanych w kraju i na świecie wskutek znacznego pogorszenia opłacalności produkcji. W kierunku wzrostu cen żywności oddziaływały również ograniczenia podaży niektórych produktów rolnych (m.in. cukru, kawy, kakao, cytrusów) w następstwie mniej korzystnych warunków agrometeorologicznych w rejonach, w których koncentrują się ich uprawy.

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



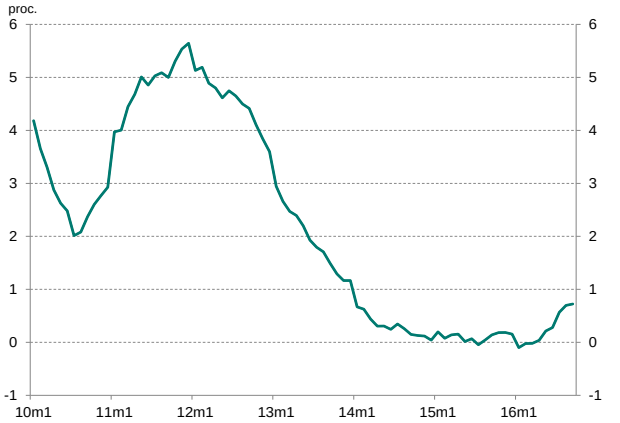
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźnik inflacji dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

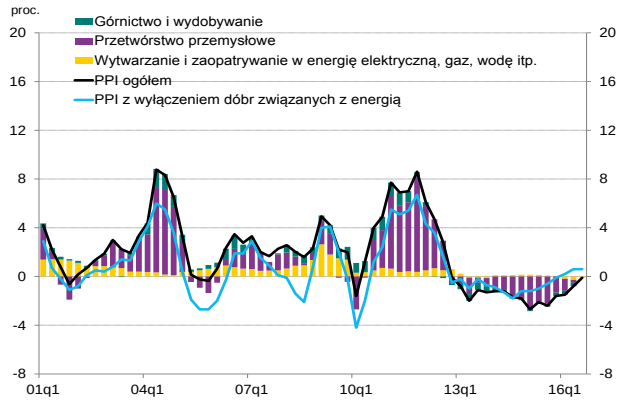
Agregat komponentów CPI reagujących na zmiany krajowej aktywności gospodarczej. Szerzej nt. metodyki liczenia wskaźnika Hałka, A. i Kotłowski, J. (2014): *Does the Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy*, Eastern European Economics, vol. 52.

Krajowa presja popytowa nadal nie jest na tyle silna, by zneutralizować deflacyjny wpływ czynników zewnętrznych (Wykres 2.3). Na brak presji kosztowej w polskiej gospodarce wskazuje niska dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.4).

W najbliższych miesiącach skala deflacji powinna stopniowo maleć, do czego przyczyni się dalsze wygasanie wpływu wcześniejszego spadku cen surowców energetycznych. Wzrost dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie dodatkowo wspierany przez utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy oraz poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Ponadto zwiększenie dochodów gospodarstw domowych w wyniku wprowadzenia programu „Rodzina 500 plus" i podwyższenie płacy minimalnej od stycznia 2017 r. mogą stymulować wzrost cen w gospodarce. W kierunku zwiększania rocznego wskaźnika cen konsumpcyjnych będzie oddziaływać także stopniowe narastanie pozapłacowej presji kosztowej, na co wskazuje systematyczny wzrost wskaźnika PPI, zwłaszcza po wyłączeniu cen dóbr związanych z energią (Wykres 2.4). Prawdopodobny wzrost dynamiki cen w kolejnych kwartałach sygnalizują prognozy formułowane przez analityków sektora finansowego i ankietowanych ekonomistów. Zgodnie z tymi prognozami inflacja znajdzie się w horyzoncie 4 kwartałów w pobliżu dolnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego (Tabela 2.1).

Z kolei wskaźniki dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw utrzymują się na niskim poziomie[12] (Wykres 2.5).

Wykres 2.4 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI ogółem i z wyłączeniem dóbr zw. z energią



Źródło: dane GUS, Eurostat.

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

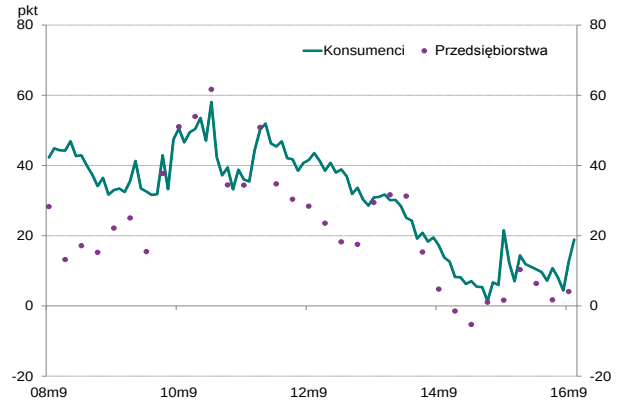
	Ankieta przeprowadzona w:				
	15q3	15q4	16q1	16q2	16q3
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,5	1,6	1,3	1,6	1,4
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,2	1,2	1,3	1,3	1,2
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	1,7	1,9	1,7	1,8	1,8

Źródło: dane NBP, Thomson Reuters.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału.

Oczekiwania inflacyjne prognostów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

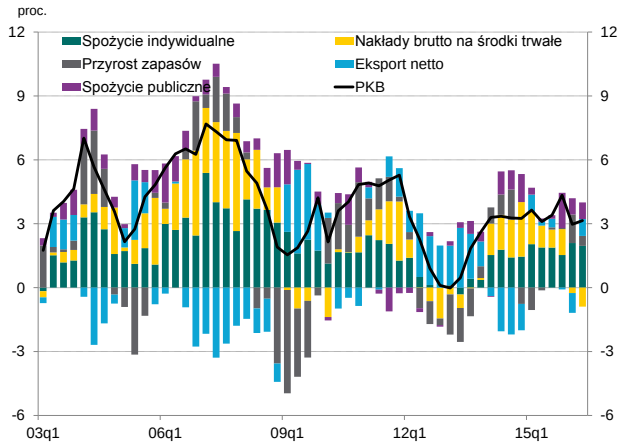
Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen. Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku silniejszych wzrostów cen. Szerzej na temat sposobu liczenia statystyki bilansowej – por. http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/oczekiwania/oczekiwania.html.

[12] Odsetek konsumentów oczekujących wzrostu cen jest o ok. 60 pkt proc. wyższy niż odsetek oczekujących spadku cen. W przypadku przedsiębiorstw różnica ta wynosi ok. 30 pkt proc. Dużą grupę wśród ankietowanych stanowią podmioty spodziewające się stabilizacji cen (ok. 30% konsumentów i 18% przedsiębiorstw). Jednocześnie wysoki (ok. 30%) odsetek przedsiębiorstw nie ma zdania nt. przyszłego kształtowania się cen.

2.2 Popyt i produkcja

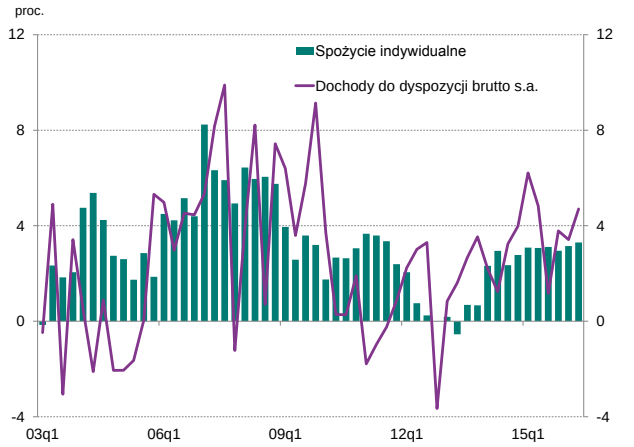
W Polsce utrzymuje się stosunkowo stabilny wzrost gospodarczy, a dynamika PKB w II kw. br. wyniosła 3,1% r/r (wobec 3,0% r/r w I kw. br. – Wykres 2.6). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny. Do zwiększenia się dynamiki PKB w II kw. przyczyniło się przyspieszenie wzrostu eksportu. Ograniczająco na wzrost PKB oddziaływał natomiast spadek inwestycji, związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz z utrzymującą się niepewnością co do otoczenia regulacyjnego przedsiębiorstw prywatnych.

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



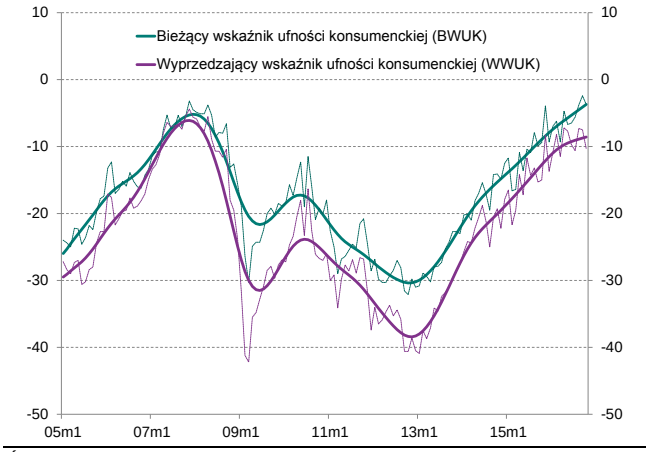
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7 Spożycie indywidualne i dochody do dyspozycji brutto (r/r, ceny stałe)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

2.2.1 Konsumpcja

Popyt konsumpcyjny rośnie w stabilnym tempie, przy czym w II kw. jego dynamika nieznacznie przyspieszyła i wyniosła 3,3% r/r (wobec 3,2% w I kw.; Wykres 2.7). Wzrostowi popytu konsumpcyjnego sprzyja stabilny wzrost zatrudnienia oraz coraz szybciej rosnące płace, których siła nabywcza jest dodatkowo zwiększana przez utrzymujący się spadek cen konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). W kierunku szybszego wzrostu konsumpcji oddziałuje także rozpoczęcie wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus" oraz dalsza poprawa nastrojów konsumentów (Wykres 2.8). Ponadto w II kw. wzrost konsumpcji prawdopodobnie podwyższało przesunięcie wypłat części bezpośrednich dopłat dla rolników z I na II kw. br.

Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na dalsze przyspieszenie dynamiki konsumpcji w III kw.[13], do czego prawdopodobnie przyczyniło się

[13] Przeciętna realna dynamika sprzedaży detalicznej w III kw. br. wyniosła 6,2% wobec 5,4% w II kw. br.

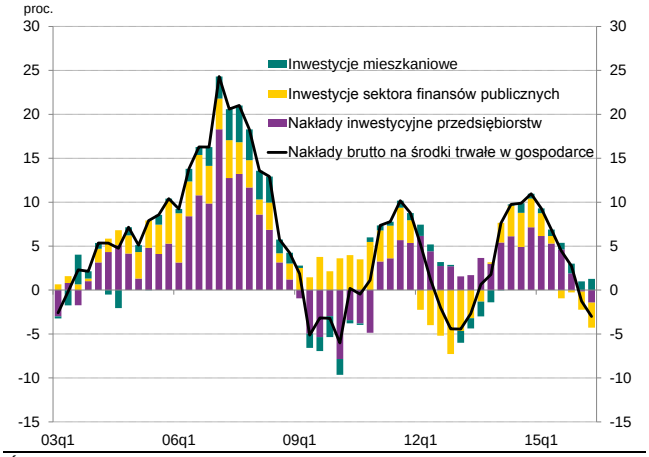
wydatkowanie w większej skali środków otrzymanych w ramach programu „Rodzina 500 plus" (ze względu na stopniowe uruchamianie wypłat tych środków[14]). Jednocześnie dalszemu wzrostowi konsumpcji sprzyjają utrzymująca się dobra sytuacja na rynku pracy i korzystne nastroje konsumentów.

2.2.2 Inwestycje

W I połowie br. dynamika inwestycji w gospodarce była ujemna (Wykres 2.9). Spadek inwestycji był efektem obniżenia nakładów brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych oraz sektora przedsiębiorstw. Zmniejszenie się wydatków inwestycyjnych wynikało przede wszystkim z mniejszej skali realizacji projektów finansowanych ze środków UE w efekcie zakończenia poprzedniej perspektywy finansowej (Wykres 2.10). Napływ transferów unijnych był w I i II kw. br. o ok. 60% niższy w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Dodatkowo niekorzystnie na aktywność inwestycyjną sektora przedsiębiorstw wpływała utrzymująca się niepewność odnośnie do przyszłej koniunktury oraz charakteru przyszłych regulacji w gospodarce (Wykres 2.11)[15]. W przeciwną stronę oddziaływała bardzo dobra sytuacja finansowa firm, wysoki stopień wykorzystania ich zdolności produkcyjnych, a także relatywnie wysoka dostępność i niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów (Wykres 2.12).

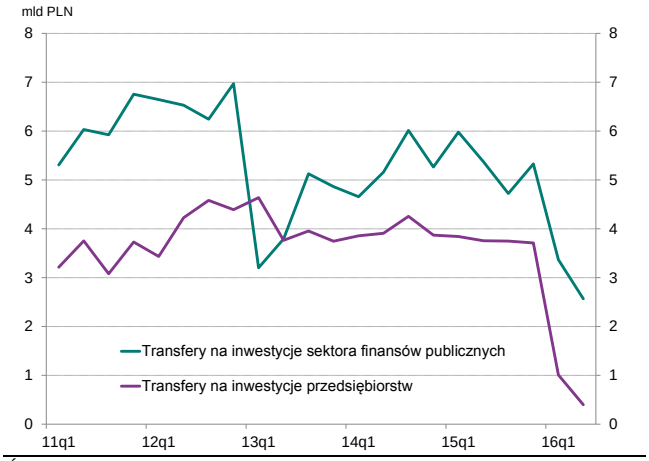
Spadkowi nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych i przedsiębiorstw towarzyszył wzrost inwestycji mieszkaniowych. Był on związany z utrzymującą się korzystną koniunkturą w budownictwie mieszkaniowym,

Wykres 2.9 Inwestycje w gospodarce i ich główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.
Szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD, dane odsezonowane.

Wykres 2.10 Transfery środków unijnych dla sektora finansów publicznych i sektora przedsiębiorstw



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych z budżetu środków europejskich.
Inwestycje sektora finansów publicznych – inwestycje rządu i samorządów, Krajowego Funduszu Drogowego oraz (od 2014 r.) PKP Polskich Linii Kolejowych S.A.

[14] Ponad połowa z 4,9 mld zł, jakie otrzymały w II kw. gospodarstwa domowe w ramach Programu „Rodzina 500+", została wypłacona dopiero w czerwcu, co oznacza, że wpływ tego czynnika na konsumpcję był prawdopodobnie większy w III kw. br.

[15] *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

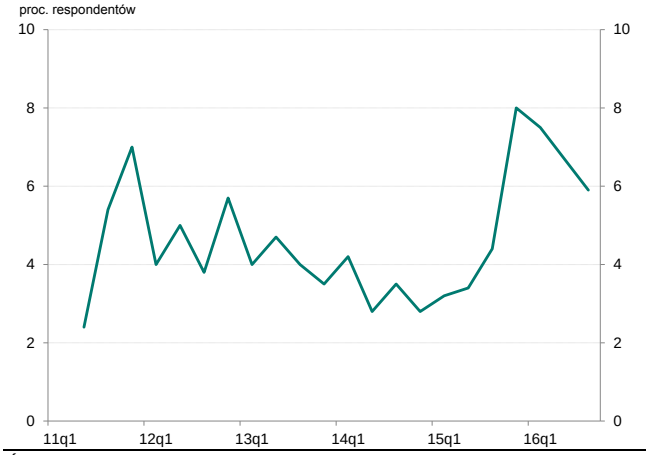
której sprzyja relatywnie wysoka rentowność firm budowlanych, poprawa sytuacji na rynku pracy oraz rosnące dochody gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek mieszkaniowy*).

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Polityka fiskalna w 2016 r. pozytywnie oddziałuje na zagregowany popyt, do czego przyczynia się wzrost wydatków na świadczenia społeczne[16] i wychowawcze. Wpływ ten jest obserwowany w szczególności od II kwartału 2016 r., po uruchomieniu programu „Rodzina 500 plus"[17]. Dodatni wkład polityki fiskalnej do wzrostu gospodarczego jest jednak ograniczany przez spadek inwestycji publicznych, związany z zakończeniem wykorzystania środków z unijnej perspektywy 2007-2013. Obniżenie inwestycji publicznych dotyczyło w szczególności jednostek samorządu terytorialnego, na co wskazuje wyraźny spadek ich wydatków majątkowych (w I połowie 2016 r. o 51,3% r/r)[18].

Pomimo obniżenia restrykcyjności polityki fiskalnej w 2016 r. deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA 2010 utrzyma się poniżej 3% PKB. W kierunku ograniczenia deficytu oddziałuje stabilny wzrost gospodarczy, dobra sytuacja na rynku pracy oraz czynniki jednorazowe[19].

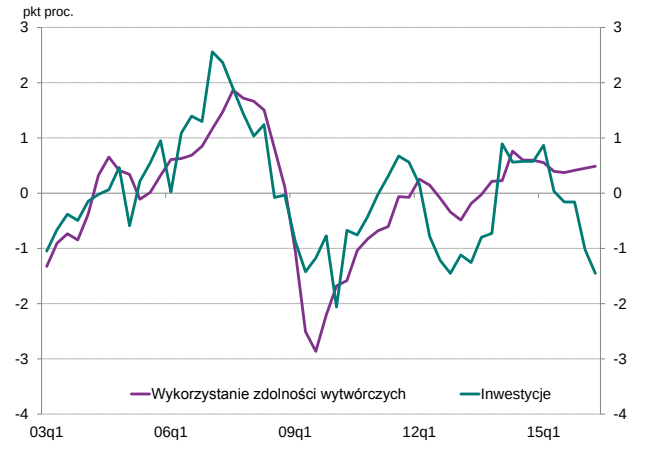
Wykres 2.11 Oceny niepewności sytuacji przedsiębiorstw



Źródło: dane z *Szybkiego Monitoringu* NBP.

Wykres pokazuje odsetek przedsiębiorców wymieniających niepewność jako barierę rozwoju w odpowiedzi na pytanie otwarte zawarte w formularzu badania ankietowego Szybki Monitoring: *Prosimy o krótkie zasygnalizowanie problemów (ok. 10 zdań), jakie w najbliższym czasie (pół roku) mogą być istotne dla kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa. Prosimy o szczególne uwzględnienie tych zagadnień, które wpływają na wielkość produkcji (…), względne powody ograniczenia skali działalności, płynność przedsiębiorstwa, zadłużenie kredytowe oraz opłacalność eksportu.*

Wykres 2.12 Dynamika inwestycji na tle wykorzystania zdolności wytwórczych (wartości wystandaryzowane)



Źródło: obliczenia na podstawie danych GUS, NBP.

Wykres przedstawia odchylenie rocznej dynamiki inwestycji i wykorzystania zdolności produkcyjnych od ich długookresowych średnich (podzielone przez odchylenia standardowe).

[16] Rezultat m.in. wprowadzenia świadczeń rodzicielskich dla osób, które dotychczas nie były uprawnione do otrzymywania zasiłku macierzyńskiego; zmiany zasad wypłaty zasiłków rodzinnych (po przekroczeniu progu dochodowego świadczenia te będą stopniowo obniżane wraz ze wzrostem dochodu) oraz jednorazowych dodatków dla niektórych osób pobierających świadczenia emerytalno-rentowe.

[17] Według informacji Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej, beneficjentom *Programu* wypłacono do końca września 2016 r. łącznie ok. 11,3 mld zł (ok. 0,6% PKB).

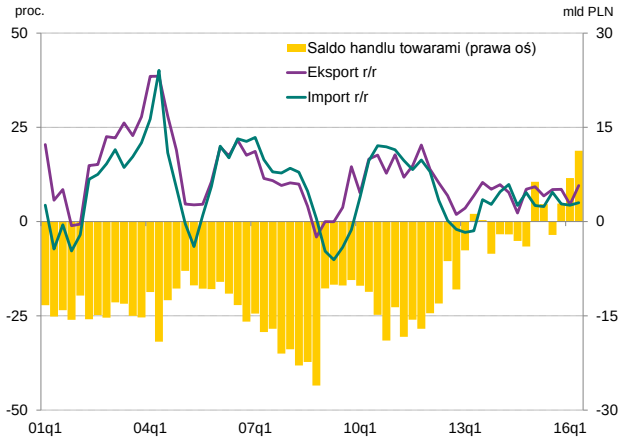
[18] W I połowie 2016 r. wydatki majątkowe ogółem jednostek samorządu terytorialnego były niższe o ok. 5,9 mld zł (tj. ok. 0,3% PKB), w tym na projekty finansowane z udziałem środków unijnych o ok. 3,6 mld zł (tj. o 91,2% r/r, ok. 0,2% PKB). Spadek ten był rezultatem zakończenia realizacji projektów z unijnej perspektywy 2007-2013, przy dotychczas niewielkim zaawansowaniu wykorzystania środków z kolejnej perspektywy.

[19] Czynnikami jednorazowymi ograniczającymi deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w 2016 r. były wpływy z tytułu sprzedaży częstotliwości telekomunikacyjnych (aukcja LTE) oraz uzupełnienie poziomu środków utrzymywanych w ramach funduszy ochrony środków gwarantowanych przez banki (ok. 2 mld zł, w związku z upadłością SK Banku) – łącznie ok. 0,6% PKB w 2016 r. Natomiast wyższa od zaplanowanej w *Ustawie budżetowej na rok 2016* wpłata z zysku NBP za 2015 r. (ok. 7,9 mld zł wobec 3,2 mld zł) co do zasady nie wpływa na poprawę wyniku sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010.

Pod koniec września 2016 r. rząd skierował do Sejmu projekt *Ustawy budżetowej na rok 2017*. Szacunki NBP wskazują na niewielki pozytywny wpływ polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy w 2017 r.[20] Będzie on w szczególności związany ze wzrostem inwestycji publicznych (głównie podsektora samorządowego) spowodowanym oczekiwanym przyspieszeniem absorpcji środków unijnych. Pozytywnie na krajową koniunkturę będą także wpływać działania zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, m.in. pełnoroczne wydatki na Program „Rodzina 500 plus" oraz modyfikacja zasad waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych wraz z podwyższeniem świadczeń minimalnych. Natomiast po stronie dochodowej oczekiwane jest utrzymanie obecnego poziomu restrykcyjności polityki fiskalnej. Prognoza dochodów budżetu państwa zapisana w projekcie *Ustawy* uwzględnia utrzymanie dotychczasowych stawek VAT (8% i 23%, zamiast planowanej wcześniej obniżki o 1 pkt proc.) oraz brak pozostałych istotnych zmian wpływających na poziom obciążeń podatkowych.

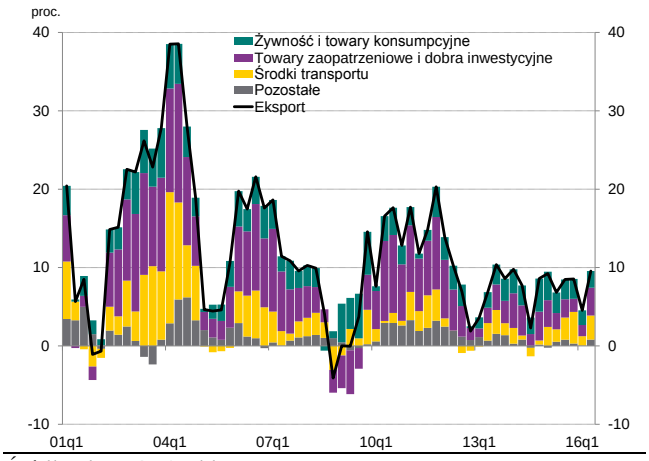
Rząd prognozuje wzrost deficytu sektora finansów publicznych (ESA2010) z 2,6% PKB w 2016 r. do 2,9% PKB w 2017 r., za co w głównej mierze odpowiadać będzie wygaśnięcie sprzyjających czynników jednorazowych (łącznie ok. 0,6% PKB, wobec ok. 0,1% PKB w 2017 r.). Prognoza ta uwzględnia oczekiwane efekty działań mających na celu poprawę ściągalności podatków[21] w 2017 r. (ok. 0,5% PKB).

Wykres 2.13 Dynamika wartości eksportu i importu towarów (r/r) oraz saldo handlu towarami



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.14 Dekompozycja towarowa dynamiki wartości eksportu towarów (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[20] Por. *Opinia RPP do projektu ustawy budżetowej na rok 2017*.

[21] Działania te dotyczą m.in. wprowadzonych w połowie 2016 r. przepisów dotyczących jednolitego pliku kontrolnego, klauzuli unikania opodatkowania, wdrożenia tzw. pakietu paliwowego oraz planowanego wdrożenia w 2017 r. Centralnego Rejestru Faktur oraz dalszych zmian mających na celu poprawę ściągalności w obszarze VAT (dotyczących m.in. zasad rejestracji podatników, możliwości ograniczenia w składaniu deklaracji w okresach kwartalnych, przywrócenia tzw. sankcji VAT).

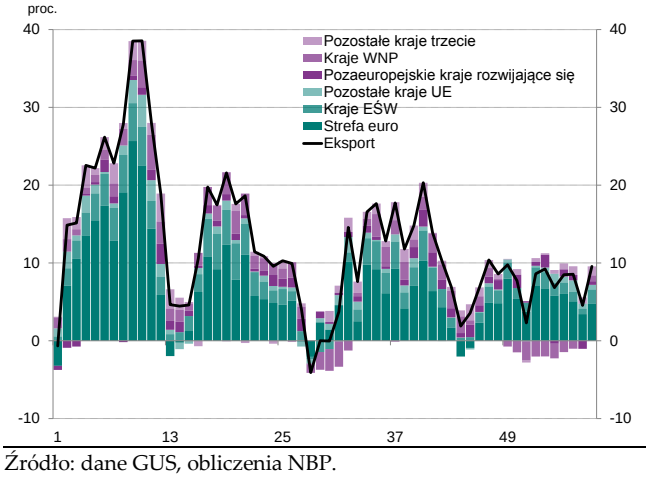
2.2.4 Handel zagraniczny

Obroty w polskim handlu zagranicznym rosną w umiarkowanym tempie, choć nadal szybciej niż handel światowy[22,23]. W II kw. br. wzrost eksportu przyspieszył (do 9,6% r/r), po przejściowym spowolnieniu w I kw. (Wykres 2.13). Dynamika importu wzrosła natomiast jedynie nieznacznie (do 5,0% r/r) i była wyraźnie niższa niż dynamika eksportu. W rezultacie nadwyżka w handlu zwiększyła się, powodując dalszą poprawę łącznego salda towarów i usług oraz salda na rachunku obrotów bieżących (por. rozdz. 2.7 *Bilans płatniczy*).

Do przyspieszenia wzrostu eksportu w II kw. przyczynił się przede wszystkim wzrost popytu zagranicznego na produkowane w Polsce części samochodowe, towary zaopatrzeniowe i dobra inwestycyjne (Wykres 2.14). Towary te były kierowane głównie do krajów strefy euro i Europy Środkowo-Wschodniej, a więc głównych partnerów handlowych Polski, gdzie utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy (Wykres 2.15; por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). W kierunku wyższej dynamiki eksportu mógł oddziaływać wzrost konkurencyjności cenowej związany ze słabszym niż w poprzednich latach realnym kursem złotego (Wykres 2.16).

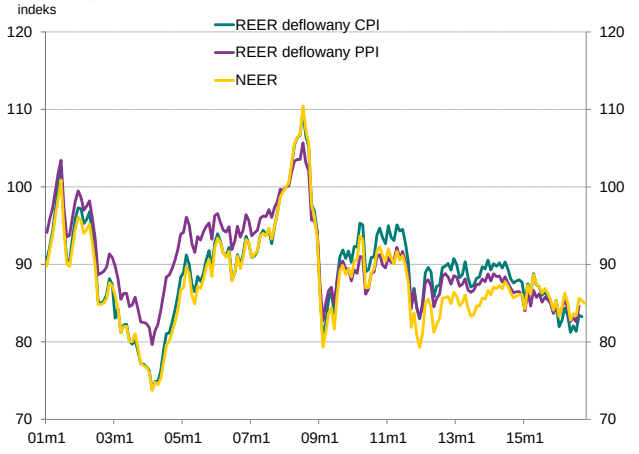
Do niewielkiego wzrostu dynamiki importu w II kw. przyczyniło się nieznaczne przyspieszenie dynamiki popytu konsumpcyjnego, czego skutkiem był szybszy wzrost importu towarów konsumpcyjnych i środków transportu (Wykres 2.17). Natomiast ograniczająco na dynamikę wartości importu oddziaływały niższe niż przed rokiem ceny towarów importowanych, głównie paliw (por.

Wykres 2.15 Dekompozycja geograficzna dynamiki wartości eksportu towarów (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.16 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; indeks, styczeń 2008=100)



Źródło: dane Thomson Reuters, obliczenia NBP.

[22] W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarami wyrażonej w złotych. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich bardziej szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję według rodzajów usług i krajów przeznaczenia. Zgodnie z danymi NBP wzrost wartości eksportu usług w II kw. br. wyniósł 6,2% r/r, a ich importu 6,1% r/r.

[23] Zgodnie z szacunkami Międzynarodowego Funduszu Walutowego obroty w światowym handlu obniżały się w II kw. br. o 3,0% (średnia z zaanualizowanych dynamik miesięcznych, zob. także rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*), a także spadek importu dóbr inwestycyjnych, związany z obniżeniem inwestycji w polskiej gospodarce (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*).

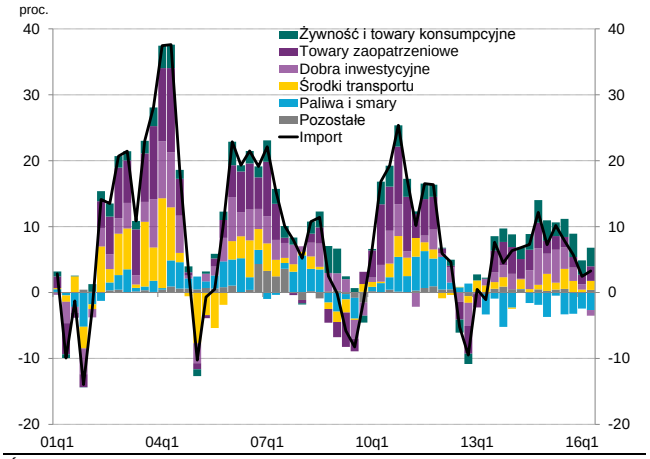
2.2.5 Produkcja

Dekompozycja sektorowa PKB wskazuje, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego jest rosnąca aktywność w sektorze usług i przemyśle. Z kolei wkład budownictwa do wzrostu wartości dodanej jest nadal ujemny (Wykres 2.18).

Dynamika wartości dodanej brutto w usługach utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie (3,9% r/r w II kw. 2016 r.)[24]. Dobra koniunktura w tym sektorze w II kw. była widoczna niemal we wszystkich jego branżach. Relatywnie wysokie dynamiki sprzedaży w transporcie, łączności i usługach dla biznesu[25] oraz przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej w III kw. (Wykres 2.19) wskazują, że tempo wzrostu wartości dodanej prawdopodobnie pozostało wysokie. Sprzyja temu wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy i wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus".

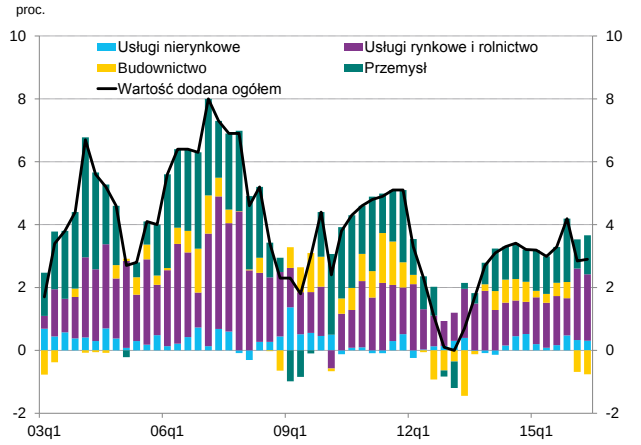
Dane za II kw. wskazują także na pewną poprawę koniunktury w przemyśle, która wynikała głównie ze wzrostu popytu zagranicznego w tym okresie. Dane o produkcji przemysłowej i eksporcie w III kw. sygnalizują jednak pewne osłabienie koniunktury w tym sektorze. Niekorzystnie na aktywność w przemyśle oddziałuje w szczególności spadek popytu na niemieckie towary na rynkach wschodzących, co – poprzez powiązania handlowe – ogranicza produkcję polskich producentów i powoduje spadek popytu na dobra inwestycyjne.

Wykres 2.17 Dekompozycja towarowa dynamiki wartości importu towarów (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[24] Jest wyższa niż średnia dynamika wartości dodanej brutto w sektorze usług za lata 2003-2016 (3,2%) i wyższa niż łączna dynamika wartości dodanej brutto w II kw. br. (2,9%).

[25] *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju I-III kwartał 2016 r.*, GUS, październik 2016 r.

Jednocześnie na koniunkturę w przemyśle pozytywnie wpływa wzrost krajowego popytu na dobra konsumpcyjne.

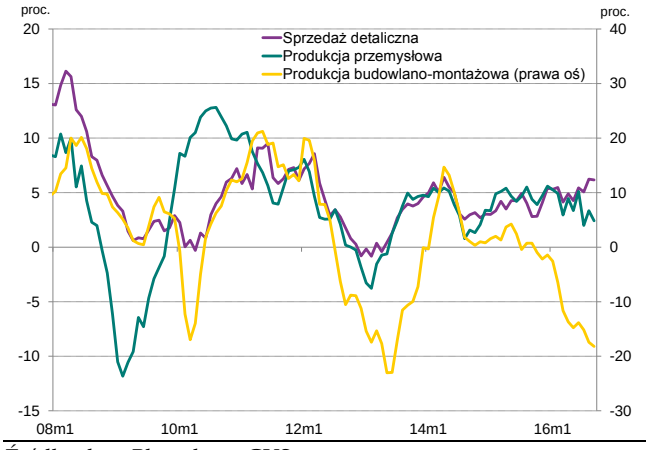
Z kolei spadek wartości dodanej w budownictwie (Wykres 2.19) wynika głównie ze spadku inwestycji infrastrukturalnych i jest związany z zakończeniem unijnej perspektywy budżetowej na lata 2007-2013. Świadczy o tym w szczególności silny spadek budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej (o 18,9% r/r w pierwszych trzech kwartałach br.). Aktywność obniżyła się również w budownictwie komercyjnym (co dotyczyło w szczególności budynków biurowych oraz przemysłowo-magazynowych, a w III kw. także handlowo-usługowych). Jednocześnie nadal utrzymuje się dobra koniunktura w budownictwie mieszkaniowym, choć w III kw. tempo wzrostu wartości sprzedanych robót budowlano-montażowych nieco spowolniło również w tym sektorze.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Stabilnemu wzrostowi gospodarczemu – pomimo deflacji – towarzyszy lepsza niż w poprzednich latach sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie utrzymuje się zróżnicowanie sytuacji finansowej firm w poszczególnych branżach gospodarki.

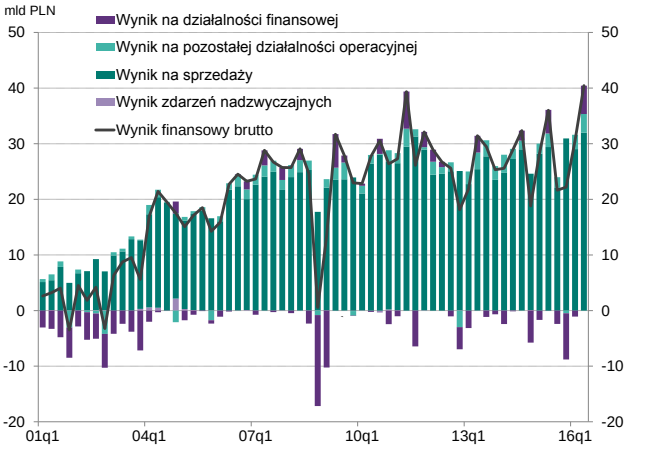
W II kw. br. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw był wyższy niż rok wcześniej, głównie dzięki poprawie zysku ze sprzedaży (Wykres 2.20). Wzrost zysków przedsiębiorstw ze sprzedaży wynikał z niższej dynamiki kosztów niż przychodów, do czego z kolei przyczyniła się niższa dynamika cen energii i dóbr zaopatrzeniowych niż cen sprzedanych dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych. W przypadku

Wykres 2.19 Wskaźniki koniunktury gospodarczej (r/r, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane Bloomberg, GUS.

Wykres 2.20 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



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

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw

proc.	2012	2013	2014	2015 q1	2015 q2	2015 q3	2015 q4	2016 q1	2016 q2
				dane średniookresowe					
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,3	4,3	4,5	4,9	4,9	3,6	4,8	4,9	5,1
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,4	3,8	3,7	3,9	5,0	2,9	2,8	4,2	5,5
				dane na koniec okresu					
Wskaźnik płynności I stopnia	34,1	35,0	38,9	37,8	36,2	37,5	38,3	37,4	37,2

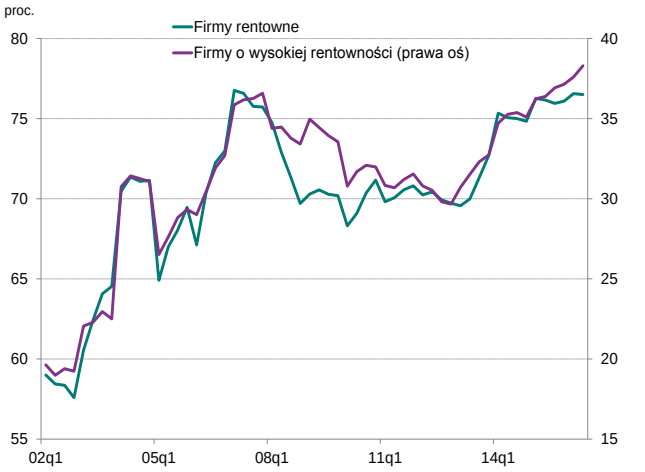
Źródło: dane GUS.

eksporterów korzystnie na wynik finansowy wpływał również słabszy niż w poprzednich latach kurs złotego.

Lepsze niż w poprzednich latach wyniki finansowe firm znajdują odzwierciedlenie w wyższych wskaźnikach rentowności (Tabela 2.2). Ponadto odsetek przedsiębiorstw o wysokiej rentowności osiągnął w II kw. br. najwyższy notowany poziom, zaś odsetek firm rentownych utrzymał się na poziomie zbliżonym do maksimum z 2007 r. (Wykres 2.21).

Jednocześnie w niektórych branżach rentowność nie rośnie, a nawet jest ujemna. W szczególności w II kw. br. straty wciąż notowało górnictwo, co jest efektem wyraźnie niższych niż w poprzednich latach cen surowców energetycznych.

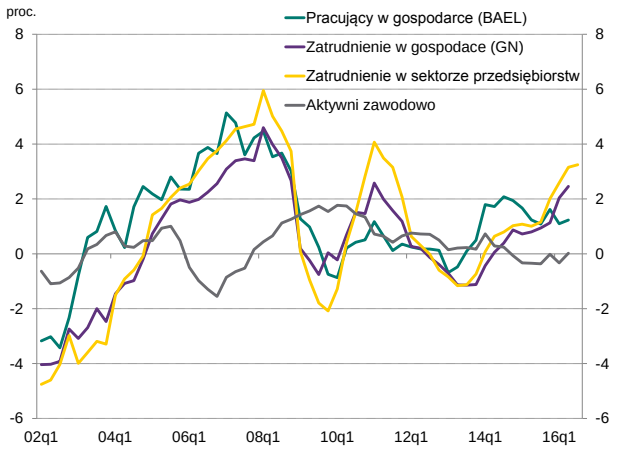
Wykres 2.21 Odsetki firm rentownych i o wysokiej rentowności (po wyeliminowaniu czynników sezonowych)



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

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

Wykres 2.22 Roczne tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce (według BAEL), liczby aktywnych zawodowo oraz zatrudnienia w gospodarce narodowej (GN) i w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy nadal się poprawia. Zatrudnienie w gospodarce systematycznie rośnie, co – w warunkach stabilnego poziomu liczby osób aktywnych zawodowo (Wykres 2.22) – powoduje dalszy spadek stopy bezrobocia. Z kolei malejące bezrobocie sprzyja przyspieszeniu wzrostu wynagrodzeń.

Dobrą koniunkturę na rynku pracy potwierdza bardzo wysoka liczba ofert pracy i korzystne prognozy zmian zatrudnienia formułowane przez przedsiębiorstwa[26]. Wzrostowi popytu na pracę sprzyja stabilny wzrost gospodarczy. Dodatkowo dynamikę zatrudnienia zwiększa oskładkowanie od początku br. umów cywilnoprawnych przekładające się na wzrost liczby umów o pracę[27].

Liczba osób aktywnych zawodowo utrzymuje się od roku na stabilnym poziomie. Wynika to

[26] *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

[27] Jednocześnie oskładkowanie umów cywilnoprawnych nie wpływa na wzrost liczby pracujących wg BAEL.

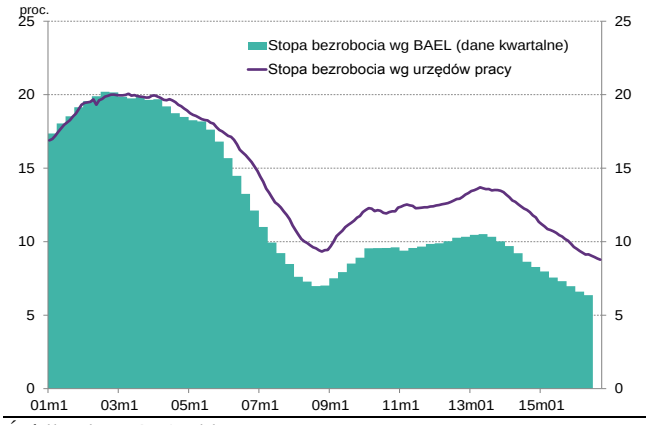
z równoważenia się dwóch czynników: wzrostu aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych, czemu sprzyja stopniowe podnoszenie wieku emerytalnego i rosnący popyt na pracę, oraz spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, co jest związane z przechodzeniem na emeryturę osób z powojennego wyżu demograficznego.

Wzrost liczby pracujących w gospodarce, przy stabilnej liczbie aktywnych zawodowo, powoduje dalsze obniżanie się stopy bezrobocia (Wykres 2.23). Spadające bezrobocie oraz wysoki popyt na pracę oddziałują w kierunku poprawy pozycji pracowników i poszukujących pracy w negocjacjach płacowych z pracodawcami. W konsekwencji w II i III kw. br. tempo wzrostu wynagrodzeń było wyższe niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.24). Realna dynamika wynagrodzeń jest podwyższana przez utrzymującą się deflację. Jednocześnie występowanie deflacji zmniejsza presję na wzrost płac nominalnych, co może ograniczać skalę podwyżek planowanych przez przedsiębiorstwa[28].

W najbliższych kwartałach – w warunkach utrzymującego się stabilnego wzrostu gospodarczego – można oczekiwać dalszego stopniowego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń. W tym samym kierunku będzie oddziaływać wzrost płacy minimalnej oraz jej wprowadzenie dla osób pracujących na podstawie umów cywilnoprawnych i osób samozatrudnionych[29].

W ostatnich kwartałach dynamika jednostkowych kosztów pracy wzrosła, co wynikało z przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń w warunkach nieco niższej niż w poprzednim roku dynamiki wydajności pracy (Wykres 2.25).

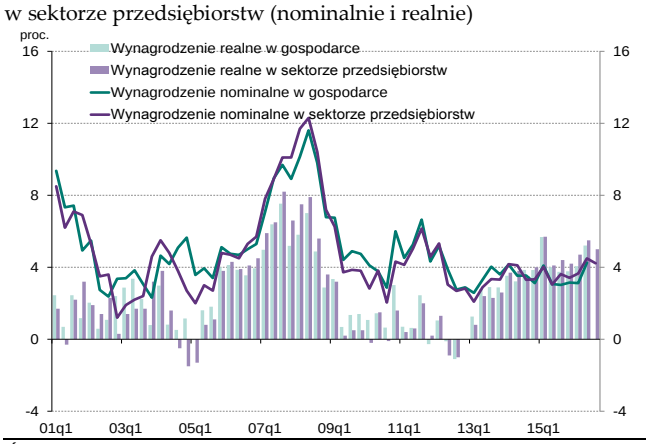
Wykres 2.23 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

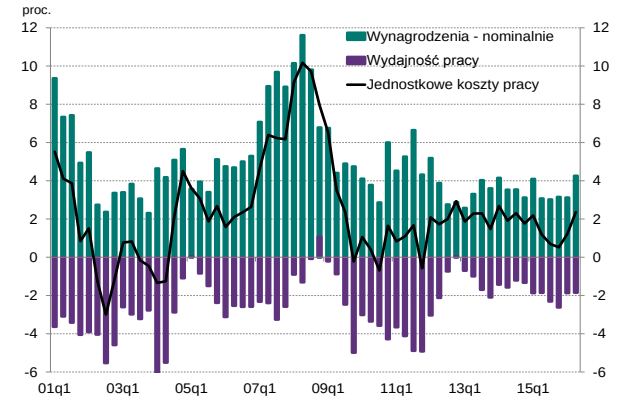
Dane odsezonowane przez NBP. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia rejestrowanego a stopą BAEL mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych

Wykres 2.24 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[28] *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

[29] Miesięczna płaca minimalna wzrośnie z 1850 do 2000 zł, czyli o 8,1% - *Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 9 września 2016 r. w sprawie wysokości minimalnego wynagrodzenia za pracę w 2017 r.*

Dynamika kosztów pracy pozostaje jednak relatywnie niska, przez co presja kosztowa ze strony rynku pracy jest wciąż ograniczona. Jednocześnie przedsiębiorstwa sygnalizują, że naciski na wzrost wynagrodzeń stopniowo rosną[30].

2.5 Rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie od marca 2015 r., w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Rynki oczekują utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.26).

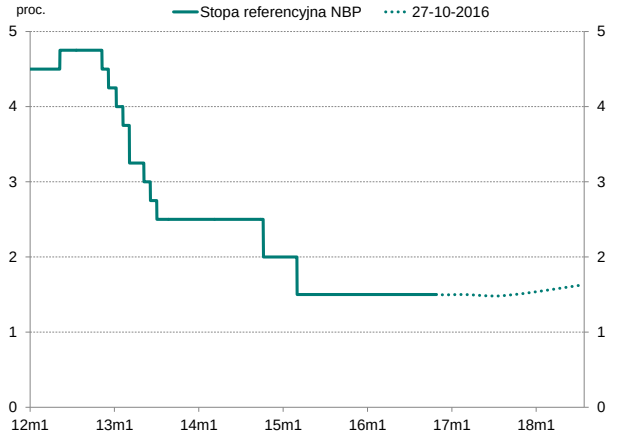
2.5.1 Rynki finansowe

Trwająca od kilku miesięcy stopniowa poprawa nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) wpłynęła korzystnie na wycenę polskich akcji (Wykres 2.27). Do wzrostu cen akcji sektora bankowego od poprzedniego *Raportu* dodatkowo przyczyniły się zmiany oczekiwanych zapisów ustawy dotyczącej kredytów walutowych[31].

W tych warunkach kurs złotego do głównych walut pozostawał relatywnie stabilny, a od publikacji poprzedniego *Raportu* nieznacznie się umocnił (Wykres 2.28). W kierunku aprecjacji polskiej waluty w ostatnim okresie – podobnie jak walut innych gospodarek wschodzących – oddziaływała poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5. *Światowe rynki finansowe*).

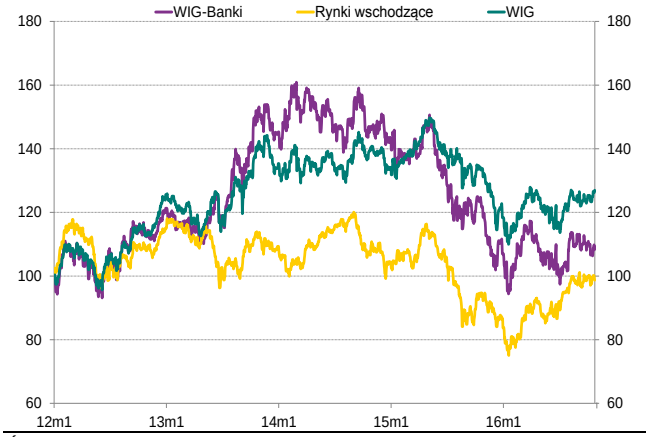
Względnie stabilne od połowy 2015 r. pozostają również rentowności skarbowych papierów

Wykres 2.26 Stopa referencyjna NBP i stopa implikowana z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



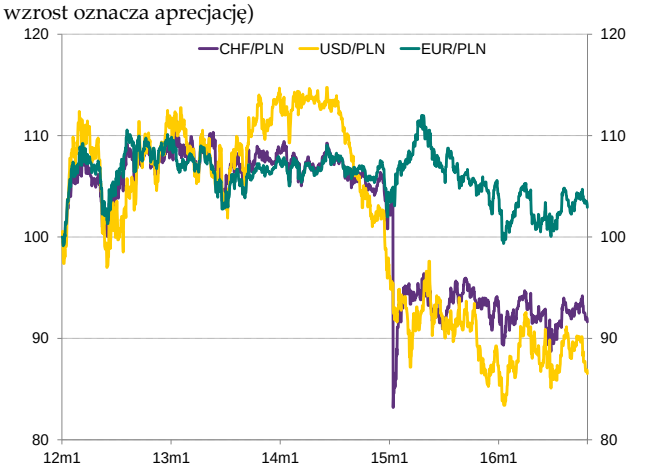
Źródło: dane NBP, Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.27 Wartość indeksu WIG oraz WIG-Banki na tle indeksu giełdowego dla rynków wschodzących (styczeń 2012 = 100)



Źródło: dane Bloomberg.
Rynki wschodzące – indeks *MSCI Emerging Markets*.

Wykres 2.28 Nominalny kurs złotego (indeks, styczeń 2012 = 100, wzrost oznacza aprecjację)

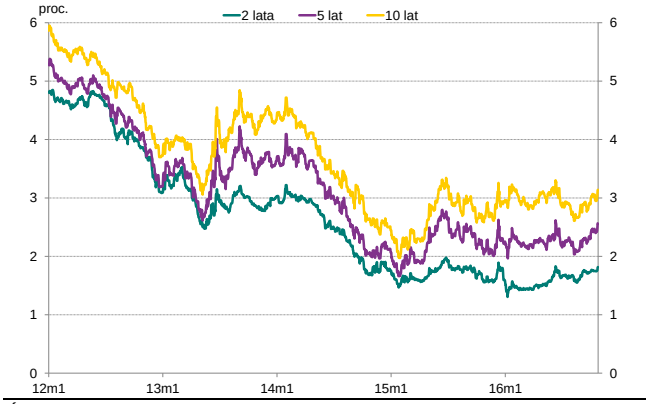


Źródło: dane Bloomberg.

[30] *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.
[31] W sierpniu br. został ogłoszony projekt ustawy o zwrocie niektórych należności wynikających z umów kredytu i pożyczki, który dotyczy walutowych kredytów hipotecznych.

wartościowych (Wykres 2.29). W kierunku przejściowego obniżenia rentowności, w szczególności obligacji o długich terminach zapadalności, oddziaływała poprawa rynkowych miar wiarygodności kredytowej Polski do poziomów sprzed obniżenia oceny kredytowej przez jedną z agencji ratingowych w styczniu br.[32]

Wykres 2.29 Rentowności polskich obligacji skarbowych

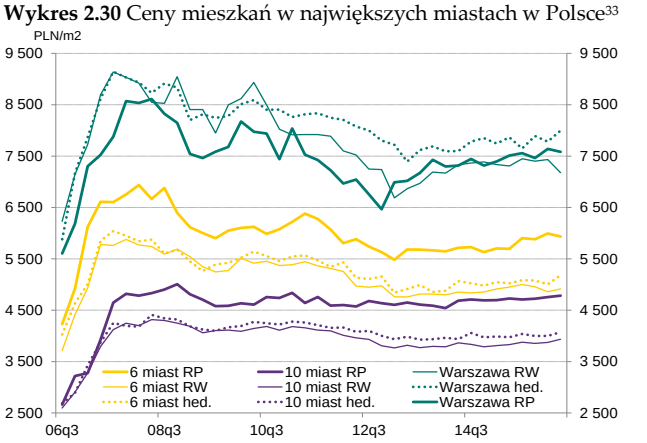


Źródło: dane Bloomberg.

2.5.2 Rynek mieszkaniowy[34]

Na rynku mieszkaniowym trwa ożywienie, na co wskazuje dalszy wzrost liczby sprzedanych mieszkań. Rosnącej sprzedaży mieszkań nie towarzyszy jednak wyraźny wzrost ich cen (Wykres 2.30), co jest związane z ich wysoką podażą.

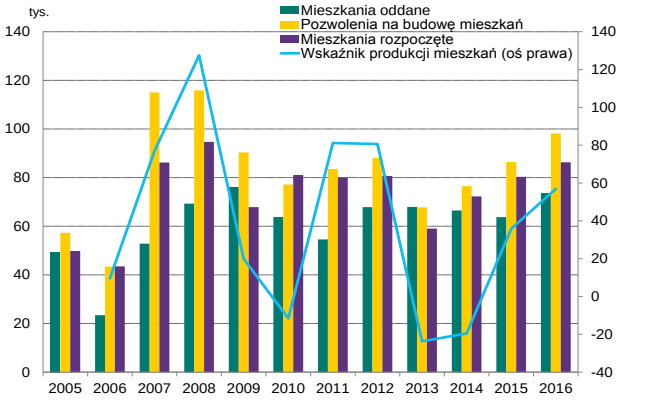
Wykres 2.30 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce[33]



Źródło: dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

Rosnącemu popytowi na mieszkania sprzyja systematycznie poprawiająca się sytuacja na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz stosunkowo wysoka obecnie rentowność wynajmu mieszkań w relacji do innych form inwestycji[35]. Czynniki te w kolejnych kwartałach powinny stabilizować popyt na mieszkania. Natomiast w kierunku ograniczenia popytu może oddziaływać wyczerpanie się środków finansowych przeznaczonych na dopłaty w 2016 r. w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych" oraz wstrzymywanie przyjmowania wniosków również na 2017 r. (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*).

Wykres 2.31 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w drugich kwartałach w latach 2005-16



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).

Wysoka sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym, przy utrzymujących się relatywnie niskich kosztach ich budowy, skłania

[32] W tym kierunku oddziaływało również utrzymanie oceny wiarygodności kredytowej przez inną z agencji ratingowych we wrześniu br.

[33] RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta. Agregat 6 miast: Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań i Wrocław; 10 miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zielona Góra.

[34] 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 2016 r.*

[35] Szacowana rentowność wynajmu mieszkania, bez uwzględniania kosztów transakcyjnych, przekracza niemal trzykrotnie średnie oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych oraz prawie dwukrotnie średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2016 r.*

deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji, na co wskazuje rosnąca liczba pozwoleń na budowę mieszkań i rozpoczętych budów (Wykres 2.31). W rezultacie rosnącemu popytowi na mieszkania towarzyszy wzrost ich bieżącej i przyszłej podaży, który ogranicza wzrost cen mieszkań.

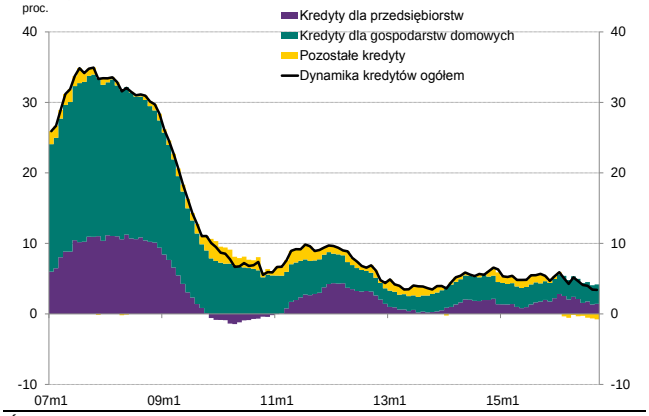
2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza

Roczna dynamika kredytu dla sektora niefinansowego utrzymuje się na stabilnym poziomie, jakkolwiek w III kw. br. miało miejsce jej nieznaczne spowolnienie (do 3,6% wobec 4,6% w poprzednim kwartale; Wykres 2.32)[36]. Przyrostowi akcji kredytowej sprzyja utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy oraz poprawiająca się sytuacja na rynku pracy.

Głównym czynnikiem wzrostu akcji kredytowej jest nadal stabilny wzrost kredytu dla gospodarstw domowych (4,5% r/r w III kw. br. wobec 4,6% r/r w II kw.; Wykres 2.33). Przyczyną wzrostu tej kategorii kredytów jest korzystna sytuacja na rynku pracy, optymizm konsumentów oraz niższe niż w poprzednich latach stopy procentowe (Wykres 2.34). W tych warunkach w III kw. br. ponownie przyspieszyła dynamika kredytów konsumpcyjnych (do 8,4% r/r wobec 8,3% w II kw. oraz 7,6% w I kw.).

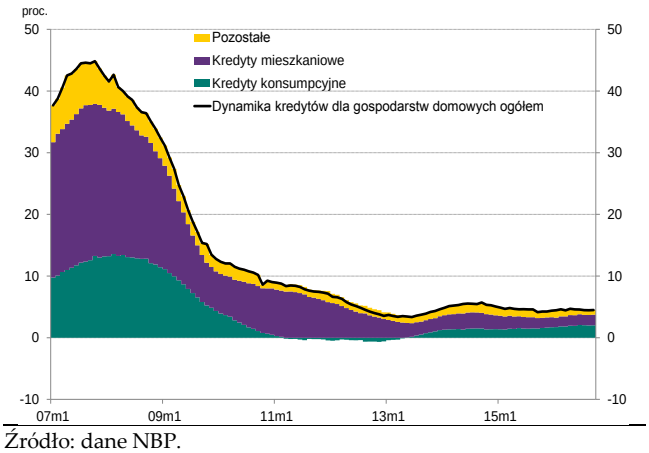
Wzrost kredytów mieszkaniowych – po okresie stopniowego spowalniania – ustabilizował się (i wyniósł 2,8% r/r w III kw. br. wobec 2,9% w II kw.)[37]. Dynamicznie zwiększa się wartość złotowych kredytów mieszkaniowych (10,3% r/r w III kw. br.), natomiast w dalszym ciągu sukcesywnie zmniejsza się (w tempie 6,4% r/r w III kw. br.) wartość portfela walutowych kredytów mieszkaniowych, co prowadzi do

Wykres 2.32 Dynamika kredytów dla sektora niefinansowego oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

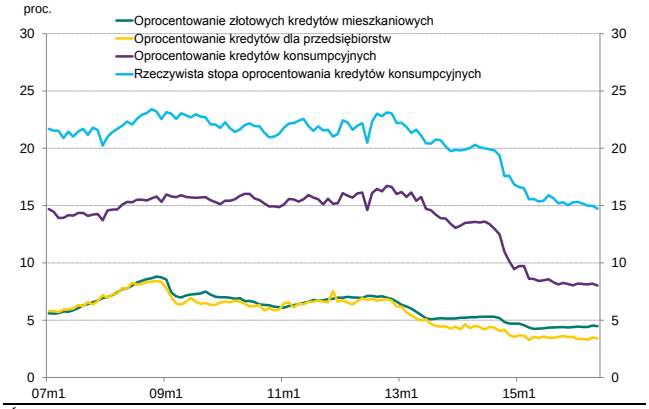
Wykres 2.33 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.34 Oprocentowanie głównych kategorii nowych umów kredytowych



Źródło: dane NBP.

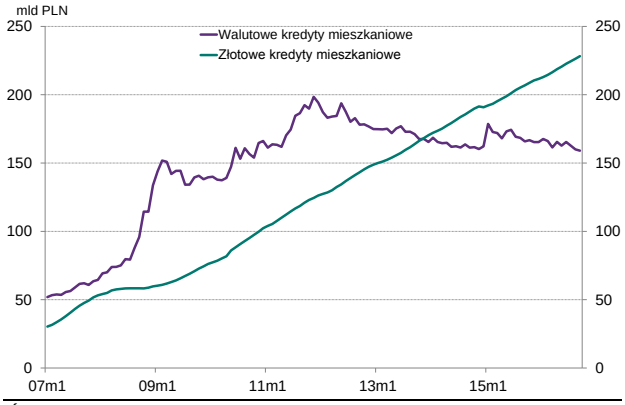
[36] W niniejszym rozdziale dynamika kredytu dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

[37] Począwszy od publikacji danych bilansowych za sierpień br. dane nt. kredytów mieszkaniowych uwzględniają również kategorię skupionych wierzytelności.

zmniejszenia związanego z nimi ryzyka (Wykres 2.35). Wzrost kredytów mieszkaniowych jest ograniczany przez systematyczne zaostrzanie przez banki polityki kredytowej w tym segmencie kredytów[38]. W II połowie roku ograniczająco na dynamikę tej kategorii kredytów oddziałuje wykorzystanie planowanych limitów środków dofinansowania kredytów w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych" zarówno na 2016 r., jak i 2017 r.[39]

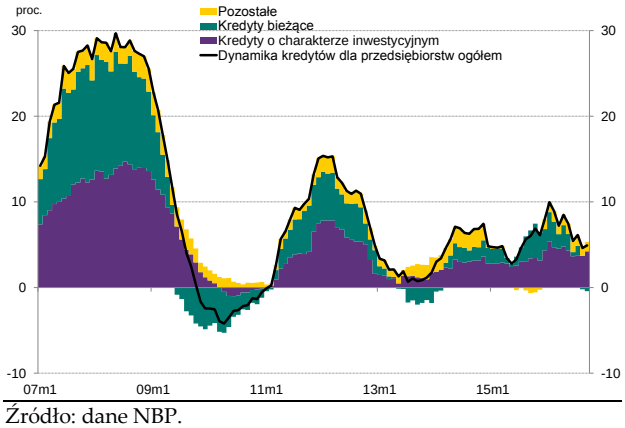
Istotnym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego jest również rosnący kredyt dla przedsiębiorstw (w tempie 5,2% w III kw. br. wobec 7,1% r/r w II kw.). Jest on wspierany przez dobrą sytuację finansową firm (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*) oraz niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów. Głównym czynnikiem wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw jest zwiększanie się kredytu inwestycyjnego (w tempie 7,5% r/r w III kw. br.) pomimo spadku inwestycji przedsiębiorstw w ostatnim okresie (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*). Jednocześnie – jak wynika z deklaracji banków – obniżyło się zapotrzebowanie przedsiębiorstw na finansowanie inwestycji[40], co oddziaływało w kierunku niewielkiego spowolnienia kredytu inwestycyjnego. W ostatnim okresie spowolniła również dynamika kredytów obrotowych (Wykres 2.36). W kierunku ograniczenia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw mogło oddziaływać zacieśnienie niektórych warunków kredytowych

Wykres 2.35 Przyrost walutowych oraz złotowych kredytów mieszkaniowych



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.36 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.
Do pozostałych kredytów dla przedsiębiorstw zaliczane są m.in. kredyty na zakup papierów wartościowych lub kredyty eksportowe.

[38] *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2016 r.,* NBP.
[39] W związku z wykorzystaniem całości środków zaplanowanych na 2016 r. w marcu br. BGK zaczął przyjmować wnioski na 2017 r. Jednak w lipcu br. ze względu na wykorzystanie limitu 50% środków zaplanowanych na przyszły rok przyjmowanie wniosków zostało wstrzymane.
[40] *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2016 r.,* NBP.

przez banki, w tym głównie wzrost marż kredytowych w II kw. br.[41] Dostępność kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje jednak wysoka, co w kolejnych kwartałach powinno oddziaływać w kierunku przyspieszenia akcji kredytowej dla firm[42].

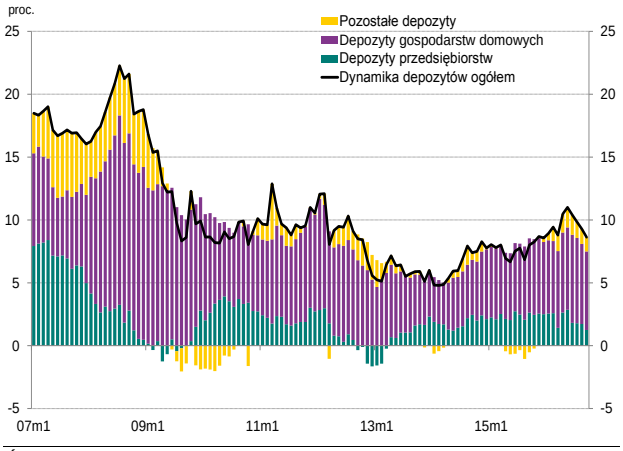
Rosnącej akcji kredytowej towarzyszy dynamiczny wzrost depozytów (w tempie 9,9% r/r w III kw. br.) oraz agregatów monetarnych (Wykres 2.37; Wykres 2.38). Głównym źródłem wzrostu pieniądza depozytowego jest stabilny przyrost depozytów gospodarstw domowych, który jednak w ostatnim okresie nieznacznie spowolnił. Spowolnienie to może być związane ze wzrostem gotówki w obiegu oraz zwiększeniem – w warunkach obniżenia się niepewności na rynkach finansowych (por. 2.5.1 *Rynki finansowe*) – udziału bardziej ryzykownych form lokat kapitału (akcji oraz jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych) w aktywach finansowych gospodarstw domowych.

2.7 Bilans płatniczy

W II kw. nadal rosła nadwyżka handlowa, a zaangażowanie zagranicznych inwestorów portfelowych na krajowym rynku dłużnych papierów wartościowych wzrosło po spadku w I kw. br. W II kw. przejściowo zmniejszył się napływ funduszy UE do Polski w związku z zakończeniem poprzedniej perspektywy finansowej UE.

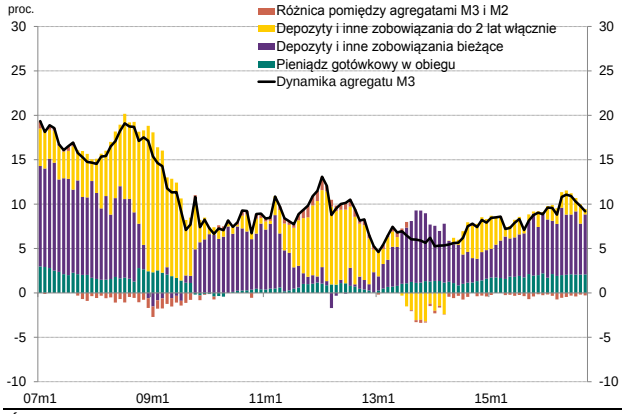
Saldo na rachunku obrotów bieżących było w II kw. br. dodatnie i wyższe niż w analogicznym okresie ub.r., do czego przyczynił się wzrost nadwyżki w wymianie handlowej (Wykres 2.39; por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*)[43].

Wykres 2.37 Dynamika depozytów bankowych zaliczanych do agregatu M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



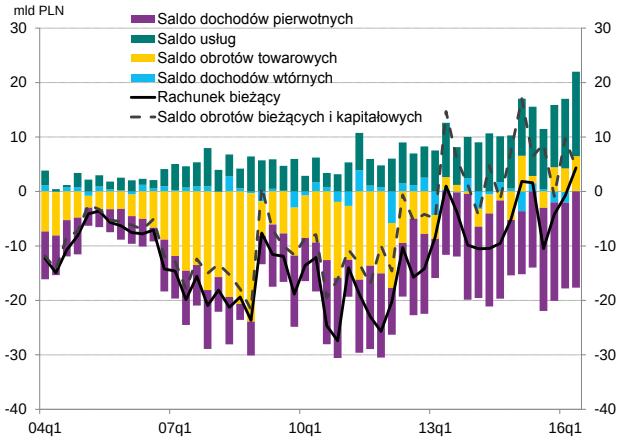
Źródło: dane NBP.

Wykres 2.38 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.39 Saldo obrotów bieżących



Źródło: dane NBP.

[41] W II kw. br. w sektorze przedsiębiorstw marża kredytowa ponad stawkę rynku międzybankowego (WIBOR3M) wzrosła o 0,3 pkt proc. do 1,9%.

[42] O wysokiej dostępności kredytu dla sektora przedsiębiorstw świadczy fakt, że w ostatnim okresie zaledwie ok. 12% złożonych wniosków kredytowych zostało odrzuconych. Por. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

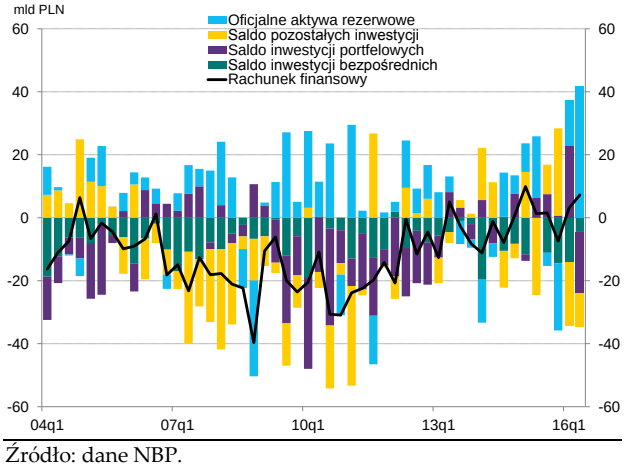
[43] Wstępne dane o bilansie płatniczym wskazują, że w lipcu i sierpniu saldo obrotów bieżących było ujemne, choć wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

W II kw. br. wyhamował napływ funduszy unijnych o charakterze inwestycyjnym. W konsekwencji saldo na rachunku obrotów kapitałowych było zbliżone do zera[44]. Zmniejszenie napływu funduszy unijnych wiązało się z zakończeniem wydawania środków z perspektywy 2007-2013[45], któremu towarzyszył niewielki jedynie napływ funduszy z perspektywy 2014-2020.

Konsekwencją powyższych tendencji była nadwyżka na łącznym rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w II kw. br. oraz odpływ netto kapitału za granicę (Wykres 2.40)[46]. Wzrosły rezerwy walutowe, co było w dużej mierze wynikiem transakcji własnych NBP[47] oraz transakcji zrealizowanych na rzecz Ministerstwa Finansów. Zwiększyły się zagraniczne aktywa netto polskich monetarnych instytucji finansowych[48,49] oraz inwestycje portfelowe. Skala odpływu kapitału była jednak ograniczana przez wzrost zaangażowania w Polsce zagranicznych inwestorów portfelowych, w szczególności na rynku dłużnych papierów wartościowych, oraz przez napływ inwestycji bezpośrednich.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski utrzymują się na korzystnym poziomie (Tabela 2.3). W szczególności saldo na rachunku obrotów bieżących w stosunku do PKB ponownie wzrosło i jest najwyższe od 1995 r. (w ujęciu czterech kwartałów krocząco).

Wykres 2.40 Saldo na rachunku finansowym



Źródło: dane NBP.

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

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

	2013	2014	2015				2016	
			q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-1,3	-2,0	-1,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/ PKB	1,0	0,4	1,7	1,9	2,5	2,1	1,7	1,5
Saldo obrotów towarowych/PKB	-0,1	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	0,5	0,4	0,7
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,2	5,3	5,5	5,8	5,6	5,3	5,4	5,5
Zadłużenie zagr./PKB	70	72	73	74	74	72	71	75
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-69	-68	-67	-66	-65	-63	-63	-61
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.	94	110	107	104	105	108	107	117

Źródło: dane NBP, Ministerstwa Finansów.

Ostatni wskaźnik uwzględnia zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

[44] W lipcu i sierpniu br. saldo na rachunku finansowym pozostało zbliżone do zera.

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

[46] Natomiast w lipcu i sierpniu br. miał miejsce napływ netto kapitału do Polski.

[47] Istotnemu wzrostowi rezerw walutowych NBP towarzyszyło zwiększenie zobowiązań NBP z tytułu pozostałych inwestycji. Zmiany te w dużej mierze wynikały z przeprowadzanych przez NBP transakcji repo służących zarządzaniu rezerwami walutowymi.

[48] Omawiane w tym rozdziale monetarne instytucje finansowe składają się z banków, SKOK-ów i funduszy rynku pieniężnego.

[49] Wzrost aktywów netto polskich monetarnych instytucji finansowych wynikał zarówno ze wzrostu zagranicznych aktywów, jak i spadku pasywów tych podmiotów.

3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2016 r.

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

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do października br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 24 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, wskazywano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany i utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności są wyniki referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Wskazywano, że w strefie euro trwa powolne ożywienie gospodarcze, zaś dane dotyczące zatrudnienia i nastrojów konsumenckich potwierdzają pozytywne perspektywy konsumpcji. Jednocześnie zwracano uwagę na nasilenie ryzyk dla przyszłego wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro w związku z wystąpieniem Wielkiej Brytanii z UE. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niepewność związana z wyjściem Wielkiej Brytanii z UE może mieć negatywny wpływ przede wszystkim na aktywność w gospodarce brytyjskiej i jej najbliższym otoczeniu. Zaznaczano jednak, że bardziej szczegółowa ocena wpływu wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE na globalną koniunkturę będzie możliwa dopiero po ustaleniu jego warunków oraz terminu.

Analizując sytuację w Stanach Zjednoczonych, wskazywano na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podkreślano, że ocena przyszłej koniunktury w tej gospodarce jest utrudniona, ponieważ utrzymującemu się wzrostowi wydatków konsumpcyjnych i sprzedaży detalicznej towarzyszą słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz dalszy spadek produkcji przemysłowej.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – pozostają wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że obecnie brak jest sygnałów sugerujących ponowny spadek cen surowców w najbliższej przyszłości. Podkreślali oni jednak, że nie można całkowicie wykluczyć pojawienia się tendencji spadkowej cen ropy naftowej oraz aktywów finansowych, co mogłoby sygnalizować pogorszenie perspektyw globalnej koniunktury. Wskazywano, że niskie ceny surowców wraz z umiarkowaną aktywnością gospodarczą na świecie są główną przyczyną niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach – w tym w strefie euro.

Zwracano uwagę, że w takich warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Zaznaczano, że w czerwcu EBC rozpoczął skup

obligacji korporacyjnych. Część członków Rady oceniała, że wobec nasilenia ryzyk dla przyszłej koniunktury w strefie euro, okres utrzymywania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przez EBC może zostać wydłużony. Z kolei w Stanach Zjednoczonych stopy procentowe znajdują się na niezmienionym poziomie, a niejednoznaczne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej zwiększają niepewność co do kolejnych decyzji Rezerwy Federalnej.

Analizując sytuację na światowych rynkach finansowych, członkowie Rady zwracali uwagę na wzrost awersji do ryzyka po ogłoszeniu wyników referendum w Wielkiej Brytanii. Znalazło to odzwierciedlenie w osłabieniu kursów walut i spadku cen aktywów w wielu gospodarkach, w tym w Polsce. Członkowie Rady zwracali uwagę, że reakcja rynków finansowych – choć relatywnie silna – była krótkotrwała. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wahania kursu złotego w reakcji na szoki zewnętrzne – takie jak wyniki referendum w Wielkiej Brytanii – mogą łagodzić wpływ tych szoków na koniunkturę w Polsce.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że po obniżeniu dynamiki PKB w I kw. br., w II kw. wzrost aktywności gospodarczej prawdopodobnie nieznacznie przyśpieszył. Wyrażano opinię, że do wzrostu dynamiki PKB przyczyniło się prawdopodobnie przyśpieszenie wzrostu konsumpcji, wspieranej przez relatywnie wysoką dynamikę funduszu płac, uruchomienie wypłat z programu „Rodzina 500 plus" oraz wyższe niż w poprzednim kwartale dopłaty bezpośrednie dla rolników. Zaznaczano, że choć wyższe dochody rozporządzalne gospodarstw domowych nie znalazły dotychczas odzwierciedlenia we wzroście dynamiki sprzedaży detalicznej, to mogły one przyczynić się do przyśpieszenia wzrostu wydatków konsumpcyjnych nieuwzględnionych w tej statystyce, takich jak wydatki na usługi. Część członków Rady oceniała, że w II kw. br. – po spadku inwestycji w poprzednim kwartale – ich dynamika pozostała prawdopodobnie niska lub nawet ujemna, co było związane z utrzymującą się niepewnością co do przyszłych uwarunkowań prowadzenia działalności gospodarczej oraz powolną absorbcją środków z nowej perspektywy budżetowej UE. Odnosząc się do kształtowania się inwestycji w dłuższym okresie, niektórzy członkowie Rady podkreślali ich niski poziom w relacji do PKB, co – biorąc pod uwagę perspektywy zmniejszania się podaży pracy na skutek starzenia się społeczeństwa – może ograniczać wzrost gospodarczy w przyszłości.

Członkowie Rady zwracali uwagę na bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, znajdującą odzwierciedlenie w wysokim poziomie zatrudnienia i niskiej stopie bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że pomimo tych korzystnych uwarunkowań udział wynagrodzeń w PKB jest w Polsce niższy niż w większości krajów Unii Europejskiej. Odnosząc się do długookresowych perspektyw rynku pracy, inni członkowie Rady oceniali, że negatywnie oddziałuje na nie relatywnie niski wskaźnik aktywności zawodowej. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że problem ten może być łagodzony przez obserwowany stopniowy wzrost aktywności zawodowej wśród najstarszych pracowników.

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, członkowie Rady oceniali, że po przejściowym spowolnieniu wzrostu PKB na początku br., w kolejnych kwartałach będzie się utrzymywał stabilny wzrost gospodarczy, na co wskazuje także lipcowa projekcja. Podkreślano jednocześnie, że prognozowana dynamika PKB w lipcowej projekcji jest istotnie niższa niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie nieco wyższa niż przewiduje lipcowa projekcja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie ścieżki PKB w lipcowej projekcji wynikało po części z uwzględnienia słabszych danych z gospodarki

realnej w I kw. br., które – ze względu na ich przejściowy charakter – nie powinny mieć istotnego wpływu na oczekiwany wzrost aktywności w kolejnych kwartałach. Członkowie Rady oceniali, że wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez wzrost konsumpcji, który prawdopodobnie przyśpieszy. Rosnącemu popytowi konsumpcyjnemu będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z rosnącego funduszu płac i wypłat świadczeń wychowawczych. Czynnikiem pobudzającym konsumpcję w kolejnych latach może być zapowiadana podwyżka płacy minimalnej, która – według niektórych członków Rady – przełoży się prawdopodobnie także na wzrost płac lepiej zarabiających pracowników. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że istnieje niepewność dotycząca wpływu podniesienia płacy minimalnej na wielkość zatrudnienia.

Odnosząc się do perspektyw inwestycji, część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach ich dynamika prawdopodobnie wzrośnie. W tym kontekście zwracano uwagę na korzystną sytuację finansową firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności wytwórczych oraz oczekiwane przez niektórych członków Rady już w II połowie br. przyśpieszenie absorbcji środków z nowej perspektywy finansowej UE. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w dalszej perspektywie istotnym czynnikiem wzrostu inwestycji – a w mniejszym stopniu także konsumpcji – może stać się zapowiadany rządowy program budownictwa na wynajem „Mieszkanie Plus". Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że ocena perspektyw inwestycji w kolejnych kwartałach jest utrudniona ze względu na niepewność co do tempa wydatkowania środków z UE oraz skłonności firm do inwestowania, a także skali programu „Mieszkanie Plus".

Analizując potencjalne skutki wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE na polską gospodarkę, podkreślano, że ich ocena jest obarczona wysoką niepewnością. Część członków Rady wyrażała opinię, że wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na krajową aktywność gospodarczą będzie prawdopodobnie niewielki. Oceniano także, że efekty ewentualnych zmian warunków prowadzenia wymiany handlowej i dostępu do brytyjskiego rynku pracy będą ograniczone i rozłożone w czasie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ prawdopodobnego osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki związanego z decyzją Wielkiej Brytanii na polski eksport będzie łagodzony przez pewne osłabienie złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że w przypadku ewentualnej aprecjacji złotego wzrost eksportu może spowolnić, co – wobec oczekiwanego silnego popytu wewnętrznego wspierającego wzrost importu – może przyczyniać się do powstawania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących. Inni członkowie Rady oceniali, że podwyższona niepewność związana z decyzją Wielkiej Brytanii może skłaniać inwestorów do realokacji kapitału z gospodarki brytyjskiej do innych gospodarek europejskich, w tym do Polski.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, zwracano uwagę, że dynamika cen konsumenta pozostaje ujemna, jednak skala deflacji w czerwcu nieznacznie się zmniejszyła. Podkreślano, że towarzyszył temu pewien wzrost miar inflacji bazowej oraz wyraźne osłabienie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczano także, że w ostatnim okresie wzrosła dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw, co może sygnalizować przyśpieszenie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce.

Większość członków Rady oceniała, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także opinię, że ze względu na stabilne – choć niskie – oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych ryzyko pojawienia się negatywnych efektów deflacji w przyszłości jest również ograniczone. Niektórzy

członkowie Rady byli z kolei zdania, że utrzymująca się deflacja może być jednym z czynników ograniczających aktywność inwestycyjną firm. Członkowie ci wskazywali, że ze względu na deflację realny koszt kredytu jest wyższy niż nominalny. W ich opinii deflacja zwiększa również niepewność dotyczącą przyszłej rentowności działalności przedsiębiorstw, co może pogarszać ocenę perspektyw koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że relatywnie płytka deflacja może jedynie zniechęcać do realizacji inwestycji o niskiej oczekiwanej stopie zwrotu. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że spadek cen może zwiększać skłonność firm do realizowania inwestycji modernizacyjnych ze względu na potrzebę wzrostu wydajności pracy i obniżenie kosztów produkcji w warunkach spadających cen zbytu.

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że lipcowa projekcja przewiduje jej wzrost powyżej zera w ostatnim kwartale br. oraz powrót blisko dolnej granicy odchyleń od celu od II kwartału 2017 r. Zaznaczano, że ścieżka dynamiki cen w bieżącej projekcji – mimo przewidywanego wolniejszego domykania się luki popytowej – jest jedynie nieznacznie niższa od wcześniejszych oczekiwań. Podkreślano, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniać się będzie słabszy kurs złotego, zwiększenie świadczeń wychowawczych oraz prognozowane przyśpieszenie wzrostu płac wspierane dodatkowo przez zapowiadane podwyższenie płacy minimalnej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Większość członków Rady wskazywała, że deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych, a w horyzoncie półtora roku oczekiwany jest wzrost dynamiki cen blisko dolnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego. Ponadto w ocenie członków Rady w kolejnych kwartałach będzie się utrzymywać zrównoważony wzrost aktywności gospodarczej. Zaznaczano, że ewentualne osłabienie popytu zewnętrznego będzie kompensowane przez rosnący popyt wewnętrzny, dodatkowo wspierany przez poluzowanie polityki fiskalnej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo – zdaniem członków Rady – zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczała, że decyzja Rady powinna także uwzględniać wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego sektora finansowego.

Część członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przyszłości w przypadku wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, pogłębienia się deflacji lub pojawienia się sygnałów wskazujących, że wywiera ona negatywny wpływ na zachowania podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie stóp procentowych może być uzasadnione już w najbliższych kwartałach. Zaznaczali oni, że oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostaje wysokie w porównaniu do innych krajów europejskich i jego obniżenie – do którego przyczyniłaby się obniżka stóp procentowych NBP – sprzyjałoby wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Inni członkowie Rady ocenili natomiast, że oprocentowanie kredytów inwestycyjnych jest już obecnie niskie, a obniżenie stóp procentowych mogłoby się przyczynić do uruchamiania projektów inwestycyjnych o niskiej oczekiwanej rentowności.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 września 2016 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą, mającą znaczenie dla koniunktury w Polsce. Wskazywano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do perspektyw. Zwracano uwagę na stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro. Podkreślano, że w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – wzrost gospodarczy w II kw. br., pomimo pewnego spowolnienia, był wyższy od oczekiwań, czemu sprzyjał stabilny wzrost konsumpcji powiązany z poprawą na rynku pracy, a także wysoka dynamika wydatków publicznych. Wskazywano, że negatywnie na aktywność gospodarczą w strefie euro, w szczególności na wydatki inwestycyjne, oddziałuje słaba koniunktura w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących, niska dynamika produkcji przemysłowej i handlu na świecie oraz niepewność związana z sytuacją w sektorze bankowym w niektórych krajach członkowskich strefy. Podkreślano, że – wbrew wcześniejszym obawom – niepewność związana z wyjściem Wielkiej Brytanii z UE nie miała jak dotąd istotnego wpływu na aktywność w gospodarce brytyjskiej i strefie euro.

Analizując sytuację w Stanach Zjednoczonych, wskazywano na poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy, która zmniejszyła obawy o możliwość trwałego osłabienia koniunktury w tej gospodarce. Podkreślano jednak, że dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych jest niższa niż w poprzednich latach, do czego przyczynia się spadek inwestycji, szczególnie w przemyśle wydobywczym, związany z wcześniejszym silnym obniżeniem cen ropy naftowej, a także spowolnienie wzrostu eksportu w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie i względnie silnego kursu dolara amerykańskiego.

Omawiając sytuację w gospodarkach wschodzących, członkowie Rady zwracali uwagę, że bieżące wskaźniki sygnalizują obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w Chinach. Oceniano przy tym, że przejściowa stabilizacja wzrostu PKB w Chinach w II kw. br. została osiągnięta dzięki znacznej ekspansji fiskalnej i wzroście dynamiki kredytu, co zwiększa długookresowe ryzyka dla tej gospodarki. Wskazywano, że skala recesji w Rosji stopniowo się zmniejsza, jednak koniunktura gospodarcza najprawdopodobniej pozostanie tam słaba.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny ropy naftowej oraz wielu innych surowców na rynkach światowych pozostają niższe niż w poprzednich latach. Wskazywano, że niskie ceny surowców i umiarkowana aktywność gospodarcza na świecie są główną przyczyną utrzymywania się dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach na niskim poziomie.

Zwracano uwagę, że w takich warunkach Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Wskazywano, że choć Rezerwa Federalna sygnalizuje możliwy wzrost stóp procentowych w przyszłości, to utrzymuje się znaczna niepewność co do terminu tej podwyżki. Wyrażono opinię, że niepewność ta oddziałuje niekorzystnie na nastroje inwestorów na rynkach finansowych. Podkreślano jednak, że ceny aktywów finansowych na światowych rynkach wzrosły od poprzedniego posiedzenia, do czego przyczyniło się zmniejszenie obaw związanych z perspektywą wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali na nieznaczny wzrost dynamiki PKB w II kw. br. Zwracano uwagę, że wzrost gospodarczy – choć nieco niższy niż w ub.r. – jest zbliżony do dynamiki produktu potencjalnego, co nie powoduje pojawienia się nierównowag w gospodarce. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu w II kw. pozostał stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez bardzo dobre nastroje konsumentów oraz systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, przekładającą się na przyśpieszenie wzrostu płac w II kw. Wskazywano, że w kierunku wyższej dynamiki konsumpcji mogło oddziaływać również uruchomienie programu „Rodzina 500 plus", choć na razie trudno ocenić skalę wpływu tego czynnika na dynamikę spożycia. Do wyższej dynamiki PKB w II kw. przyczyniło się dodatkowo istotne przyśpieszenie wzrostu eksportu. Członkowie Rady podkreślali jednak, że ograniczająco na wzrost PKB oddziaływał spadek inwestycji, spowodowany głównie przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Jak argumentowała część członków Rady, ten sam czynnik skutkował spadkiem inwestycji również w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Część członków Rady wskazywała dodatkowo, że w kierunku słabszej dynamiki inwestycji mogła oddziaływać również utrzymująca się niepewność dotycząca przyszłego kształtu regulacji w gospodarce.

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach będzie utrzymywał się stabilny wzrost gospodarczy. W opinii części członków Rady może on nawet nieco przyśpieszyć. Członkowie Rady byli zdania, że wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez wzrost konsumpcji. Zaznaczano, że choć na początku III kw. br. dynamika sprzedaży detalicznej pozostawała umiarkowana, to napływające dane, w tym dane o wynagrodzeniach, a także rosnącym poziomie wskaźników dotyczących nastrojów gospodarstw domowych, sygnalizują prawdopodobne dalsze przyspieszenie konsumpcji. Wzrostowi konsumpcji w najbliższych kwartałach sprzyjać powinny także stopniowo ujawniające się efekty zwiększonych wypłat świadczeń wychowawczych.

Część członków Rady wskazywała, że stabilny wzrost konsumpcji może być niewystarczający do utrzymania dynamiki PKB w przyszłym roku na zbliżonym do obserwowanego obecnie poziomie. Z tego względu dla utrzymania obecnego tempa wzrostu PKB istotna będzie dynamika nakładów inwestycyjnych. Odnosząc się do perspektyw inwestycji, część członków Rady oceniała, że w przyszłym roku ich dynamika prawdopodobnie wzrośnie, czemu będzie sprzyjać zwiększanie wykorzystania funduszy unijnych, przy jednocześnie dobrej sytuacji finansowej firm oraz rosnącym wykorzystaniu ich zdolności produkcyjnych. Część członków Rady wskazywała, że w dalszej perspektywie wzrost wydatków inwestycyjnych powinien być wspierany dodatkowo przez rządowe projekty infrastrukturalne, w tym realizowane w ramach Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Zdaniem części członków Rady dynamika inwestycji w kolejnych kwartałach jest jednak obarczona niepewnością. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że inwestycje mogą rosnąć wolniej niż oczekiwano w lipcowej projekcji, co jest związane m.in. z utrzymującą się niepewnością dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce i za granicą, niepewnością co do momentu znaczącego zwiększenia wykorzystania środków unijnych, a także niepewnością co do kształtu przyszłych regulacji w gospodarce. Część członków Rady zwracała także uwagę, że zwiększenie wydatków publicznych potrzebnych do współfinansowania wydatków funduszy unijnych może być trudne ze względu na unijne ograniczenia dotyczące wysokości deficytu sektora finansów publicznych.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczny wskaźnik cen konsumenta pozostaje ujemny, jednak pojawiają się sygnały odwracania się tendencji deflacyjnych. Wskazywano w szczególności na wzrost deflatora PKB oraz dynamiki cen dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury. Zwracano także uwagę na sygnały pojawiania się presji kosztowej w gospodarce, przejawiające się w dodatniej i rosnącej dynamice cen producenta po wyłączeniu cen związanych z energią, a także we wzroście dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Większość członków Rady podkreślała również, że nie widać sygnałów, by dotychczasowa deflacja wpływała negatywnie na aktywność podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie wskazywali jednak, że istnieje duża niepewność dotycząca potencjalnych skutków deflacji. Biorąc to pod uwagę, członkowie Rady podkreślali, że należy nadal analizować sytuację ekonomiczną firm oraz zachowania konsumentów pod kątem ewentualnych negatywnych efektów ujemnej dynamiki cen.

Odnosząc się do perspektyw kształtowania się cen, wskazywano, że w najbliższych miesiącach roczny wskaźnik cen konsumpcyjnych pozostanie ujemny, choć skala deflacji będzie stopniowo malała, do czego przyczyni się wygasanie efektów wcześniejszych spadków cen surowców na rynkach światowych. Podkreślano, że wzrost dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie wspierany dodatkowo przez stabilny wzrost PKB oraz dalsze przyśpieszenie wzrostu płac. W konsekwencji – zdaniem większości członków Rady – w przyszłym roku dynamika cen będzie wyraźnie dodatnia. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali jednak wydłużenia się okresu deflacji w Polsce. Zaznaczano, że głównym źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się dynamiki cen pozostaje ryzyko pogorszenia globalnej koniunktury oraz spadku cen surowców, co obniżyłoby dynamikę cen w otoczeniu polskiej gospodarki, a przez to także dynamikę cen krajowych.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Większość członków Rady wskazywała, że deflacja – w świetle dostępnych informacji – nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Ponadto w przyszłym roku dynamika cen powinna być już wyraźnie dodatnia. Większość członków Rady wskazywała także, że dynamika PKB – mimo pewnego obniżenia wobec poprzedniego roku – pozostaje zbliżona do tempa wzrostu produktu potencjalnego, a w przyszłym roku oczekiwane jest jej przyspieszenie. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo – zdaniem członków Rady – utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej.

Część członków Rady oceniała przy tym, że gdyby następowało dalsze spowalnianie wzrostu gospodarczego, a okres deflacji wydłużałby się oraz pojawiały się negatywne skutki deflacji dla gospodarki, wówczas uzasadnione mogłoby być obniżenie stóp procentowych w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie stóp procentowych może być uzasadnione już w najbliższych kwartałach. Zaznaczali oni, że obniżenie stóp procentowych NBP mogłoby sprzyjać wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wysokość oprocentowania kredytów nie jest obecnie czynnikiem hamującym wzrost inwestycji w gospodarce. Z tego względu – zdaniem tych członków Rady – obniżenie stóp procentowych NBP nie miałoby większego wpływu na aktywność

gospodarczą, natomiast mogłoby prowadzić do pojawienia się nierównowag na rynku finansowym i rynku nieruchomości. Członkowie ci wskazywali jednak, że w świetle obecnych prognoz najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja poziomu stóp procentowych w przyszłości.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 października 2016 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do jego perspektyw. Zwracano uwagę na stabilny – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących – wzrost gospodarczy w strefie euro. Wskazywano przy tym na sygnały ożywienia w europejskim i niemieckim przemyśle oraz wzrost zamówień eksportowych w Niemczech. Podkreślano, że może to korzystnie oddziaływać na dynamikę polskiej produkcji przemysłowej, zwłaszcza przeznaczonej na eksport. Oceniano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB mógł nieco przyśpieszyć w III kw., lecz nadal ograniczała go niska dynamika inwestycji. Zwracano również uwagę na niższy niż w poprzednich latach wzrost gospodarczy w Chinach, zaznaczając jednak, że dane o aktywności sygnalizują stabilizację koniunktury w ostatnich miesiącach. Wyrażono przy tym opinię, że stabilizacja ta została osiągnięta dzięki znacznej ekspansji fiskalnej i wzrostowi dynamiki kredytu, co zwiększa długookresowe ryzyka dla chińskiej gospodarki. Z kolei w Rosji zmniejszenie skali recesji jest głównie związane z obserwowanym od początku roku wzrostem cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny ropy naftowej oraz wielu innych surowców na rynkach światowych – pomimo wzrostu od początku br. – są nadal niższe niż w poprzednich latach. Jednocześnie wskazywano, że obecny poziom cen ropy jest zbliżony do ubiegłorocznego, przez co roczna dynamika cen tego surowca jest już bliska zera. Oceniano, że niskie ceny surowców i umiarkowana aktywność gospodarcza na świecie wpływają negatywnie na dynamikę cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach, choć wpływ tych czynników stopniowo maleje. Część członków Rady zwracała uwagę, że źródłem niepewności dla oczekiwanej dynamiki cen, zarówno w Polsce, jak i na świecie, jest ryzyko obniżenia się cen ropy naftowej związane z utrzymującą się wysoką podażą tego surowca, w ostatnim okresie dodatkowo zwiększaną przez ponowny wzrost produkcji ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej na świecie, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Podkreślano przy tym, że ostatnio pojawiły się sygnały dotyczące możliwości stopniowego zmniejszania skali zakupów aktywów w przyszłości. Zwracano ponadto uwagę, że Rezerwa Federalna – mimo relatywnie korzystnych danych napływających z amerykańskiej gospodarki – nie podwyższyła stóp procentowych we wrześniu oraz po raz kolejny obniżyła ścieżkę prognozowanych przez siebie stóp w kolejnych latach.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że w Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy. W szczególności bieżące dane

wskazują, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Argumentowano, że taką ocenę potwierdzają bieżące dane o aktywności gospodarczej w sierpniu, w szczególności przyśpieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej. Wskazywano także na wyraźny wzrost produkcji przemysłowej w sierpniu, po jej przejściowym spadku w poprzednim miesiącu, a także na znaczącą poprawę wskaźnika nastrojów w przemyśle. Zwracano również uwagę na dane o bilansie płatniczym, które potwierdziły wzrost dynamiki eksportu w II kw., mimo obserwowanego w tym samym czasie spadku obrotów w handlu światowym. Jednocześnie wskazywano na pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej w sierpniu, do którego prawdopodobnie nadal przyczyniał się spadek inwestycji związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Część członków Rady oceniała, że w kierunku słabszej dynamiki inwestycji może również nadal oddziaływać utrzymująca się niepewność dotycząca otoczenia regulacyjnego przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji na rynku pracy zwrócono uwagę na kontynuację stabilnego wzrostu zatrudnienia i obniżania się stopy bezrobocia. Wskazywano na historycznie wysoką liczbę ofert pracy, sygnalizującą utrzymywanie się dużego popytu na pracę. Podkreślano, że ożywienie na rynku pracy przekłada się na wzrost presji płacowej w przedsiębiorstwach. W efekcie dynamika płac jest już wyższa niż w poprzednich latach. Oceniano, że w kierunku szybszego wzrostu płac w kolejnych kwartałach może dodatkowo oddziaływać podwyższenie płacy minimalnej od początku 2017 r.

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie się utrzymywał stabilny wzrost gospodarczy. W opinii niektórych członków Rady dynamika PKB może nawet nieco wzrosnąć. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez rosnącą konsumpcję. Czynnikiem sprzyjającym aktywności w kolejnych kwartałach powinna być także oczekiwana odbudowa inwestycji, w tym finansowanych ze środków unijnych. Wskazuje na to – zdaniem części członków Rady – istotny wzrost w ostatnich kwartałach liczby podpisanych umów na realizację projektów z wykorzystaniem środków pochodzących z nowej perspektywy finansowej UE. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw będą sprzyjały korzystne perspektywy popytu konsumpcyjnego oraz poprawa wskaźników koniunktury w przemyśle w ostatnim okresie. Jednocześnie – w opinii niektórych członków Rady – dodatkowym wsparciem dla wzrostu inwestycji w dalszej perspektywie może być uruchomienie programu „Mieszkanie Plus". Jednak – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – z uwagi na pogorszenie się części wskaźników koniunktury w poprzednich miesiącach oraz niepewność dotyczącą otoczenia regulacyjnego nie można wykluczyć, że niska dynamika inwestycji utrzyma się w najbliższych kwartałach.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji stopniowo maleje. Oceniano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynia się głównie wygasanie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych. Wskazywano ponadto, że w kierunku wyższej dynamiki cen może oddziaływać także stopniowe przyśpieszenie wzrostu płac w Polsce, przekładające się na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Zwracano uwagę, że osłabienie tendencji deflacyjnych

potwierdzają również dane o cenach produkcji sprzedanej przemysłu, w szczególności utrzymująca się od początku br. dodatnia wartość tego wskaźnika po wyłączeniu wpływu cen energii. Wskazywano też, że wskaźnik cen dóbr konsumpcyjnych pozostających pod wpływem krajowej koniunktury od kilku miesięcy jest wyraźnie wyższy od zera. Większość członków Rady oceniała przy tym, że nadal nie ma sygnałów, by deflacja wpłynęła negatywnie na aktywność większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że należy wciąż analizować sytuację ekonomiczną firm oraz zachowanie konsumentów pod kątem ewentualnych negatywnych efektów ujemnej dynamiki cen.

Odnosząc się do perspektyw kształtowania się cen, większość członków Rady oceniała, że w najbliższych miesiącach skala deflacji będzie nadal stopniowo malała. Podkreślano, że według prognoz NBP oraz ośrodków zewnętrznych w przyszłym roku roczna dynamika cen powinna kształtować się w pobliżu 1%. Wskazywano, że wzrost dynamiki cen będzie wspierany przez stabilny wzrost PKB, następujący w warunkach rosnącej dynamiki wynagrodzeń, a także zwiększonych świadczeń wychowawczych. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że – w związku z ryzykiem obniżenia się cen ropy naftowej na światowych rynkach – nie można wykluczyć wydłużenia się okresu deflacji w Polsce. Z kolei – w opinii niektórych członków Rady – dynamika cen może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. Silniejszemu przyśpieszeniu dynamiki cen może – ich zdaniem – sprzyjać szybsze domykanie się luki popytowej oraz przyśpieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że wpływ wzrostu kosztów pracy na dynamikę cen może być przez jakiś czas łagodzony przez obniżenie marż przez przedsiębiorstwa.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Większość członków Rady wskazywała, że w przyszłym roku dynamika cen powinna być już wyraźnie dodatnia. Większość członków Rady oceniała także, iż dynamika PKB – mimo pewnego obniżenia wobec poprzedniego roku – pozostaje zbliżona do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczała też, że decyzje Rady powinny uwzględniać również wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego systemu finansowego.

Część członków Rady wskazywała przy tym, że w przypadku wyraźnego przyśpieszenia wzrostu gospodarczego oraz pojawienia się presji inflacyjnej stwarzającej ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie zasadne może być podwyższenie stóp procentowych. Członkowie ci wskazywali jednak, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych w perspektywie kolejnych kwartałów. Część członków Rady oceniała z kolei, że gdyby następowało dalsze spowalnianie wzrostu gospodarczego, a okres deflacji wydłużałby się oraz pojawiałyby się negatywne skutki deflacji dla gospodarki, wówczas uzasadnione mogłoby być obniżenie stóp procentowych. Członkowie ci zaznaczali, że obniżenie stóp procentowych NBP mogłoby sprzyjać wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, iż realny poziom stóp procentowych w Polsce jest relatywnie wysoki na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wysokość

stóp procentowych NBP nie jest obecnie czynnikiem hamującym wzrost inwestycji w gospodarce, zwłaszcza biorąc pod uwagę wysoki poziom oszczędności przedsiębiorstw umożliwiający finansowanie działalności ze środków własnych.

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 8-9 listopada 2016 r.

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%.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do jego perspektyw. W strefie euro – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących na jej eksport – wzrost gospodarczy jest stabilny. Wskazują na to dane o rachunkach narodowych za III kw. Z kolei w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB wzrosła w III kw. po kilku kwartałach spadku. W Chinach wzrost gospodarczy ustabilizował się na niższym niż w poprzednich latach poziomie. Towarzyszy temu zmniejszanie się skali recesji w Rosji.

W warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie oraz niższych niż w poprzednich latach cen surowców dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki jest nadal bardzo niska. Roczna dynamika cen surowców jest jednak dodatnia, co przyczynia się do pewnego wzrostu inflacji w części gospodarek.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Rezerwa Federalna – po podwyżce w grudniu ub.r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie, sygnalizując ich prawdopodobny wzrost w przyszłości.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, choć dane wskazują, że dynamika PKB w III kw. mogła się nieznacznie obniżyć. Głównym czynnikiem wzrostu jest rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują, że nadal ograniczająco na aktywność gospodarczą wpływa spadek inwestycji. Obniżenie inwestycji jest związane z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz utrzymującą się niepewnością wśród przedsiębiorstw co do otoczenia regulacyjnego gospodarki.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji maleje. Na wygasanie tendencji deflacyjnych wskazuje również wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Do wzrostu dynamiki cen przyczynia się osłabienie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych, a także wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika płac w polskiej gospodarce. Natomiast czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest nadal niski wzrost cen za granicą oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP, z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym

prawdopodobieństwem w przedziale -0,7 ÷ -0,6% w 2016 r. (wobec -0,9 ÷ -0,3% w projekcji z lipca 2016 r.), 0,5 ÷ 2,0% w 2017 r. (wobec 0,3 ÷ 2,2%) oraz 0,3 ÷ 2,6% w 2018 r. (wobec 0,3 ÷ 2,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5 ÷ 3,4% w 2016 r. (wobec 2,6 ÷ 3,8% w projekcji z lipca 2016 r.), 2,6 ÷ 4,5% w 2017 r. (wobec 2,4 ÷ 4,5%) oraz 2,2 ÷ 4,4% w 2018 r. (wobec 2,1 ÷ 4,3%).

W ocenie Rady dynamika cen będzie nadal stopniowo rosnąć i w kolejnych kwartałach stanie się dodatnia. Oprócz wygaśnięcia efektów wcześniejszych spadków cen surowców wzrostowi cen w przyszłym roku będzie sprzyjało oczekiwane przyśpieszenie wzrostu PKB, następujące w warunkach dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń oraz zwiększonych świadczeń wychowawczych. W kolejnych kwartałach wzrosnąć powinna również dynamika inwestycji, czemu będzie sprzyjać dobra sytuacja finansowa firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz stopniowe zwiększanie stopnia absorpcji funduszy unijnych. Taką ocenę wspiera listopadowa projekcja NBP. Źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się dynamiki cen jest ewentualność obniżenia się cen surowców.

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

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2016 r.* i *Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2017*.

4 Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD[50]. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2016 r. do IV kw. 2018 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2016 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2016 r.

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

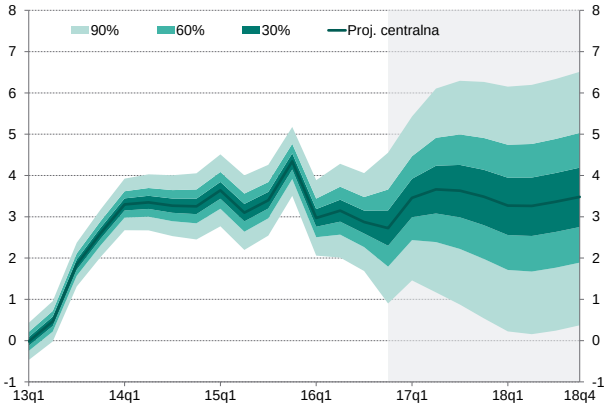
4.1 Synteza

Po wyraźnym obniżeniu się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w I połowie 2016 r., ponowne przyspieszenie dynamiki PKB spodziewane jest dopiero w 2017 r., a jego skala będzie zbliżona do oczekiwań z projekcji lipcowej. W II połowie 2016 r. pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy programu „Rodzina 500 plus" zwiększającego konsumpcję będzie nadal neutralizowany spadkiem inwestycji spowodowanym zmniejszaniem się absorpcji funduszy unijnych wraz z zakończeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013.

Wzrostowi spożycia indywidualnego w całym horyzoncie projekcji będzie sprzyjała dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, która znajduje odzwierciedlenie w przyspieszeniu dynamiki wynagrodzeń oraz stopniowym dalszym spadku stopy bezrobocia. W latach 2016-17 dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie zwiększać wzrost świadczeń przekazywanych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Korzystnie na popyt konsumpcyjny wpłynie także niski poziom stóp procentowych, obniżający koszt zaciągania kredytów, oraz poprawa oczekiwań gospodarstw domowych.

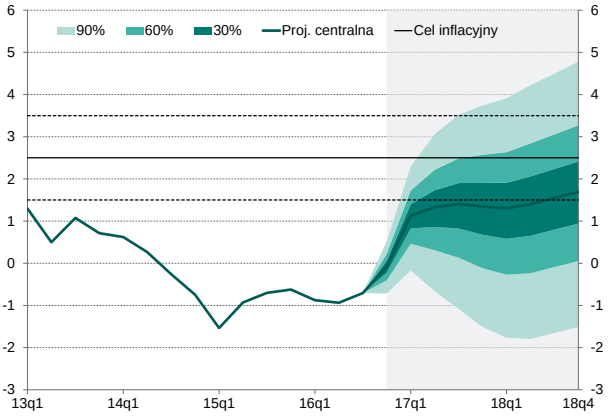
Spadek inwestycji w 2016 r., związany głównie z zakończeniem absorpcji funduszy UE z perspektywy finansowej 2007-2013 i oczekiwaniem na uruchomienie środków z nowej perspektywy na lata 2014-2020, w części wynika z odkładania w czasie projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa w związku z sygnalizowanym przez nie podwyższonym poziomem niepewności w gospodarce. W tej sytuacji ponowne zwiększenie się w latach 2017-2018 skali absorpcji środków UE z nowej perspektywy przyniesie wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe,

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

czemu sprzyjały będą niski poziom stóp procentowych oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych.

Przewidywana w projekcji ścieżka wzrostu gospodarczego oznacza jedynie stopniowe domykanie się ujemnej obecnie luki popytowej do poziomu stanowiącego -0,1% potencjalnego PKB w końcu horyzontu projekcji. Barierą dla szybszego wzrostu popytu jest prognozowane nieznaczne pogorszenie koniunktury w gospodarce światowej. Utrzymanie się nadal ujemnej luki popytowej wskazuje na relatywnie niską w najbliższych latach presję popytową w gospodarce, a tym samym ograniczony wpływ ożywienia koniunktury na wzrost inflacji.

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

Niepewność wyników bieżącej projekcji wynika w największym stopniu z niepewności dotyczącej kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej. Jednym z najważniejszych źródeł tej niepewności jest ryzyko głębszego niż prognozowane spowolnienia w Chinach, głównie w wyniku wysokiego i nadal rosnącego zadłużenia firm i władz samorządowych.

Czynnikiem mogącym poprawić stan globalnej koniunktury mogą być pozytywne efekty prowadzonego przez EBC skupu obligacji oraz realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji

Europejskiej. W takim scenariuszu, zwłaszcza jeżeli proces wychodzenia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej następowałby w sposób kontrolowany, popyt inwestycyjny w większym niż obecnie stopniu mógłby wspomagać wzrost PKB strefy euro.

Oczekiwany możliwy rozwój sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i dynamiki PKB, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

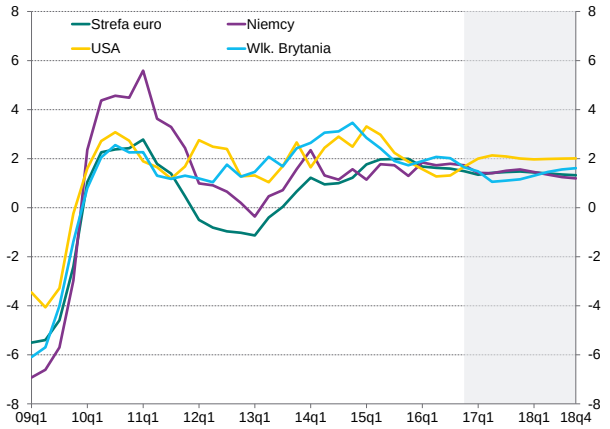
4.2 Otoczenie zewnętrzne

Bieżące dane wskazują na częściowy spadek niepewności i pewną poprawę nastrojów w stosunku do silnej początkowej negatywnej reakcji rynków finansowych, jaka miała miejsce na ogłoszenie decyzji Wielkiej Brytanii o opuszczeniu Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*).

Bezpośrednio po referendum funt brytyjski gwałtownie się osłabił, jednak w kolejnych tygodniach sytuacja na rynkach finansowych ustabilizowała się, a poszczególne indeksy na londyńskiej giełdzie stopniowo powróciły do swoich poprzednich poziomów. Czynnikiem ograniczającym niepewność była prawdopodobnie zdecydowana reakcja Banku Anglii, na którą złożyły się obniżka stóp procentowych w sierpniu oraz zapowiedź dalszego luzowania polityki monetarnej. Wskaźniki koniunktury gospodarczej w większości sektorów – poza budowlanym i finansowym – wskazują na uspokojenie nastrojów po ich gwałtownym pogorszeniu obserwowanym bezpośrednio po ogłoszeniu decyzji o *Brexicie*. Ze względu na korzystną sytuację na rynku pracy oraz dobre dane o sprzedaży detalicznej oczekuje się zatem, że konsumpcja w 2016 r. będzie nadal czynnikiem

wspierającym wzrost gospodarczy. Jednocześnie jednak zaczynają pojawiać się sygnały świadczące o negatywnym wpływie decyzji o wystąpieniu Wielkiej Brytanii z UE na wielkość przyszłych inwestycji: wzrosła liczba firm deklarujących zmniejszenie skali inwestycji, pogarsza się koniunktura na rynku nieruchomości komercyjnych i spada produkcja dóbr inwestycyjnych. Informacje te wskazują na prawdopodobne ograniczenie nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw w Wielkiej Brytanii pomimo poprawy konkurencyjności cenowej brytyjskiego eksportu po osłabieniu funta. W konsekwencji w latach 2017-18 oczekuje się spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii, które tylko w części będzie ograniczać zapowiadana przez rząd bardziej ekspansywna polityka fiskalna (Wykres 4.3).

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



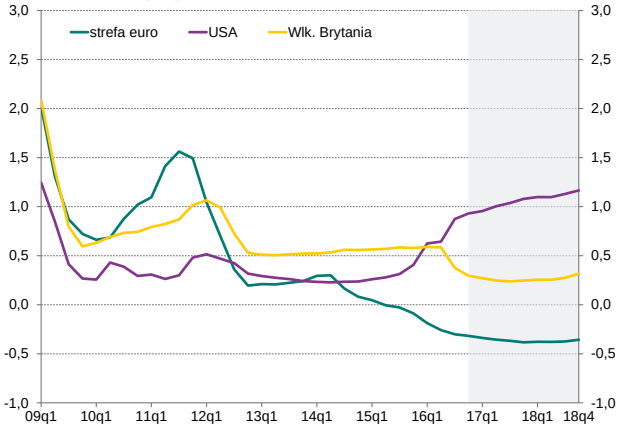
Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

W strefie euro konsekwencje wyniku referendum w Wielkiej Brytanii są jak dotąd umiarkowane. Nastroje konsumentów i przedsiębiorców uległy pogorszeniu w relatywnie małym stopniu. Skutki *Brexitu* zaczną oddziaływać niekorzystnie na wzrost PKB w strefie euro prawdopodobnie dopiero od 2017 r., materializując się przede wszystkim poprzez kanał handlowy. Ze względu na rosnące zatrudnienie, uwarunkowania wzrostu konsumpcji prywatnej pozostają korzystne, dzięki czemu charakteryzuje się ona stabilną i dodatnią dynamiką. W horyzoncie projekcji nadal utrzyma się wzrost spożycia, przy czym oczekiwane przyspieszenie wzrostu cen konsumpcyjnych będzie oddziaływać ograniczająco na zwiększanie się dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym. Inwestycje w strefie euro będą, z jednej strony, wspierane dzięki utrzymaniu się pozytywnych tendencji w budownictwie mieszkaniowym, czemu będzie sprzyjać dodatnia dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, niski koszt kredytu oraz jego stosunkowo duża dostępność. Z drugiej strony, popyt inwestycyjny będzie

ograniczać niepewność związana z otoczeniem zewnętrznym i pogorszenie perspektyw wzrostu u najważniejszych partnerów handlowych strefy euro. Czynniki te wpłyną również na prognozowane w projekcji ukształtowanie się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB na ujemnym poziomie. Przy utrzymującym się niskim koszcie obsługi długu publicznego polityka fiskalna w strefie euro może pozostać lekko ekspansywna, realizując m.in. wydatki związane z kryzysem imigracyjnym. W horyzoncie projekcji oczekuje się również akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC, obejmującej m.in. utrzymanie krótkookresowych stóp procentowych na ujemnym poziomie (zob. Wykres 4.4). Pomimo tych działań, ze względu na wolniejszy wzrost globalny oraz podwyższoną niepewność, w bieżącej projekcji spodziewane jest osłabienie tempa ożywienia w strefie euro, a wzrost realnego PKB będzie jedynie nieznacznie szybszy od wzrostu produktu potencjalnego.

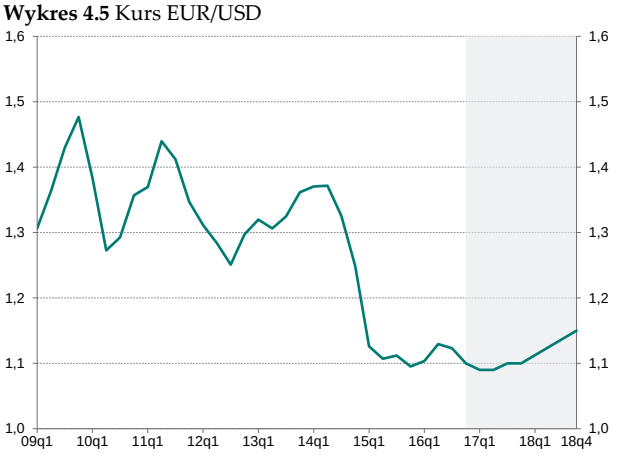
W Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w strefie euro, kluczową składową wzrostu gospodarczego pozostanie konsumpcja prywatna, czemu sprzyja rosnące zatrudnienie i wyraźny wzrost wynagrodzeń, przekładający się na poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych, a także dobra koniunktura na rynku nieruchomości. Z drugiej strony, negatywne tendencje w sektorze przedsiębiorstw – ograniczenie produkcji w sektorze wydobywczym na skutek niskich cen ropy naftowej, słaba koniunktura w przemyśle oraz niski popyt ze strony otoczenia zewnętrznego – były czynnikiem ograniczającym inwestycje w pierwszych trzech kwartałach br. Wraz z wygasaniem negatywnego wpływu dotychczasowych szoków można oczekiwać, że od końca br. inwestycje przedsiębiorstw zaczną ponownie rosnąć. Sprzyjać temu powinna również akomodacyjna polityka Fed polegająca na utrzymywaniu stóp procentowych na niskim

Wykres 4.4 Stopa procentowa za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.5 Kurs EUR/USD

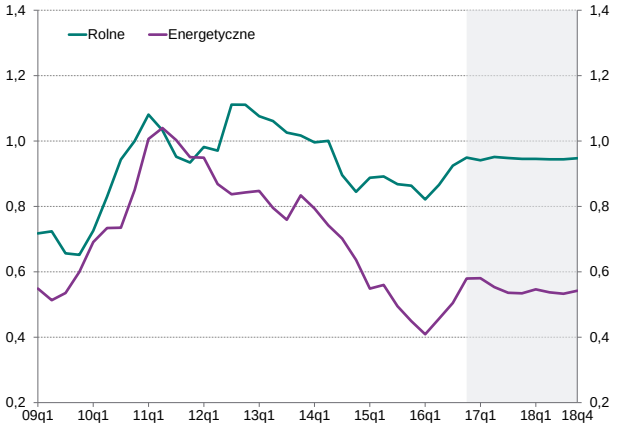


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

poziomie (uwzględniając prognozowaną ograniczoną skalę ich podwyżek) i reinwestowaniu rat kapitałowych i zapadających obligacji skarbowych. Gdyby jednak okres niekorzystnej koniunktury w przemyśle i powiązana z nią faza spadku nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw uległy wydłużeniu, prawdopodobieństwo wejścia gospodarki Stanów Zjednoczonych w recesję wzrosłoby. W projekcji założono, że pod koniec jej horyzontu tempo wzrostu PKB w USA może być hamowane przez niską dynamikę wydajności pracy oraz zbliżanie się gospodarki amerykańskiej do stanu pełnego zatrudnienia.

Ceny surowców energetycznych cechowały się w ostatnich miesiącach rozbieżnymi tendencjami. Po okresie relatywnej stabilizacji, ceny ropy naftowej wyraźnie wzrosły w październiku br. po pierwszej od 2008 r. wyraźnej zapowiedzi obniżenia produkcji przez kraje należące do OPEC[51]. Na rynku panuje jednak niepewność co do skutków tej zapowiedzi, gdyż szczegóły porozumienia ostatecznie będą uzgodnione dopiero na kolejnym spotkaniu kartelu pod koniec listopada br. Oddziaływanie czynników fundamentalnych – głównie w postaci rosnącego poziomu zapasów do historycznie wysokiego poziomu – ogranicza możliwość dalszego gwałtownego wzrostu cen. Uwzględniając powyższe uwarunkowania, w bieżącej prognozie zakłada się jedynie niewielką, zbliżoną do oczekiwań z poprzedniej projekcji, skalę podwyżek cen ropy naftowej, powiązaną z przewidywanym od II połowy 2017 r. wzrostem globalnego popytu powyżej poziomu podaży tego surowca. Po wyraźnym wzroście cen węgla kamiennego w ostatnich miesiącach w wyniku ograniczenia wydobycia w Chinach oraz zakłóceń produkcji u największych eksporterów (Australia, Indonezja), w obecnej projekcji kształtują się one

Wykres 4.6 Indeksy cen surowców rolnych (w EUR, 2011=1) i energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

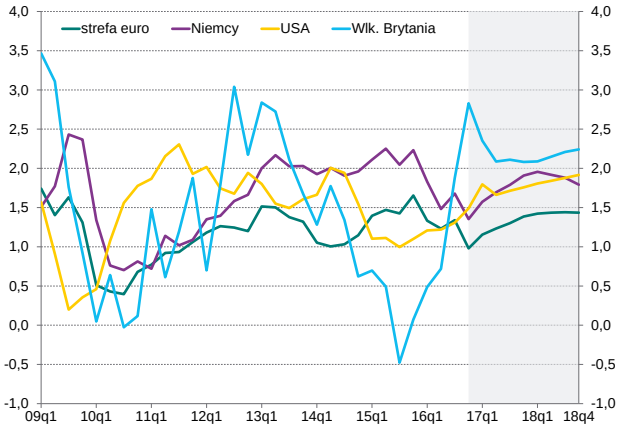
[51] Założenia dotyczące cen ropy naftowej w horyzoncie projekcji listopadowej formułowane były na podstawie informacji dostępnych do 21 października 2016 r.

na poziomie istotnie wyższym niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Wzrost dostaw gazu ziemnego z Norwegii i Rosji oraz rosnąca dostępność gazu skroplonego z USA przyczyniła się z kolei do obniżenia prognozowanej ścieżki cen tego surowca. W efekcie indeks cen surowców energetycznych w projekcji listopadowej kształtuje się nieco powyżej ścieżki z rundy lipcowej (Wykres 4.6).

Ograniczenia podażowe w przypadku produktów spożywczych pochodzenia zwierzęcego (zmniejszenie pogłowia trzody chlewnej oraz bydła w UE) oraz rosnący popyt, przede wszystkim w Chinach, spowodowały wzrost cen mięsa i produktów mleczarskich w ostatnich miesiącach. Częściową przeciwwagę dla tych tendencji stanowi kształtowanie się sytuacji na rynku produktów roślinnych, zwłaszcza zbóż i roślin oleistych, gdzie wysoki poziom światowej produkcji i wzrost zapasów sprzyjają obniżkom cen. W rezultacie wartość indeksu cen surowców rolnych w ostatnim okresie wzrosła i oczekuje się, że podwyższony ich poziom w stosunku do lat 2014-2015 utrzyma się także w kolejnych latach.

Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski nastąpi umiarkowany wzrost inflacji. W strefie euro do nieznacznego wzrostu deflatora wartości dodanej przyczyni się w najbliższych kwartałach (Wykres 4.7) stopniowy ponowny wzrost marż i zysków przedsiębiorstw. Od II połowy 2017 r., wraz ze zbliżaniem się stopy bezrobocia do poziomu równowagi, oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie dynamiki płac, dodatkowo wspierające wzrost inflacji. W Stanach Zjednoczonych zwiększeniu dynamiki cen sprzyjać będzie domykanie się negatywnej luki popytowej. Silne osłabienie funta spowoduje z kolei wyraźny wzrost inflacji w Wielkiej Brytanii. Ponadto czynnikiem, który w najbliższych kwartałach przyczyniać się będzie

Wykres 4.7 Inflacja za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

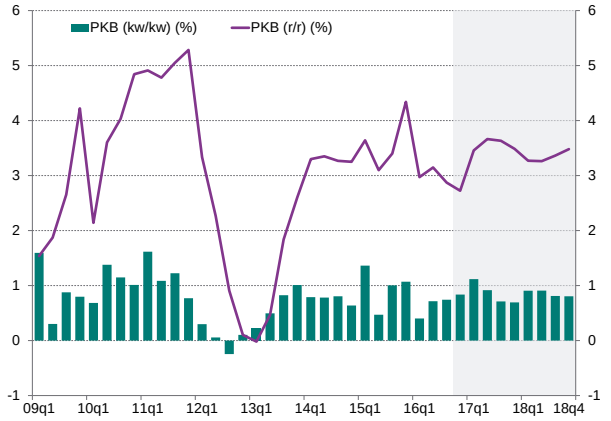
do podniesienia tempa wzrostu cen w tych gospodarkach, jest wygasanie negatywnego wpływu spadku cen energii.

4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018

Pomimo oczekiwanego przyspieszenia dynamiki spożycia indywidualnego, związanego m.in. z wprowadzeniem programu „Rodzina 500 plus", tempo wzrostu PKB w II połowie roku pozostanie na poziomie niższym niż w ubiegłych kwartałach. Przyczyni się do tego dalszy spadek nakładów brutto na środki trwałe, wynikający w dużej mierze z zakończenia perspektywy finansowej 2007-2013 i obniżenia absorpcji funduszy unijnych. W kolejnych latach, wraz ze zwiększeniem wykorzystania środków UE z nowej perspektywy, dynamika PKB przyspieszy (Wykres 4.8), a głównym motorem wzrostu, podobnie jak w 2014 i 2015 r., będzie konsumpcja oraz nakłady brutto na środki trwałe. Popytowi konsumpcyjnemu, a w konsekwencji inwestycjom przedsiębiorstw, będą sprzyjać rosnące dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Na wzrost dochodów złożą się przyspieszenie dynamiki płac, utrzymujący się wzrost zatrudnienia i zwiększone wypłaty świadczeń rodzinnych. Konsumpcję i inwestycje będą wspierać również niskie ceny surowców energetycznych i niski poziom stóp procentowych. W kierunku obniżenia tempa wzrostu będzie natomiast oddziaływać nieznaczne pogorszenie się koniunktury w gospodarce światowej oraz podwyższony obecnie poziom niepewności.

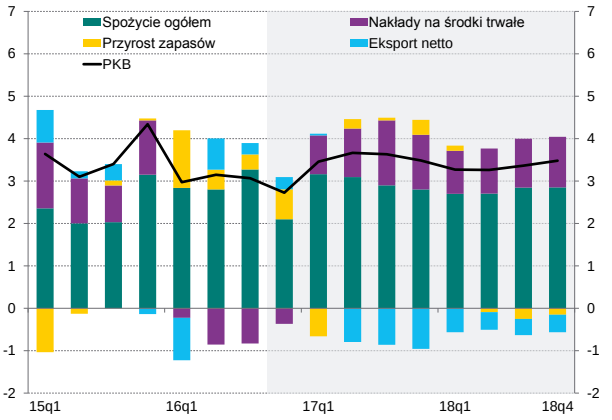
Po zakończeniu okresu spadku cen konsumenta, w horyzoncie projekcji oczekuje się stopniowego wzrostu inflacji (Wykres 4.10). Kształtowanie się kosztowych determinant inflacji, jak również utrzymująca się niska presja popytowa (odzwierciedlona w jedynie stopniowym

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

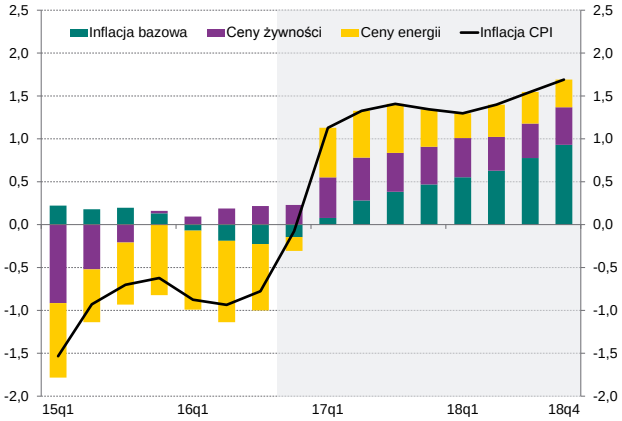
Wykres 4.9 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

zawężaniu się ujemnej luki popytowej) wskazują, że dynamika cen konsumenta pozostanie do końca 2018 r. poniżej celu inflacyjnego NBP. W szczególności, w horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen importu pozostanie na obniżonym poziomie, za czym przemawia prognozowany niski poziom cen surowców na rynkach światowych oraz umiarkowana presja inflacyjna w strefie euro. Wzrost presji kosztowej w gospodarce będzie również tylko w ograniczonym stopniu wspierany przez stopniowy wzrost jednostkowych kosztów pracy.

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

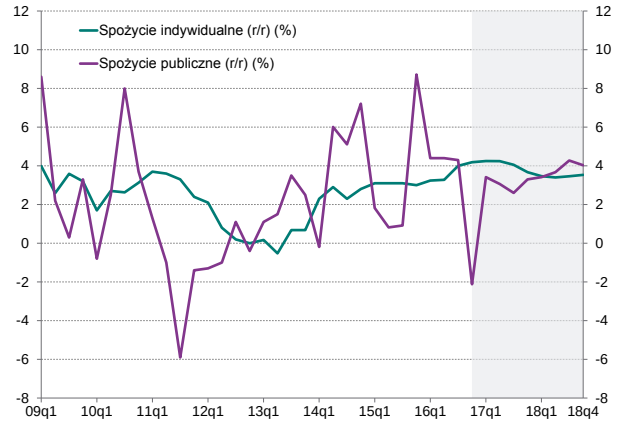


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Popyt krajowy

Wzrost konsumpcji indywidualnej (Wykres 4.11) w całym horyzoncie projekcji będzie efektem prognozowanego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń i dalszego wzrostu liczby pracujących. Do zwiększenia się dochodów do dyspozycji ludności przyczynia się wdrożony od kwietnia br. program „Rodzina 500 plus". Dodatkowe świadczenia rodzinne, ze względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania ścieżki konsumpcji, przekładają się jednak na wzrost wydatków gospodarstw domowych z pewnym opóźnieniem. Pozytywnie na konsumpcję oddziaływać będą także bardziej optymistyczne nastroje konsumentów powiązane z poprawą ich sytuacji ekonomicznej. W szczególności badania ankietowe GUS wskazują na zmniejszające się obawy gospodarstw domowych przed wzrostem bezrobocia oraz optymistyczne oceny dotyczące obecnego dokonywania ważnych zakupów i przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw[52]. Wzrostowi konsumpcji będzie sprzyjać również niski poziom stóp procentowych wpływający korzystnie na koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem. Wyniki ankiety NBP o sytuacji na rynku kredytowym[53] oraz dane

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[52] *Koniunktura konsumencka. Październik 2016 r.*, GUS, październik 2016 r.

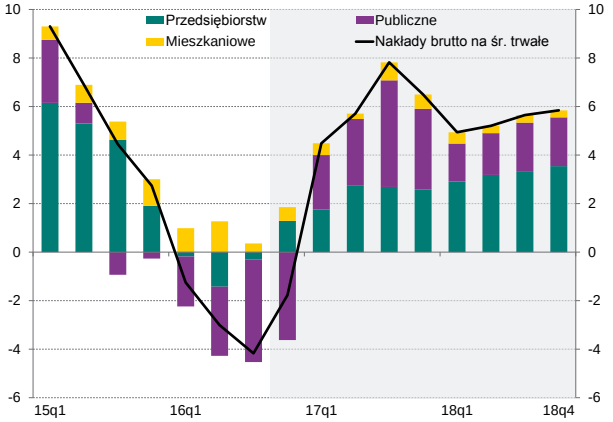
[53] *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

o nowo podpisywanych umowach kredytowych nie wskazują przy tym, aby wprowadzony od lutego br. podatek bankowy wpłynął istotnie na dostępność kredytów konsumpcyjnych lub ich koszt. W wyniku oddziaływania powyższych czynników dynamika spożycia indywidualnego w horyzoncie projekcji ukształtuje się na średnim poziomie 3,8% r/r. Z uwagi na wpływ programu „Rodzina 500 plus" tempo wzrostu konsumpcji będzie przekraczać wieloletnią średnią w największym stopniu w 2017 r.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw w horyzoncie projekcji spowolni w stosunku do lat 2014-2015 (Wykres 4.12). W szczególności w 2016 r. nastąpi spadek inwestycji, do czego w największym stopniu przyczyni się zakończenie absorpcji funduszy z perspektywy finansowej UE 2007-2013. Jednocześnie dopiero stopniowo wdrażane są projekty finansowane z funduszy perspektywy 2014-2020, co wynika z konieczności aktualizacji i weryfikacji planów inwestycyjnych oraz harmonizacji niektórych polskich przepisów z prawem unijnym[54]. Świadczy o tym liczba podpisywanych umów na wykorzystanie funduszy z UE. Do końca września br. stanowiły one jedynie kilka procent całej alokacji środków na inwestycje przedsiębiorstw na lata 2014-2020, tj. istotnie mniej niż w przypadku poprzedniej perspektywy. Sytuacja ta wpływa przy tym najsilniej na przedsiębiorstwa stanowiące własność państwową oraz samorządową i dotyczy w największym stopniu sektora energetycznego oraz sektora związanego z zaopatrzeniem w wodę.

Czynnikiem ograniczającym aktywność inwestycyjną firm może być również sygnalizowana przez nie od końca ubiegłego roku podwyższona niepewność dotycząca głównie

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[54] *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2016 r.*, NBP, wrzesień 2016 r.

otoczenia prawnego[55]. Do odkładania w czasie decyzji o podjęciu nowych inwestycji może przyczyniać się również pewne obniżenie przez firmy prognoz popytu, choć nadal utrzymują się one na stosunkowo wysokim poziomie.

Wraz z przyspieszeniem w latach 2017-2018 absorpcji środków UE z perspektywy 2014-2020 oczekiwany jest jednak wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Na taki scenariusz wskazują nadal korzystne bieżące uwarunkowania dla aktywności inwestycyjnej firm. W szczególności, zgodnie z badaniami ankietowymi NBP, plany inwestycyjne przedsiębiorstw prywatnych, zwłaszcza sektora przetwórstwa przemysłowego, kształtują się na historycznie wysokim poziomie, a wykorzystanie zdolności produkcyjnych utrzymuje się wyraźnie powyżej długookresowej średniej[56]. Ponadto wysoką dynamiką charakteryzuje się wartość kosztorysowa noworozpoczynanych inwestycji, w szczególności dotyczących instalowania nowych składników majątku[57]. Również bieżąca sytuacja finansowa przedsiębiorstw jest nadal dobra. Wpływa to korzystnie na możliwość finansowania akcji inwestycyjnej ze środków własnych, a także poprawia zdolność kredytową firm. Jednocześnie brak istotnych zmian oprocentowania i kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw oraz wysoki odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych wskazują na ograniczony negatywny wpływ podatku bankowego na działalność inwestycyjną. Korzystnej sytuacji finansowej firm w całym horyzoncie projekcji będą sprzyjały niskie ceny surowców energetycznych, obniżające koszty ich funkcjonowania oraz pozwalające utrzymać

[55] *Szybki monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

[56] *Szybki monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

[57] *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2016 r.*, NBP, wrzesień 2016 r.

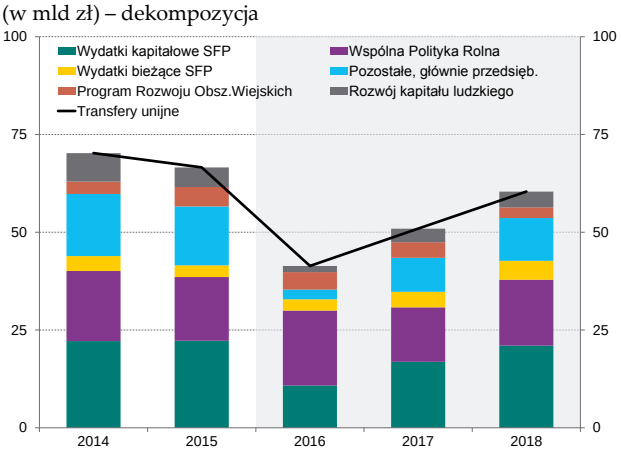
relatywnie wysoką opłacalność produkcji pomimo utrzymującej się niskiej dynamiki cen.

W horyzoncie projekcji inwestycjom mieszkaniowym będzie sprzyjać dobra sytuacja na rynku pracy. Wpływa ona korzystnie na nastroje konsumentów, zwiększając ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań. Finansowanie zakupu mieszkania ułatwia również rządowy program „Mieszkanie dla Młodych", choć jego wpływ na inwestycje zmniejszył się, od kiedy programem objęte zostały również mieszkania na rynku wtórnym. Pozytywny wpływ rosnących dochodów gospodarstw domowych na inwestycje mieszkaniowe zmniejszają natomiast zmiany instytucjonalne ograniczające dostępność kredytu. W szczególności wprowadzona od 2014 r. nowelizacja Rekomendacji S oznaczała zaostrzanie kryteriów przyznawania kredytów od początku 2016 i 2017 r.

Dynamika spożycia publicznego w 2017 r., podobnie jak w bieżącym roku, będzie kształtować się nieco poniżej oczekiwanego tempa wzrostu PKB. Przyjęte w projekcji założenie o umiarkowanym wzroście spożycia publicznego w przyszłym roku wynika z zapisów projektu *Ustawy budżetowej na rok 2017*, która przewiduje relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz wydatków na dotacje celowe, finansujące wydatki bieżące innych jednostek sektora. Ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczania wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach, w dłuższym horyzoncie projekcji zakładana jest neutralna polityka fiskalna, co oznacza przyspieszenie tempa wzrostu spożycia publicznego w 2018 r.

Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest powiązane z absorpcją funduszy kapitałowych UE. W 2016 r. nastąpi

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



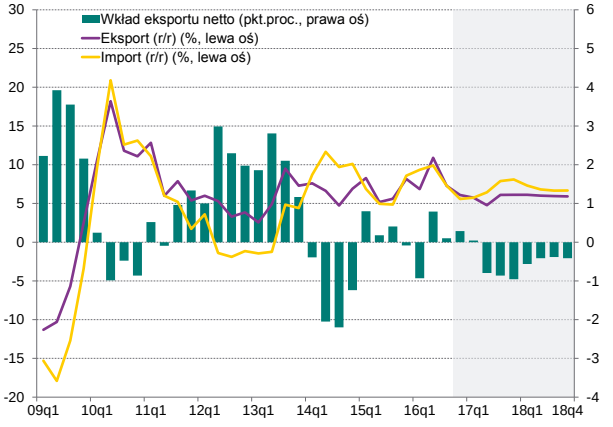
Źródło: obliczenia NBP.

istotny spadek nakładów sektora, związany z zakończeniem wykorzystania środków unijnych z perspektywy 2007-2013 (Wykres 4.13). Jednocześnie absorpcja środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowała stopniowo. Potwierdzają to dane o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych i wnioskach beneficjentów o płatności do certyfikacji, a także dane o wydatkach jednostek samorządu terytorialnego w I połowie 2016 r. W kolejnych latach oczekiwany jest wzrost inwestycji publicznych, na co złożą się w szczególności uruchomienie projektów realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów regionalnych, jak również inwestycje transportowe.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Pomimo osłabienia koniunktury za granicą oraz pogorszenia się perspektyw handlu światowego dynamika polskiego eksportu ukształtuje się w bieżącym roku na wysokim poziomie. Sprzyja temu m.in. osłabienie kursu walutowego, poprawiające konkurencyjność cenową krajowej produkcji oraz zwiększenie produkcji samochodów w fabrykach w Polsce. W świetle uwarunkowań zewnętrznych utrzymanie tak wysokiej dynamiki eksportu w kolejnych latach będzie trudne do osiągnięcia (Wykres 4.14). Do obniżenia tempa wzrostu eksportu będzie przyczyniać się zahamowanie szybko rosnącego dotychczas udziału handlu światowego w globalnym PKB, jak również dalsze (choć nieznaczne) spowolnienie tempa wzrostu części gospodarek europejskich, będące następstwem m.in. wyników referendum w Wielkiej Brytanii. Jednocześnie wysoką konkurencyjność cenową oraz opłacalność polskiego eksportu, pozwalającą zachować wysoką rentowność eksporterów, będzie osłabiać przewidywany aprecjacyjny trend realnego efektywnego kursu złotego.

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



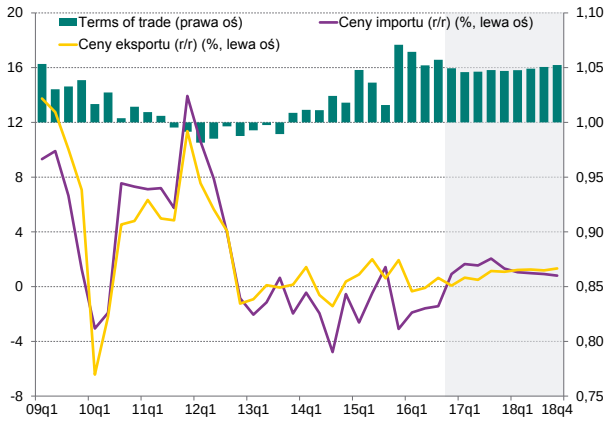
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Pomimo spadku dynamiki eksportu, cechującego się wysoką importochłonnością, w horyzoncie projekcji oczekiwany jest relatywnie stabilny wzrost importu wynikający z przyspieszenia dynamiki konsumpcji i inwestycji. W konsekwencji eksport netto, po neutralnym wkładzie do wzrostu w bieżącym roku, będzie w latach 2017-2018 czynnikiem w nieznacznym stopniu ograniczającym dynamikę PKB.

W 2015 r. saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ukształtowało się na rekordowo wysokim poziomie 1,7% PKB, do czego przyczyniła się poprawa relacji cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15), związana w dużym stopniu ze spadkiem cen surowców energetycznych. Obok dodatniego salda handlowego, w ubiegłym roku odnotowano również wysokie dodatnie saldo dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego, obejmujące znaczną część funduszy z UE oraz przekazy zarobków z zagranicy. Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pogarsza ujemne saldo dochodów pierwotnych, istotnie zmniejszając pozytywny wkład pozostałych składowych (zarówno w roku ubiegłym, jak i w horyzoncie projekcji). Ujemne saldo dochodów pierwotnych jest wynikiem uzyskiwania wysokich dochodów z zainwestowanego w Polsce zagranicznego kapitału bezpośredniego i portfelowego (w postaci papierów dłużnych i udziałowych).

W 2016 r. spodziewana jest dalsza poprawa salda handlowego ze względu na korzystną relację cen w handlu zagranicznym. Towarzyszyć jej jednak będzie silniejsze pogorszenie salda dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego z uwagi na spadek napływu funduszy unijnych. W konsekwencji saldo rachunku bieżącego i kapitałowego obniży się względem rekordowej wielkości odnotowanej w ubiegłym roku. W przyszłym roku nastąpi dalszy spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego, ale co najmniej do końca 2018 r. będzie ono pozostawać

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

na dodatnim, choć bliskim zera, poziomie. Inaczej niż w 2016 r., do obniżenia salda w przyszłym roku przyczyni się zmniejszanie pozytywnego bilansu handlowego przy wzroście napływu funduszy UE.

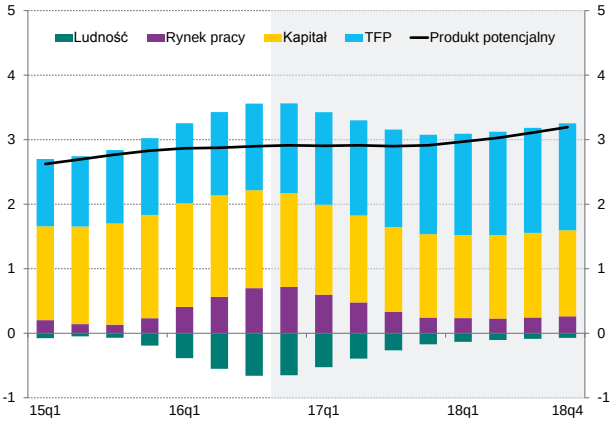
Produkt potencjalny

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji ulega niewielkiemu przyspieszeniu, z 2,9% r/r do 3,1% r/r. Do końca 2018 r. będzie się ono zatem kształtować na poziomie niższym od wieloletniej średniej, po wyraźnym obniżeniu w następstwie światowego kryzysu finansowego. W horyzoncie projekcji w kierunku niższej dynamiki produktu potencjalnego będzie oddziaływać spadek zasobu siły roboczej oraz ograniczenie tempa akumulacji kapitału. Tendencjom tym będzie przeciwdziałał spadek stopy bezrobocia równowagi oraz przyspieszenie tempa wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) (Wykres 4.16).

Wzrost TFP w horyzoncie projekcji jest wynikiem kontynuacji procesu konwergencji realnej polskiej gospodarki. Począwszy od 2013 r. ma miejsce bowiem umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki łącznej wydajności czynników produkcji. Tempo wzrostu TFP do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Pozytywnie na dynamikę potencjalnego PKB wpływa obniżająca się do końca 2018 r. stopa bezrobocia równowagi NAWRU (Wykres 4.19). Niski poziom stopy bezrobocia równowagi odzwierciedla łatwość dopasowania podaży i popytu na pracę w gospodarce. Do spadku stopy NAWRU przyczyniają się zmiany strukturalne na rynku pracy, których wyrazem jest trwałe i wyraźne obniżenie bieżącej stopy bezrobocia. W szczególności silnie w ostatnim okresie spadła liczba osób trwale bezrobotnych,

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



Źródło: obliczenia NBP.

co oznacza, że osobom powracającym na rynek pracy jest łatwiej zdobyć kwalifikacje zgodne z potrzebami pracodawców i na tym rynku pozostać. W ostatnich latach relatywnie silniejszy spadek stopy bezrobocia dotyczył młodszych roczników niemających jeszcze doświadczenia zawodowego oraz osób o niskim wykształceniu. Przyczyniła się do tego obserwowana w latach 2014-16, czyli w okresie silnego wzrostu popytu na pracę, tendencja do zwiększania się popytu na pracowników o niższych kwalifikacjach zawodowych, przekładająca się na łatwiejsze dopasowanie umiejętności pracownika do potrzeb pracodawcy[58].

Pozytywny wpływ powyższych czynników na potencjał krajowej gospodarki jest w horyzoncie projekcji częściowo ograniczany zmniejszaniem się zasobu siły roboczej (Wykres 4.16). Spadek ten wynika z kontynuacji negatywnych tendencji demograficznych obserwowanych w Polsce, tj. zmniejszania się liczebności roczników wchodzących na rynek pracy oraz wzrostu udziału osób w wieku poprodukcyjnym. Negatywny wpływ tendencji demograficznych na podaż pracy jest w części łagodzony wzrostem aktywności w grupach wiekowych charakteryzujących się niską stopą aktywności (osób w wieku przedemerytalnym i ludzi młodych), co wynika z większych możliwości znalezienia pracy. Dodatkowo, wzrost aktywności osób w wieku przedemerytalnym związany jest z perspektywą dłuższego pozostawania bez świadczeń emerytalnych, będącą następstwem reformy systemu emerytalnego, w wyniku której od początku 2013 r. systematycznie podwyższany jest wiek emerytalny[59].

[58] *Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2015 r.*, NBP, marzec 2016 r.

[59] *Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2016 r.*, NBP, wrzesień 2016 r.

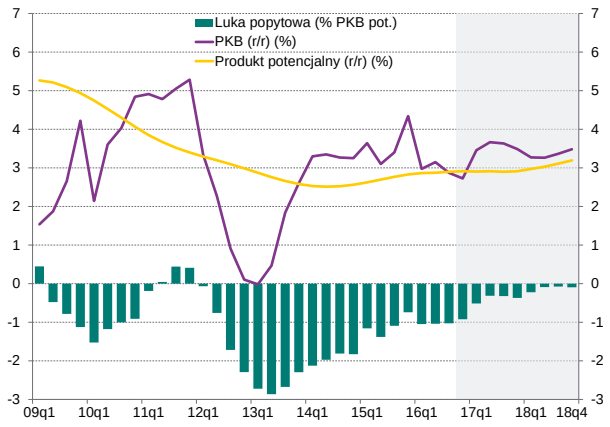
Trudny do określenia jest obecny wpływ programu „Rodzina 500 plus" na rynek pracy. Z jednej strony istnieje obawa, że wzrost wielkości świadczeń rodzinnych może przyczyniać się do obniżenia aktywności zawodowej części osób obecnie aktywnych zawodowo. Wyższe transfery zwiększają bowiem koszt alternatywny podjęcia zatrudnienia w konsekwencji zniechęcają do poszukiwania i podjęcia pracy osoby o niskim dochodzie. Z drugiej strony, kontynuacji wzrostowej tendencji zatrudnienia sprzyja wzmacniany transferami wyższy popyt konsumpcyjny[60].

Nieznacznie negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego polskiej gospodarki wpływa obniżenie tempa wzrostu kapitału produkcyjnego będące konsekwencją, oddziałującego z opóźnieniem, ograniczenia w 2016 r. wydatków inwestycyjnych sektora publicznego i przedsiębiorstw.

Luka popytowa

Począwszy od II połowy 2013 r., wraz z wejściem gospodarki polskiej w okres ożywienia przy relatywnie niskim wzroście produktu potencjalnego, ujemna luka popytowa zaczęła się zawężać (Wykres 4.17). Proces ten w horyzoncie projekcji będzie kontynuowany, do czego przyczyni się impuls fiskalny związany ze wzrostem świadczeń rodzinnych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Ze względu jednak na umiarkowane tempo wzrostu inwestycji – w krótkim okresie silniej wpływających na obserwowany niż potencjalny PKB - luka popytowa do końca 2018 r. pozostanie ujemna, osiągając na koniec horyzontu projekcji poziom -0,1% potencjalnego PKB. Takie kształtowanie się luki popytowej pozwala wnioskować o utrzymującej się w najbliższych latach niskiej presji popytowej w gospodarce,

Wykres 4.17 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[60] *Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2016 r.*, NBP, wrzesień 2016 r.

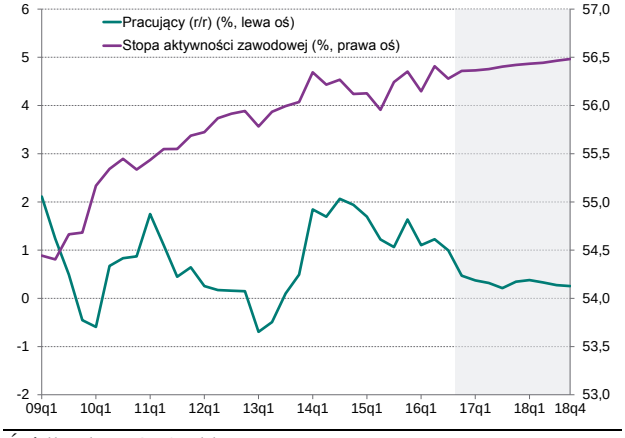
a tym samym o ograniczonym wpływie koniunktury gospodarczej na kształtowanie się stopy inflacji.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji oczekuje się kontynuacji tendencji stopniowego wyhamowywania wzrostu liczby pracujących (Wykres 4.18). Takie kształtowanie się zatrudnienia wiąże się ze sprzyjającym wzrostowi wydajności pracy prognozowanym przyspieszeniem tempa wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji (TFP). W tym samym kierunku oddziaływać będzie spadek stopy bezrobocia do historycznie niskiego poziomu, co może zwiększać skłonność pracodawców do zwiększania nakładu pracy poprzez podniesienie przeciętnej liczby przepracowanych godzin.

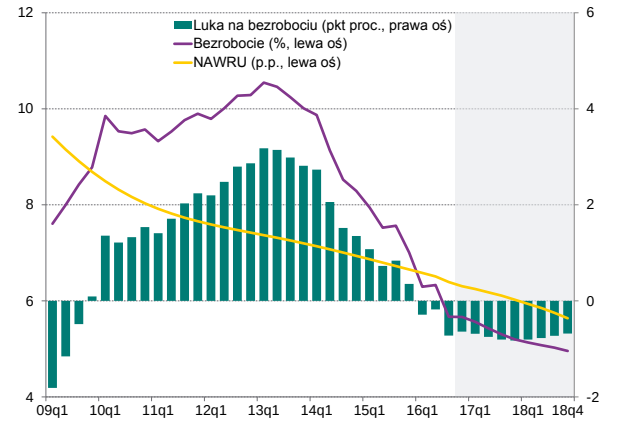
Przy dodatniej dynamice zatrudnienia oraz obniżaniu się liczby aktywnych zawodowo, w horyzoncie projekcji będzie występował dalszy spadek stopy bezrobocia BAEL, która już obecnie jest na najniższym poziomie w historii pomiaru tej kategorii (Wykres 4.19). Spadające bezrobocie, duża liczba ofert pracy oraz malejące prawdopodobieństwo utraty pracy przyczynią się do przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń, na co wskazuje m.in. szybko rosnący w III kw. br. odsetek firm, które informują o naciskach płacowych ze strony pracowników (Wykres 4.20)[61]. Dodatkowo, poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych przyczynia się, poprzez negatywny efekt dochodowy, do spadku preferowanej przez pracowników liczby przepracowanych godzin, która obecnie jest już niższa od ich faktycznej liczby[62]. Presję płacową będzie ograniczać spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.19), a także niska inflacja CPI, łagodząca skalę żądań płacowych

Wykres 4.18 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



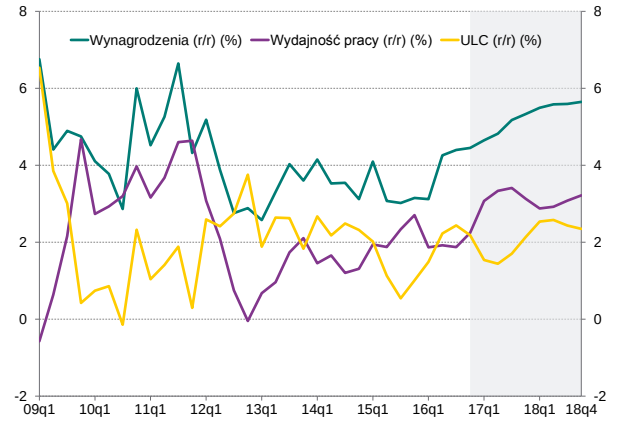
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

[61] *Szybki monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2016 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2016 r.*, NBP, październik 2016 r.

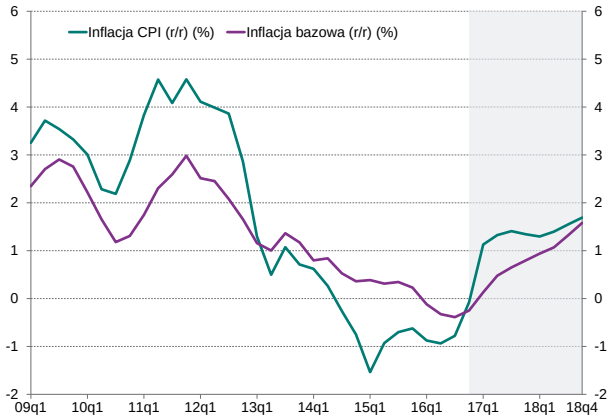
[62] *Kwartalny raport o rynku pracy – II kw. 2016 r.*, NBP, wrzesień 2016 r.

zgłaszanych przez pracowników. Przy relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy, rosnąca dynamika wynagrodzeń przekłada się na stopniowy wzrost jednostkowych kosztów pracy, który w końcu horyzontu prognozy osiągnie poziom 2,5% r/r.

Kurs walutowy

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

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Komponenty inflacji CPI

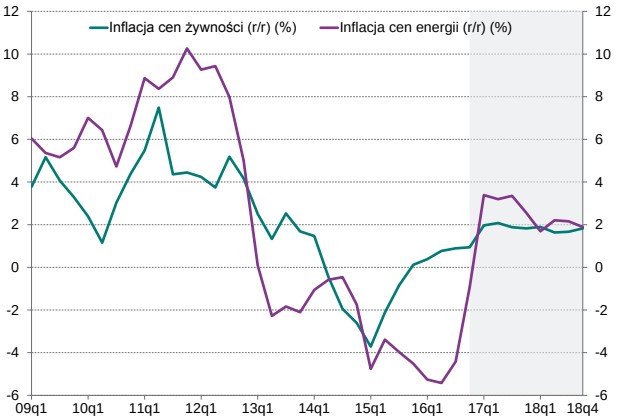
W ostatnich latach w gospodarce polskiej presja popytowa i kosztowa kształtowały się na bardzo niskim poziomie. Stan ten odzwierciedlały: ujemna luka popytowa, spadające ceny importu i produkcji sprzedanej przemysłu oraz niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. W horyzoncie projekcji zjawiska te będą stopniowo ustępować i w konsekwencji nastąpi wzrost inflacji bazowej z obecnego, ujemnego

poziomu, choć skala tego wzrostu będzie umiarkowana (Wykres 4.21). Luka popytowa w najbliższych latach ulegnie jedynie nieznacznej poprawie i pozostanie ujemna. Oczekuje się również, że tempo wzrostu cen importu pozostanie na niskim poziomie, za czym przemawia prognozowany niski poziom inflacji w strefie euro oraz założony w horyzoncie projekcji trend aprecjacyjny złotego. Skalę wzrostu presji kosztowej w gospodarce w ograniczony sposób będzie wspierać prognozowana na najbliższe lata umiarkowana dynamika jednostkowych kosztów pracy (Wykres 4.20).

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

Po znacznych spadkach cen żywności w latach 2014-2015, w horyzoncie projekcji oczekuje się ich umiarkowanego wzrostu. Z jednej strony stopniowo będzie wygasał wpływ na dynamikę cen żywności jako efekt obserwowanej

Wykres 4.22 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

w ostatnich sezonach gospodarczych wysokiej podaży surowców rolnych. Wzrostowi cen żywności sprzyjać będzie także stopniowo rosnący popyt ze strony gospodarstw domowych. Z drugiej strony, dynamikę cen żywności będą ograniczać kształtujące się na jedynie nieznacznie wyższym niż w 2015 roku poziomie ceny surowców rolnych na rynkach światowych, wysokie zbiory zwiększające podaż oraz stopniowa aprecjacja kursu złotego w horyzoncie projekcji (Wykres 4.22).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W 2016 r. zarówno dynamika wzrostu gospodarczego jak i inflacji ukształtuje się nieco poniżej poziomów prognozowanych w rundzie lipcowej (Tabela 4.1, Wykres 4.23, Wykres 4.25). W kolejnych latach obie te wielkości wzrosną i w konsekwencji ścieżka inflacji i dynamiki PKB pozostaną zbliżone do oczekiwań z ostatniej projekcji.

Najważniejszym źródłem rewizji prognozy PKB w 2016 r. jest niższy od oczekiwań odczyt tej kategorii za II kw. br., który wynikał w dużej części z niższego napływu transferów kapitałowych UE (przeznaczonych na inwestycje). Przyspieszenie absorbcji funduszy unijnych nastąpi dopiero w 2017 r., przyczyniając się do podniesienia ścieżki PKB. Inflację CPI w 2016 r. obniżają natomiast słabsze dane o inflacji bazowej za III kw. br.

PKB

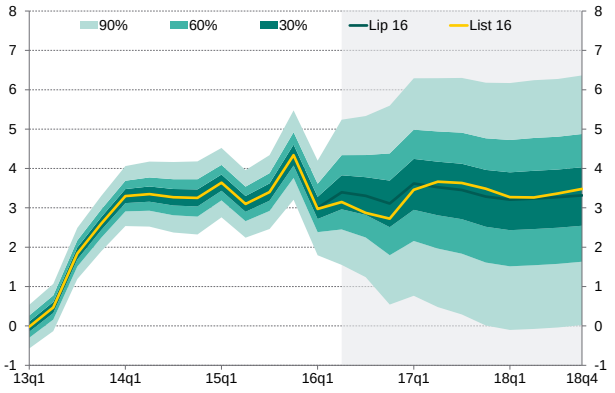
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, wzrost PKB w II kw. 2016 r. wyniósł 3,1% r/r, a więc ukształtował się poniżej oczekiwań z projekcji lipcowej. Korekta ta wynika z niższego odczytu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe oraz spożycia indywidualnego (Wykres 4.24). Spadek

Tabela 4.1 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2016	2017	2018
PKB (r/r, %)			
XI 2016	3,0	3,6	3,3
VII 2016	3,2	3,5	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2016	-0,6	1,3	1,5
VII 2016	-0,5	1,3	1,5

Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

inwestycji jest związany ze stopniowym dopiero wdrażaniem projektów finansowanych środkami z perspektywy UE 2014-2020, a dane o podpisywanych umowach wskazują na prawdopodobnie niższy od oczekiwań napływ transferów kapitałowych z UE również w kolejnych kwartałach. Słabszy wzrost konsumpcji w II kw. br. mógł z kolei wiązać się z rozłożeniem w czasie świadczeń z programu „Rodzina 500 plus" (ponad połowę wypłat w tym kwartale zrealizowano w czerwcu br.). Informacje te przyczyniły się do rewizji w 2016 r. wielkości nakładów inwestycyjnych, w mniejszym natomiast stopniu obniżono poziom spożycia.

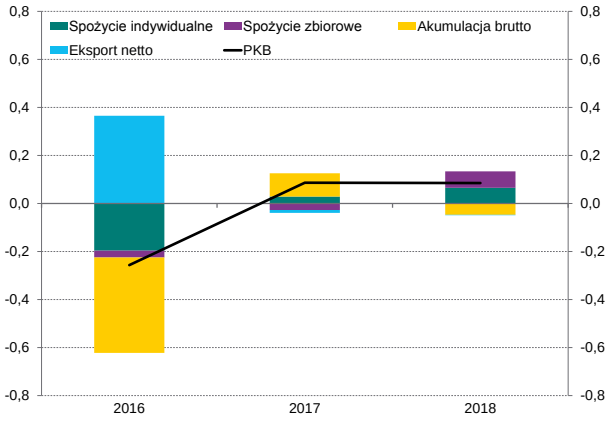
W przeciwnym kierunku, zmniejszając skalę korekty tempa wzrostu PKB w br., oddziałuje wyższy wkład eksportu netto do wzrostu. Za rewizją w górę tej kategorii w 2016 r. przemawia zarówno niższy popyt krajowy wpływający na poziom importu, jak i wyższa od oczekiwań dynamika eksportu w II kw. br. powiązana w części ze zwiększoną produkcją samochodów.

W dłuższym horyzoncie prognozy wpływ czynników obniżających dynamikę PKB w 2016 r. będzie wygasał. W szczególności w 2017 r. oczekiwane jest zwiększenie się napływu funduszy z nowej perspektywy finansowej UE, co przyczyni się do rewizji dynamiki inwestycji, a tym samym wzrostu gospodarczego w górę. Jednocześnie wpływ na eksport netto nieco wyższego od zakładanego w projekcji lipcowej tempa wzrostu gospodarczego za granicą kompensowany jest oddziałującą w przeciwnym kierunku aprecjacją kursu walutowego

Inflacja

Informacje, które napłynęły po *cut-off date* projekcji lipcowej doprowadziły do nieznacznego obniżenia ścieżki inflacji CPI w 2016 r, natomiast

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



Źródło: obliczenia NBP.

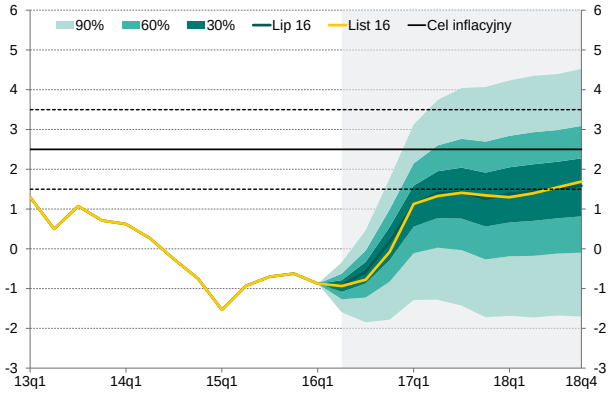
[63] Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z Tabeli 4.1, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

w kolejnych latach projekcji różnokierunkowy wpływ poszczególnych czynników w dużym stopniu się bilansuje (Wykres 4.26).

Do niewielkiej korekty przewidywanego wzrostu cen w 2016 r. przyczyniły się niższe od oczekiwań dane o inflacji za III kw. br., w tym w szczególności inflacji bazowej powiązanej ze słabszym popytem. W kierunku niższej inflacji oddziałuje również mocniejszy kurs walutowy wpływający na spadek cen importu (na prognozę cen importu wpłynął również niższy od oczekiwań odczyt tej kategorii w II kw. br.).

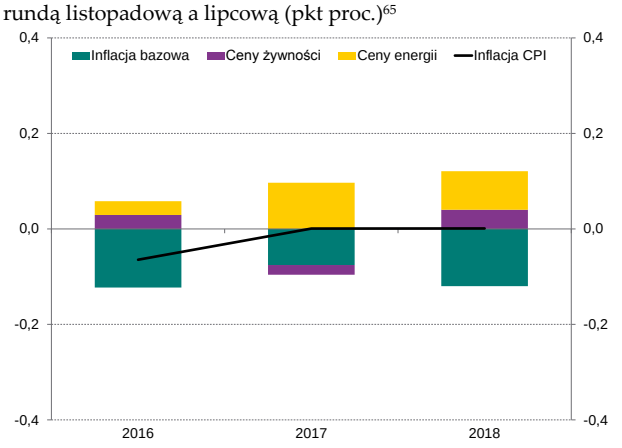
Wymienione powyżej czynniki – niższa presja popytowa odzwierciedlona w bardziej ujemnej luce popytowej oraz powiązany z mocniejszym kursem wolniejszy wzrost cen importu – będą negatywnie wpływać na kształtowanie się inflacji również w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, w kierunku wyższej niż oczekiwano inflacji oddziaływać będzie decyzja rządu o pozostawieniu stawek podatku VAT na niezmienionym poziomie[64]. Zgodnie z przyjętymi w projekcji lipcowej szacunkami, obniżka stawek VAT miała przyczynić się do zmniejszenia stopy inflacji CPI w przyszłym roku o 0,3 pkt proc. Inflację cen energii podnosić będzie również wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych. W konsekwencji, prognozowana na lata 2017-18 stopa inflacji nie zmieniła się względem oczekiwań z lipcowej rundy prognostycznej, przy czym niższy wzrost inflacji bazowej kompensowany jest wyższą dynamiką cen energii.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

[64] W lipcowej rundzie prognostycznej zakładano, że stawka podatku VAT, zgodnie z zapisami ustawy z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2013 r., poz. 1608), zostanie obniżona od 2017 r.

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

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji listopadowej przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce obarczony jest znaczną niepewnością. Bilans jej czynników wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i dynamiki PKB (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego NBP (1,5% - 3,5%), które obecnie jest bliskie zera, stopniowo rośnie w najbliższych kwartałach, po czym w latach 2017-18 stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 36% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji listopadowej przedstawiono poniżej.

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%)
16q4	1,00	1,00	1,00	0,52	0,00
17q1	0,72	0,98	1,00	0,53	0,28
17q2	0,59	0,88	0,98	0,53	0,39
17q3	0,57	0,82	0,95	0,54	0,39
17q4	0,58	0,80	0,94	0,54	0,35
18q1	0,59	0,79	0,92	0,54	0,34
18q2	0,55	0,76	0,90	0,53	0,34
18q3	0,51	0,71	0,87	0,52	0,36
18q4	0,47	0,67	0,84	0,51	0,37

Źródło: obliczenia NBP.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Jednym z głównych źródeł niepewności dla scenariusza projekcyjnego jest ryzyko niższego wzrostu gospodarczego w Chinach. Mimo stabilizacji wskaźników koniunktury w ostatnich miesiącach, czemu sprzyjała akomodacyjna polityka fiskalna i monetarna, ryzyko głębszego spowolnienia w tej gospodarce jest nadal znaczne. Wiąże się ono w największym stopniu z możliwymi problemami ze stabilnością systemu finansowego. W przypadku, gdyby skutki przeinwestowania w przemyśle ciężkim okazały się bardziej dotkliwe niż wskazują bieżące oceny, problemy przedsiębiorstw ze spłatą należności mogłyby przełożyć się na zwiększenie niepewności dotyczącej stabilności chińskiego sektora bankowego i instytucji quasi-bankowych. Obok nadmiernego zadłużenia sektora przedsiębiorstw, źródłem ryzyka dla stabilności finansowej w Chinach jest znaczące zadłużenie samorządów lokalnych, co wiąże się z poniesionymi przez nie dużymi wydatkami na inwestycje infrastrukturalne. Problemy w sektorze bankowym, w połączeniu ze słabszym od oczekiwań wpływem działań stymulujących rządu, mogłyby dodatkowo doprowadzić do spadku zaufania inwestorów zagranicznych, a w konsekwencji także do ponownego odpływu kapitału oraz presji na osłabienie juana. Ryzykiem dla gospodarki chińskiej jest również narastająca nierównowaga na rynku nieruchomości, odzwierciedlona w szybko rosnących cenach mieszkań. Z jednej strony, zwiększony popyt na mieszkania wynika z utrzymywania się wysokiej dynamiki wynagrodzeń, niskich stóp procentowych, a także kontynuacji procesu urbanizacji. Z drugiej strony, w warunkach niekorzystnej koniunktury na chińskim rynku giełdowym, dostępność alternatywnych dla nieruchomości form inwestowania jest ograniczona. Niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury w Chinach wiąże się także z możliwymi zmianami polityki gospodarczej,

na których wprowadzenie może zdecydować się Komunistyczna Partia Chin.

Silniejsze spowolnienie wzrostu w Chinach, będących jednym z najważniejszych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, wpłynęłoby na istotnie obniżenie, w stosunku do założeń projekcyjnych, wzrostu w gospodarce amerykańskiej. Osłabienie chińskiego popytu pogłębiłoby obecne spowolnienie aktywności w amerykańskim przemyśle, szczególnie w warunkach mocniejszego kursu dolara. Spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych, w reakcji na ograniczony popyt z Chin, przyczyniłyby się z kolei do ponownego ograniczenia inwestycji i aktywności amerykańskiego sektora wydobywczego.

Czynnikiem zwiększającym niepewność dotyczącą wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych jest także ryzyko pogorszenia sytuacji płynnościowej przedsiębiorstw, z konsekwencjami w postaci ograniczenia nakładów na inwestycje. Gdyby obserwowana obecnie tendencja spadku zysków firm przy jednoczesnym wzroście ich zadłużenia utrzymywała się w przyszłości, regulowanie zobowiązań przez sektor korporacyjny stałoby się znacznie utrudnione, co mogłoby doprowadzić z czasem do wejścia gospodarki Stanów Zjednoczonych w fazę recesji.

W przypadku jednoczesnego pogorszenia się koniunktury w Chinach i Stanach Zjednoczonych można by oczekiwać pojawienia się istotnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych oraz spowolnienia wzrostu w światowej gospodarce zarówno poprzez kanał handlowy, jak również w wyniku pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców.

Jak dotąd decyzja Wielkiej Brytanii dotycząca opuszczenia Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*) tylko w ograniczonym stopniu wpłynęła na nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, przy umiarkowanej reakcji rynków finansowych. *Brexit* pozostaje jednak istotnym źródłem ryzyka dla bieżącej projekcji, w szczególności gdyby przedłużał się okres niepewności co do kształtu porozumienia finalizującego wyjście Wielkiej Brytanii z Unii. Porozumienie to będzie dotyczyło m.in. poziomu celnych i pozataryfowych barier w handlu międzynarodowym oraz stopnia swobody w przepływie ludności i kapitału między Wielką Brytanią a Europą kontynentalną. Wobec przedłużającego się okresu braku decyzji dotyczących kształtu tych ustaleń skłonność przedsiębiorstw do wchodzenia w długookresowe zobowiązania handlowe może być ograniczona. Niepewność ta może się przełożyć także na pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych i firm, nie tylko w Wielkiej Brytanii i Unii Europejskiej, ale w całej gospodarce światowej, szczególnie gdy wpłynie ona na funkcjonowanie rynków finansowych, prowadząc do spadku cen aktywów i zwiększenia kosztu kapitału.

Obok obaw o kształt *Brexitu* oraz ryzyka słabszej koniunktury w Chinach i Stanach Zjednoczonych, niepewność dotycząca perspektyw wzrostu w strefie euro wiąże się z wyczerpywaniem się możliwości dalszego zakupu obligacji rządowych przez EBC. Rentowności znacznej części obligacji są bowiem już obecnie niższe od stopy depozytowej EBC i zgodnie z zasadami programu luzowania ilościowego obligacje te nie mogą być przedmiotem skupu. Jednocześnie potencjalne obniżenie stopy depozytowej mogłoby dodatkowo ograniczyć, i tak niską, rentowność europejskich banków. Obniżenie stopy depozytowej wiąże się także z ryzykiem przełożenia się spadku dochodowości sektora bankowego na akcję kredytową banków,

a w konsekwencji na ograniczenie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Ryzyko niższego niż przyjęto w scenariuszu centralnym wzrostu w gospodarce światowej, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie, jest związane także z obserwowanym w wielu gospodarkach spowolnieniem wzrostu wydajności pracy. Gdyby proces ten był kontynuowany i dynamika wydajności trwale pozostała na obniżonym poziomie, stanowiłoby to dodatkowy czynnik utrudniający powrót gospodarki światowej na ścieżkę sprzed globalnego kryzysu finansowego.

Perspektywy wzrostu w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski obarczone są także znaczną niepewnością polityczną. W najbliższym roku odbędą się wybory w Niemczech i Francji, referendum konstytucyjne we Włoszech oraz wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych, których wynik może wpłynąć na kształt przyszłej polityki gospodarczej.

Głębsze niż założono w scenariuszu centralnym spowolnienie wzrostu w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii miałoby znaczące konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w Polsce, a szczególnie dla dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Spadkowi popytu zewnętrznego towarzyszyłoby ograniczenie polskiego eksportu, a w konsekwencji spadek – względem założeń projekcyjnych – wydatków inwestycyjnych (jak również i zatrudnienia) przez krajowych eksporterów. Niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne wpłynęłyby na nakłady na środki trwałe także pośrednio, wraz z pogorszeniem nastrojów przedsiębiorstw odnośnie przyszłego popytu, co wydłużyłoby proces powrotu inwestycji na ścieżkę umiarkowanego wzrostu po obserwowanym obecnie wyhamowaniu. Pogorszenie nastrojów dotknęłoby również sektor gospodarstw domowych, co przełożyłoby się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych. W konsekwencji skłonność firm do inwestowania uległaby dalszemu ograniczeniu.

Utrzymująca się niepewność na globalnych rynkach finansowych oraz pogorszenie koniunktury w kraju i za granicą wpłynęłyby także na ryzyko wyższego, niż w podstawowym scenariuszu projekcji listopadowej, deficytu budżetowego. W takiej sytuacji rząd prawdopodobnie podjąłby działania prowadzące do zacieśnienia polityki fiskalnej. Wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych wpłynąłby także na osłabienie, w stosunku do scenariusza bazowego projekcji listopadowej, kursu złotego, co byłoby dodatkowym czynnikiem zwiększającym relację zadłużenia publicznego do PKB (część obligacji emitowanych jest bowiem w walucie obcej). Jednocześnie jednak słabszy złoty poprzez poprawę konkurencyjności cenowej polskiego eksportu i wzrost cen importu częściowo ograniczyłby skalę osłabienia krajowego wzrostu.

Krajową koniunkturę może ograniczać również zwiększony stopień niepewności dotyczącej uwarunkowań instytucjonalnych, związany z licznymi zapowiedziami i inicjatywami zmian legislacyjnych. Mogą one osłabiać motywację przedsiębiorstw do rozpoczęcia nowych inwestycji.

Spowolnienie aktywności gospodarczej w kraju i za granicą przyczyniłoby się do zmniejszenia presji popytowej, co w połączeniu ze spadkami cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych wydłużyłoby okres deflacji w Polsce. W tym samym kierunku oddziaływałoby możliwe trwałe odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w krajach strefy euro oraz wystąpienie w tych gospodarkach tzw. efektów drugiej rundy spowodowanych przeciągającym się okresem bardzo niskiej dynamiki cen. Wpływ tych czynników na

inflację w Polsce zmniejszałoby jednak osłabienie kursu złotego oddziałujące w kierunku wyższych cen importowanych dóbr i usług oraz powiązane z procesami za granicą, możliwe obniżenie wzrostu wydajności pracy również w Polsce.

Wzrost popytu krajowego dzięki poprawie koniunktury w strefie euro

Źródłem niepewności dla projekcji listopadowej, oddziałującym tym razem w kierunku wyższej dynamiki PKB w Polsce, jest możliwość szybszego niż w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego za granicą, zwłaszcza w strefie euro. Wyższe niż założono w scenariuszu bazowym tempo wzrostu w gospodarkach krajów strefy może wynikać z silniejszego niż się obecnie wydaje oddziaływania programu skupu obligacji przez EBC. W przypadku większego niż przewidywano osłabienia kursu euro wobec dolara, kraje unii walutowej silniej zwiększyłyby swój eksport, co mogłoby przyczynić się do wzrostu inwestycji, w szczególności w warunkach łatwiejszego dostępu do kredytu. Niski koszt pieniądza, przy poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, zwiększałby również siłę nabywczą gospodarstw domowych. Szybszemu wzrostowi w strefie euro sprzyjałaby także większa niż założono w projekcji skala ekspansywności polityki fiskalnej.

Poprawa koniunktury w gospodarce strefy euro przyczyniłaby się do wyższego popytu na eksport z Polski oraz szybszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Korzystna sytuacja na krajowym rynku pracy oraz niski poziom stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych do zwiększenia konsumpcji kosztem niższej niż w scenariuszu bazowym projekcji stopy oszczędności. Wyższa w stosunku do projekcji listopadowej dynamika popytu krajowego przełożyłaby się na istotnie szybszy wzrost PKB i cen konsumenta.

W horyzoncie projekcji szybszemu wzrostowi gospodarczemu w Polsce mogą sprzyjać efekty realizacji *Planu Inwestycyjnego* Komisji Europejskiej na lata 2015-2017. W szczególności, zgodnie z zapowiedziami rządu, środki dostępne w ramach tego programu stanowić będą istotne źródło finansowania krajowego *Planu na rzecz odpowiedzialnego rozwoju*. W ostatnich miesiącach kilka dużych polskich przedsiębiorstw podpisało umowy kredytowe z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (EBI) dotyczące współfinansowania przez ten bank inwestycji o wartości ponad 7 mld zł, a dalsze projekty, których łączna wartość przekracza 24 mld zł, są w trakcie oceny. Umowy kredytowe z EBI zawarło też 2,7 tys. mniejszych firm. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej pełna realizacja planu przyczyniłaby się do wzrostu PKB Unii Europejskiej o 330-410 mld euro i stworzenia 1-1,3 mln miejsc pracy, co oprócz bezpośredniego wpływu na dynamikę krajowych inwestycji wpłynie na popyt krajowy także pośrednio, poprzez poprawę koniunktury w krajach głównych partnerów handlowych Polski.

W przypadku zmaterializowania się takiego scenariusza 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 jest związane przede wszystkim z czynnikami wpływającymi na zmiany podaży tego surowca na rynkach światowych. Obejmują

one, obok możliwego porozumienia krajów OPEC dotyczącego wielkości wydobycia ropy w najbliższych latach, wznowienie produkcji pod dnem Morza Kaspijskiego. Na kształtowanie się przyszłej podaży ropy wpływać też będzie skala ponownego wzrostu liczby wiertni, a w konsekwencji wydobycia ropy w Stanach Zjednoczonych w wyniku wzrostu cen ropy na rynkach światowych. Na niepewność dotyczącą przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się także czynniki o charakterze popytowym związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w azjatyckich krajach wschodzących.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0,0	-0,9	-0,6	1,3	1,5
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,6	0,3	-0,3	0,5	1,2
Ceny żywności (% r/r)	-0,9	-1,6	0,8	1,9	1,8
Ceny energii (% r/r)	-1,0	-4,2	-3,9	3,1	2,0
PKB (% r/r)	3,3	3,6	3,0	3,6	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	3,4	3,0	4,2	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	3,1	3,7	4,1	3,5
Spożycie publiczne (% r/r)	4,7	3,4	2,5	3,1	3,9
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	10,0	5,8	-2,6	6,1	5,4
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	-1,5	0,3	0,0	-0,6	-0,4
Eksport (% r/r)	6,4	6,8	7,7	5,7	6,0
Import (% r/r)	10,0	6,3	7,8	7,1	6,9
Wynagrodzenia (% r/r)	3,6	3,3	4,0	5,0	5,6
Pracujący (% r/r)	1,9	1,4	1,0	0,3	0,3
Stopa bezrobocia (%)	9,0	7,5	6,0	5,4	5,0
NAWRU (%)	7,0	6,8	6,4	6,1	5,8
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,4	56,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,4	2,2	1,9	3,2	3,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,4	1,2	2,1	1,7	2,5
Produkt potencjalny (% r/r)	2,5	2,7	2,9	2,9	3,1
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,9	-1,1	-1,0	-0,4	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,93	0,88	0,89	0,95	0,95
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,72	0,51	0,49	0,55	0,54
Inflacja za granicą (% r/r)	1,0	1,2	1,2	1,3	1,5
PKB za granicą (% r/r)	1,5	2,0	1,6	1,5	1,4
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,4	1,7	1,1	0,1	0,1
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,70	1,71	1,71

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP. Projekcja inflacji i PKB jest przygotowywana w oparciu o model NECMOD bazujący na danych kwartalnych – nie może więc ona uwzględniać rewizji danych rachunków narodowych GUS z 19 października br., która dotyczyła jedynie szeregów w ujęciu rocznym. Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o notowania cen kontraktów terminowych *futures* na pszenicę, wieprzowinę, odtłuszczone mleko w proszku, masło, cukier, kakao, kawę, zamrożony sok pomarańczowy, ziemniaki oraz rzepak, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2016 r.

- Data: 7 września 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała nr 5/2016 z dnia 7 września 2016 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2017.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	**Przeciw:**	K. Zubelewicz
	G. M. Ancyparowicz		
	M. Chrzanowski		
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	E. J. Osiatyński		
	J. Żyżyński		

www.nbp.pl