

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 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 1 marca 2016 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
Ramka 1: Wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na rynki wschodzące	17
2 Gospodarka krajowa	21
2.1 Ceny dóbr i usług	21
2.2 Popyt i produkcja	22
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	27
2.4 Rynek pracy	28
2.5 Rynki aktywów	30
Ramka 2: Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa	33
2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza	35
2.7 Bilans płatniczy	38
3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2015 – marzec 2016 r.	41
4 Projekcja inflacji i PKB	57
4.1 Synteza	58
4.2 Otoczenie zewnętrzne	62
4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018	66
Ramka 3: Wpływ zmian cen ropy naftowej na korekty projekcji inflacji	78
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	79
4.5 Źródła niepewności projekcji	84
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2015 – styczeń 2016 r.	91

Synteza

W gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski utrzymuje się umiarkowany wzrost gospodarczy. Jednocześnie w ostatnim czasie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury. W strefie euro wzrost gospodarczy pozostaje umiarkowany i jest wspierany głównie przez rosnący popyt konsumpcyjny w warunkach obniżającego się bezrobocia. Czynnikiem ograniczającym skalę ożywienia w tym obszarze walutowym oraz zwiększającym niepewność co do jego perspektyw jest osłabienie wzrostu gospodarczego w części gospodarek wschodzących. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy pozostaje wyższy niż w strefie euro, ale spowolnił w II połowie ub.r. W gospodarkach wschodzących będących ważnymi partnerami handlowymi Polski utrzymuje się słaba koniunktura. Rosja i Ukraina znajdują się w recesji, a wzrost aktywności gospodarczej w Chinach nadal stopniowo spowalnia.

Oslabienie koniunktury w gospodarkach wschodzących przyczyniło się do ograniczenia popytu na wiele surowców, co – wobec wysokiej podaży części z nich – doprowadziło do silnego spadku cen na globalnych rynkach surowcowych. Spadek cen surowców następujący w warunkach relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymaniu się bardzo niskiej inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki. W szczególności w strefie euro dynamika cen utrzymuje się w okolicach zera, a w regionie Europy Środkowo-Wschodniej pozostaje ujemna. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja w ostatnich miesiącach wzrosła wyraźnie powyżej zera, a inflacja bazowa od niemal roku kształtuje się w pobliżu 2%. Jednocześnie w niektórych krajach rozwijających się – w tym w Rosji – inflacja utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie.

W takich uwarunkowaniach polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje akomodacyjna, choć w zróżnicowanym stopniu. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył w marcu br. stopy procentowe oraz zwiększył skalę luzowania ilościowego. Natomiast Rezerwa Federalna (Fed) w grudniu ub.r. podwyższyła stopy procentowe o 0,25 pkt proc. Jednocześnie możliwe są kolejne podwyżki stóp procentowych Fed, choć w ostatnim okresie wzrosła niepewność co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. W ostatnim okresie politykę pieniężną nadal łagodził Bank Japonii, m.in. obniżając jedną ze stóp procentowych poniżej zera, oraz Ludowy Bank Chin, który zwiększył zakres wsparcia płynnościowego dla sektora finansowego.

Podwyższenie stóp procentowych przez Fed, a także ponowne nasilenie się obaw o perspektywy wzrostu na świecie przyczyniło się do znaczącego wzrostu niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych. Zwiększone obawy inwestorów znalazły odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji skarbowych gospodarek wschodzących i spadku rentowności obligacji skarbowych głównych gospodarek, tradycyjnie postrzeganych jako aktywa bezpieczne. Towarzyszył temu spadek indeksów giełdowych na świecie.

W Polsce utrzymuje się deflacja, choć jej skala jest obecnie mniejsza niż w poprzednich kwartałach. Spadek cen wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, przede wszystkim ze spadku cen surowców na rynkach światowych, a także niskiej dynamiki cen w otoczeniu Polski. Utrzymywaniu się deflacji w Polsce sprzyja także brak presji popytowej oraz kosztowej w krajowej gospodarce. Jednocześnie

utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy i korzystna sytuacja na rynku pracy będą oddziaływały w kierunku stopniowego wzrostu dynamiki cen, przez co w 2016 r. dynamika cen powinna być wyższa niż w 2015 r., choć nadal ograniczana negatywnym wpływem wcześniejszych spadków cen surowców.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, który w II połowie ub.r. nawet nieco przyspieszył. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez rosnące zatrudnienie i wynagrodzenia oraz dobre nastroje gospodarstw domowych. Czynnikiem wzrostu gospodarczego są również rosnące nakłady inwestycyjne firm, wyraźny wzrost dynamiki wydatków gospodarstw domowych na mieszkania, a także rosnący eksport. Ograniczająco na dynamikę PKB oddziałuje natomiast spadek wydatków inwestycyjnych samorządów związany z mniejszą skalą realizacji projektów ze środków UE.

Dobra sytuacja na rynku pracy i korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw w warunkach niższego niż w poprzednich latach oprocentowania kredytów przyczynia się do utrzymania stabilnego wzrostu akcji kredytowej w gospodarce.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Oczekiwania uczestników rynku wskazują jednak na możliwość obniżenia stóp procentowych w bieżącym roku. Mimo to rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnim okresie wzrosły. Wzrost rentowności obligacji, a także towarzyszący mu spadek cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych oraz osłabienie kursu złotego wynikały w znacznym stopniu z czynników zewnętrznych, przede wszystkim z podwyższonej niepewności na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednak na ceny polskich aktywów finansowych negatywnie oddziaływały także czynniki krajowe.

Wysoka konkurencyjność cenowa polskich produktów na rynkach zagranicznych oraz ożywienie gospodarcze w strefie euro przyczyniają się do wzrostu polskiego eksportu. Jednocześnie dobra sytuacja gospodarcza Polski oddziałuje w kierunku wzrostu importu oraz przekłada się na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich. W konsekwencji w II połowie ub.r. saldo rachunku obrotów bieżących i kapitałowych było nieznacznie ujemne. Pomimo to większość wskaźników nierównowagi zewnętrznej utrzymuje się na korzystnym poziomie, a saldo obrotów bieżących w relacji do PKB jest najwyższe od 1995 r.

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 listopad 2015 – luty 2016 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 17 marca 2016 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2015 – styczeń 2016 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono trzy ramki: *Wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na rynki wschodzące*, *Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa* oraz *Wpływ zmian cen ropy naftowej na korekty projekcji inflacji*.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp

procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 23 lutego 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,9 – 0,2% w 2016 r. (wobec 0,4 – 1,8% w projekcji z listopada 2015 r.), 0,2 – 2,3% w 2017 r. (wobec 0,4 – 2,5%) oraz 0,4 – 2,8% w 2018 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0 – 4,5% w 2016 r. (wobec 2,3 – 4,3% w projekcji z listopada 2015 r.), 2,6 – 4,8% w 2017 r. (wobec 2,4 – 4,6%) oraz 2,1 – 4,4% w 2018 r.

1 Otoczenie polskiej gospodarki

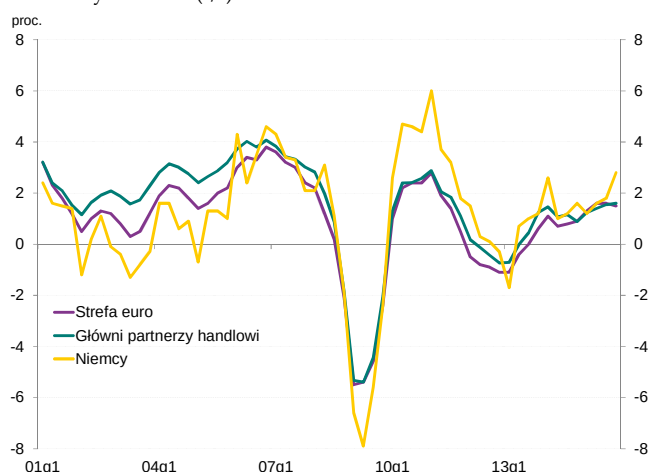
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

W gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski utrzymuje się umiarkowany wzrost gospodarczy (Wykres 1.1). Jednocześnie w ostatnim czasie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury, do czego przyczyniło się przede wszystkim osłabienie aktywności w głównych gospodarkach wschodzących.

W strefie euro utrzymuje się trwające od ponad dwóch lat umiarkowane ożywienie gospodarcze. Jest ono wspierane głównie przez poprawę sytuacji na rynku pracy i dobre nastroje konsumentów, przekładające się na wzrost popytu konsumpcyjnego. Do wzrostu PKB w strefie euro przyczynia się również stopniowy wzrost inwestycji i wydatków konsumpcyjnych sektora finansów publicznych, czemu sprzyja zwiększona dostępność kredytów oraz obniżenie rentowności obligacji skarbowych związane z silnie ekspansywną polityką pieniężną EBC, w tym prowadzonym od I kw. 2015 r. skupem aktywów (Wykres 1.2). Pomimo umiarkowanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, PKB w tym obszarze walutowym dopiero w II połowie 2015 r. powrócił do poziomu sprzed globalnego kryzysu finansowego (Wykres 1.3).

Aktywność w strefie euro jest nadal ograniczana przez wysoki poziom zadłużenia prywatnego i publicznego w znacznej części krajów strefy euro, na skutek czego dynamika inwestycji i wydatków sektora finansów publicznych pozostaje relatywnie niska. Od połowy ub.r. dynamikę inwestycji w strefie euro dodatkowo obniża wzrost niepewności dotyczącej perspektyw koniunktury w największych gospodarkach wschodzących. Wpływa to negatywnie na eksport

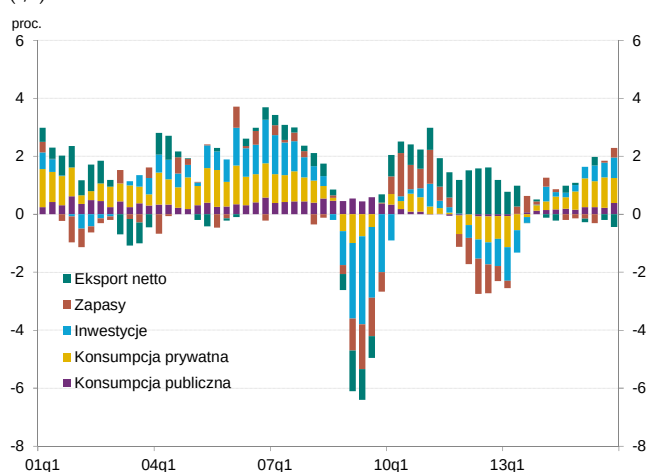
Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



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

Średnia roczna dynamika PKB u głównych partnerów handlowych Polski – średnia dynamika PKB krajów stanowiących 80% ogółu eksportu Polski (strefy euro, Wielkiej Brytanii, Czech, Rosji, Szwecji, Węgier, Stanów Zjednoczonych, Ukrainy, Turcji i Rumunii), ważona udziałem w eksporcie w pierwszych jedenastu miesiącach 2015 r.

Wykres 1.2 Dekompozycja wzrostu gospodarczego w strefie euro (r/r)



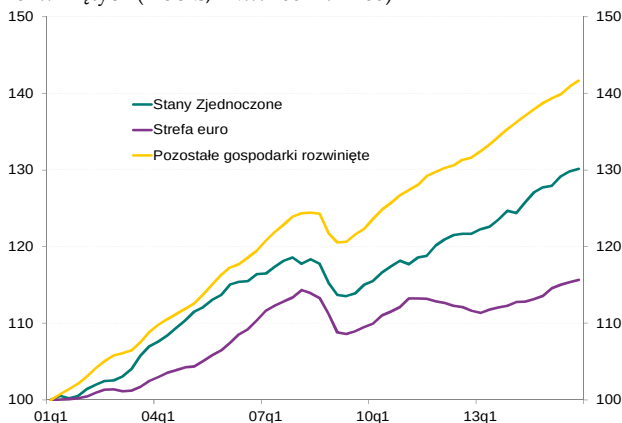
Źródło: Dane Eurostat.

strefy euro, zarówno do tych gospodarek, jak i do części krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które są powiązane z sektorem eksportowym krajów strefy euro poprzez tzw. globalne sieci podaży. Dynamika eksportu w strefie euro w II połowie ub.r. obniżyła się, co było widoczne zwłaszcza w gospodarce niemieckiej. Mimo to wzrost gospodarczy w Niemczech nadal przyspieszał ze względu na rosnący popyt krajowy.

Stopniowe ożywienie gospodarcze w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech, przyczyniało się do dalszego wzrostu dynamiki PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.4), jakkolwiek głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w tym regionie był dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego, a w części krajów również zwiększenie dynamiki wydatków inwestycyjnych związane ze wzrostem wykorzystania środków unijnych.

W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w II połowie ub.r. spowolnił, choć pozostaje wyższy niż w strefie euro. Ograniczająco na dynamikę PKB w tym kraju oddziałuje obniżenie inwestycji w sektorze wydobywczym spowodowane silnym spadkiem cen ropy naftowej. Wzrost gospodarczy obniża także – choć w mniejszym stopniu – osłabienie aktywności w przemyśle, zwłaszcza eksportowym, związane częściowo z silnym umocnieniem dolara amerykańskiego w ub.r. Jednocześnie wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych nadal wspiera poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy, dobre nastroje konsumentów i utrzymywanie się najwyższych od 2007 r. cen nieruchomości. Ponadto ważnym czynnikiem wzrostu aktywności gospodarczej, zwłaszcza inwestycji, jest nadal niski koszt kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w warunkach wciąż bardzo łagodnej – pomimo podwyższenia stóp procentowych Rezerwy Federalnej – polityki

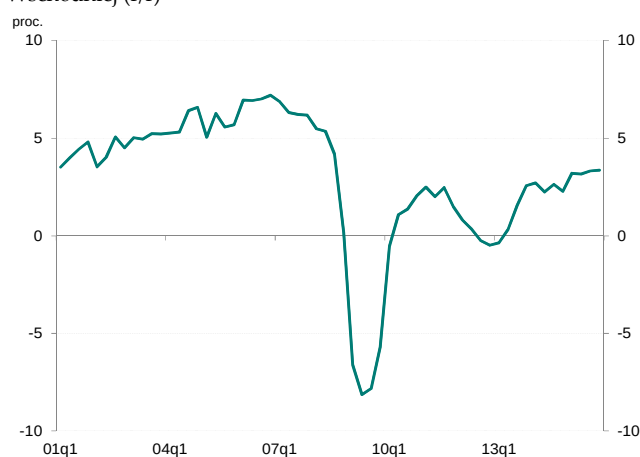
Wykres 1.3 Poziom PKB w cenach stałych w krajach rozwiniętych (indeks, I kw. 2001 r. = 100)



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

Pozostałe gospodarki rozwinięte – gospodarki wytwarzające 80% PKB krajów rozwiniętych, po wyłączeniu Stanów Zjednoczonych i strefy euro (Australia, Kanada, Korea, Szwecja, Szwajcaria i Wielka Brytania), średnia ważona PKB w cenach bieżących.

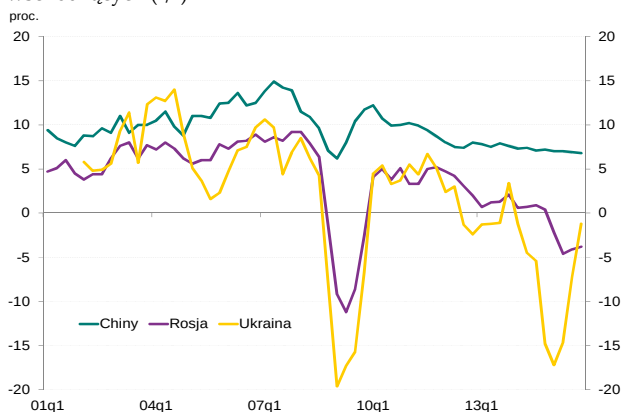
Wykres 1.4 Wzrost gospodarczy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

Średnia roczna dynamika PKB w Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Estonii, na Litwie, na Łotwie, w Rumunii, na Słowacji, w Słowenii i na Węgrzech, ważona PKB w cenach bieżących.

Wykres 1.5 Wzrost PKB w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

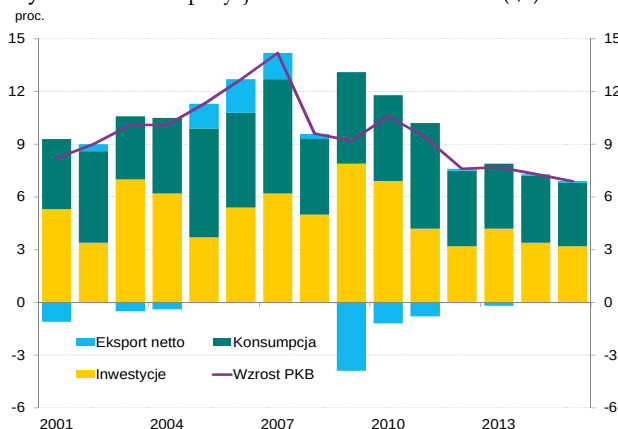
pieniężnej (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W gospodarkach wschodzących będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, utrzymuje się słaba koniunktura (Wykres 1.5). Rosja i Ukraina znajdują się w recesji. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy nadal stopniowo obniża się i w ub.r. osiągnął najniższy poziom od 25 lat, choć pozostaje znacznie wyższy w porównaniu do wielu gospodarek wschodzących. Główną przyczyną spadku dynamiki PKB w tym kraju jest spowalnianie wzrostu inwestycji, spowodowane głównie występowaniem znacznej nadwyżki niesprzedanych mieszkań na tamtejszym rynku nieruchomości, wysokim na tle innych gospodarek poziomem zadłużenia sektora prywatnego i niemożnością dalszego stymulowania wzrostu kosztem szybko rosnącego zadłużenia przedsiębiorstw. Ważnym czynnikiem spowalniania wzrostu gospodarczego w Chinach w ostatnich latach jest systematyczne obniżanie się dynamiki eksportu związane zarówno ze spadkiem konkurencyjności kosztowej tego kraju, jak i utrzymywaniem się względnie niskiego wzrostu gospodarczego na świecie po globalnym kryzysie finansowym. Dodatkowo znaczący wzrost ekspansywności polityki fiskalnej w ostatnich latach ogranicza możliwości stymulowania wzrostu gospodarczego poprzez zwiększenie wydatków budżetowych (Wykres 1.6, Wykres 1.7).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

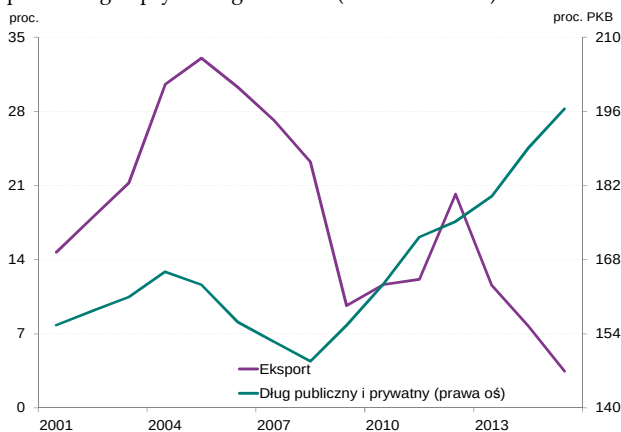
Inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje bardzo niska, a w ostatnich miesiącach dodatkowo się obniżyła. Wynika to zarówno ze spadku cen surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), jak i relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*), wpływającego na utrzymywanie się inflacji bazowej w wielu krajach poniżej wieloletniej średniej (Wykres 1.8).

Wykres 1.6 Dekompozycja wzrostu PKB w Chinach (r/r)



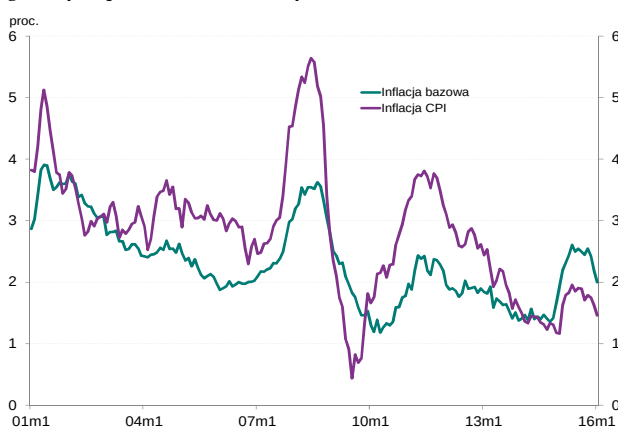
Źródło: Dane chińskiego urzędu statystycznego, obliczenia NBP.

Wykres 1.7 Dynamika eksportu Chin (r/r) i relacja długu publicznego i prywatnego do PKB (średnia 3-letnia)



Źródło: Dane Bloomberg, MFW i Banku Światowego, obliczenia NBP.

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji CPI oraz CPI bazowej u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Średnia inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych u głównych partnerów handlowych Polski, tj. w krajach, z których pochodzi 80% importu Polski (strefa euro, Chiny, Rosja, Czechy, Wielka Brytania i Szwecja), ważona udziałem tych krajów w imporcie Polski w 2015 r. Inflacja bazowa w krajach europejskich definiowana jako inflacja z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej i energii, w Chinach – jako inflacja z wyłączeniem cen żywności, w Rosji – jako inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii.

W strefie euro inflacja od II połowy 2014 r. utrzymuje się w okolicach zera. Jest to spowodowane silnym spadkiem cen energii i obniżeniem dynamiki cen żywności. Jednocześnie pomimo umiarkowanego ożywienia gospodarczego inflacja bazowa w strefie euro kształtuje się w okolicach historycznych minimów. Utrzymywanie się bardzo niskiej inflacji w strefie euro oddziałuje negatywnie na dynamikę cen w innych krajach europejskich, w tym krajach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie przeciętnie dynamika cen od ponad roku utrzymuje się poniżej zera (Wykres 1.9).

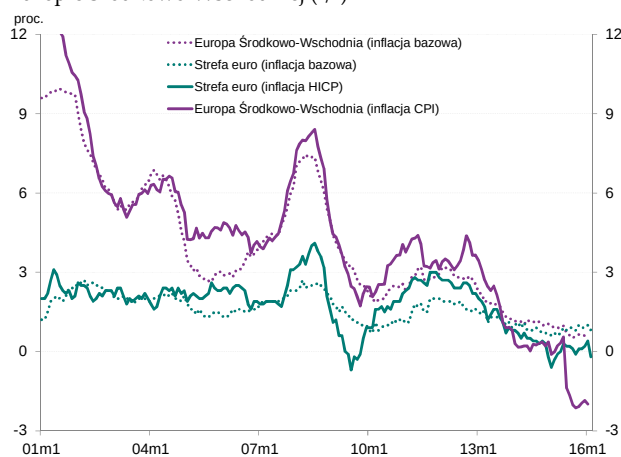
Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja wzrosła wyraźnie powyżej zera w ostatnich miesiącach, a inflacja bazowa od niemal roku kształtuje się w pobliżu 2%. Względnie wysokiej dynamice cen w tym kraju sprzyja utrzymujący się – pomimo pewnego spowolnienia w II połowie ub.r. – wysoki na tle głównych gospodarek wzrost aktywności gospodarczej (Wykres 1.10).

W Chinach roczny wskaźnik inflacji znajduje się nieznacznie poniżej wieloletniej średniej, co wynika zarówno ze stopniowego spowolnienia wzrostu gospodarczego, jak i niskiej dynamiki cen żywności oraz spadku cen paliw. Z kolei w niektórych krajach rozwijających się inflacja utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, co ma głównie związek z silną deprecjacją ich walut w ciągu ostatniego roku. Deprecjacja ta była związana z perspektywą zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, a w krajach będących eksporterami netto surowców – dodatkowo ze spadkiem cen na rynkach surowcowych. Dotyczy to w szczególności Rosji, której waluta w ostatnich miesiącach spadła do najniższego poziomu w historii.

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców na światowych rynkach obniżyły się silnie w ostatnich kwartałach, co wynika przede wszystkim z ich

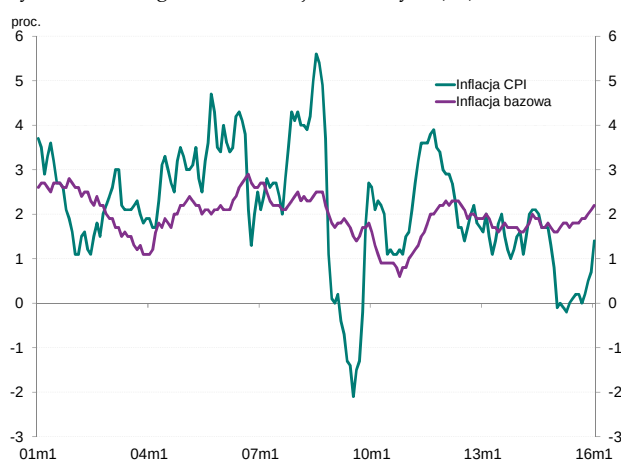
Wykres 1.9 Wskaźniki inflacji CPI oraz CPI z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej i energii w strefie euro oraz Europie Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji dla Europy Środkowo-Wschodniej – średnia arytmetyczna wskaźników inflacji dla Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Rumunii, Słowacji, Słowenii oraz Węgier.

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji CPI oraz CPI z wyłączeniem żywności i energii w Stanach Zjednoczonych (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

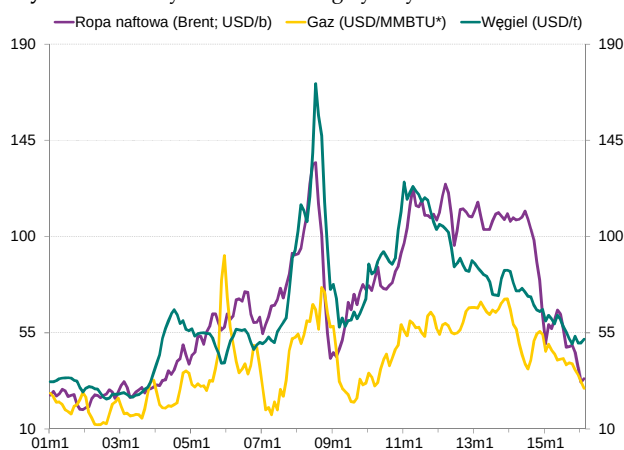
wysokiej podaży i słabnącego popytu w gospodarce światowej.

Silny spadek cen dotyczy szczególnie ropy naftowej, której światowa produkcja nadal szybko rośnie przy jedynie umiarkowanej dynamice popytu na ten surowiec. W rezultacie ceny ropy kształtują się obecnie w pobliżu 30 USD/b, tj. są zbliżone do średniego poziomu w latach 2003-2004. W kolejnych kwartałach nierównowaga pomiędzy podażą a popytem na ropę będzie się prawdopodobnie utrzymywała, w związku ze zniesieniem sankcji na jej eksport przez Iran oraz zapowiadanym utrzymaniem wysokiego wydobycia ropy w Arabii Saudyjskiej i Rosji oraz malejącym zapotrzebowaniem na ten surowiec ze strony Chin.

Silny spadek cen dotyczył również węgla kamiennego i gazu, czyli surowców energetycznych istotnych – podobnie jak ropa – z punktu widzenia procesów inflacyjnych w Polsce. Na ceny tych surowców negatywnie oddziałują przede wszystkim czynniki popytowe. Spadek zapotrzebowania na węgiel wynika z obniżającego się popytu z Chin i innych krajów rozwijających się, restrykcyjnej polityki klimatycznej i spadku cen alternatywnych źródeł energii. Z kolei spadek popytu na gaz ziemny wynika z ograniczonego zużycia tego surowca do celów grzewczych w związku z relatywnie ciepłą zimą w Europie (Wykres 1.11).

Na relatywnie niskich poziomach utrzymują się także ceny surowców rolnych, choć ich spadek w ostatnich miesiącach był słabszy i nie dotyczył wszystkich surowców. W szczególności – w warunkach utrzymującej się wysokiej podaży – spadały ceny mięsa, nabiału oraz pszenicy.

Wykres 1.11 Ceny surowców energetycznych



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w USD maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje akomodacyjna, choć w zróżnicowanym stopniu (Wykres 1.13; Wykres 1.14).

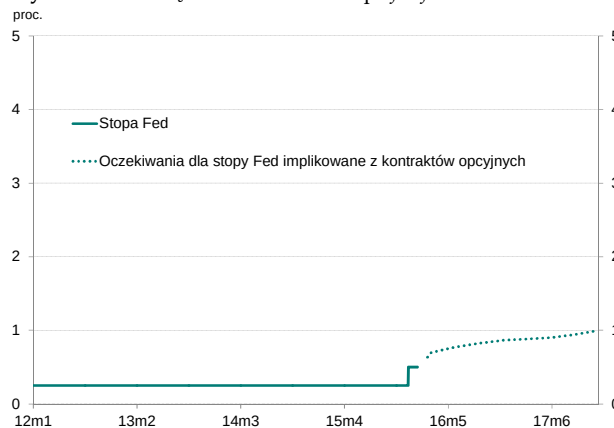
W grudniu ub.r. Rezerwa Federalna (Fed) podwyższyła stopy procentowe po siedmiu latach utrzymywania ich na poziomie bliskim zera. Tym samym przedział wahań dla stopy *fed funds* wzrósł o 0,25 pkt proc. do 0,25-0,50%. Jednocześnie możliwe są kolejne podwyżki stóp procentowych Fed, choć w ostatnim czasie znacząco wzrosła niepewność co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.15). Jest to związane z sygnałami osłabienia aktywności gospodarczej w tym kraju, a także spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) w ostatnich miesiącach zwiększył skalę ekspansywności polityki pieniężnej. W szczególności obniżył stopy procentowe, w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do zera oraz stopę depozytową do -0,4%. Dodatkowo zwiększył skalę programu zakupu aktywów z 60 do 80 mld euro miesięcznie i poszerzył jego zakres o obligacje korporacyjne sektora niefinansowego, określając okres obowiązywania tego programu do co najmniej marca 2017 r.

W ostatnim okresie również Bank Japonii zwiększył ekspansywność polityki pieniężnej. W szczególności obniżył on jedną ze swoich stóp procentowych poniżej zera (do -0,10%), dokonał rozszerzenia zakresu skupowanych aktywów i wydłużenia ich przeciętnej zapadalności.

Politykę pieniężną łagodzi również Ludowy Bank Chin, który na początku br. zwiększał zakres wsparcia płynnościowego dla sektora

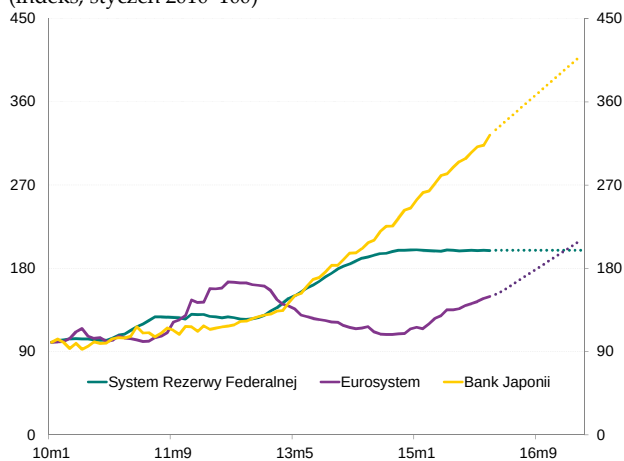
Wykres 1.13 Bieżąca i oczekiwana stopa *fed funds*



Źródło: Dane Bloomberg.

Oczekiwana stopa *fed funds* obliczona na podstawie kontraktów opcyjnych na rynku trzymiesięcznej stopy procentowej.

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



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg i banków centralnych.

Dla sumy bilansowej Eurosystemu prognoza wyznaczona przy założeniu jej wzrostu o 60 mld EUR w marcu br. i 80 mld EUR miesięcznie począwszy od kwietnia br., dla sumy bilansowej Banku Japonii – o ok. 7 bln JPY miesięcznie, dla sumy bilansowej Fed – przy założeniu jej niezmiennego wielkości.

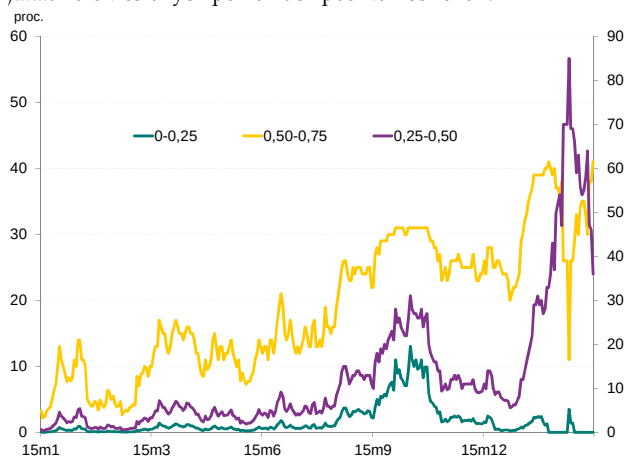
finansowego i po raz kolejny obniżył stopę rezerw obowiązkowych. Ponadto chiński bank centralny kontynuuje stopniową zmianę reżimu walutowego polegającą na dopuszczeniu większych wahań kursu juana w relacji do dolara amerykańskiego. Przyczyną zmiany reżimu kursowego w Chinach są z jednej strony zalecenia MFW, związane z włączeniem juana do koszyka SDR, a z drugiej strony znaczne koszty interwencji walutowych w celu stabilizacji kursu juana w relacji do dolara amerykańskiego. Na skutek interwencji walutowych i silnego odpływu kapitału z Chin poziom rezerw dewizowych obniżył się w ostatnich dwóch latach o ok. 20%.

Stopień zróżnicowania polityki pieniężnej pozostałych banków centralnych zwiększył się w ostatnich miesiącach. Było to związane z nasilającą się dywergencją polityki pieniężnej głównych banków centralnych, różnym stopniem wrażliwości poszczególnych krajów na tę dywergencję, a także na wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych oraz spadek cen surowców. W niektórych krajach, głównie w Ameryce Łacińskiej, banki centralne zacieśniały politykę pieniężną. Z kolei w krajach europejskich i azjatyckich obniżały one stopy procentowe lub utrzymywały je na historycznie niskim poziomie. Większość banków centralnych w Europie utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, a niektóre stosują dodatkowo niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, m.in. w postaci skupu aktywów finansowych (szwedzki Riskbank) lub górnego ograniczenia dla poziomu kursu walutowego (Czechy).

1.5 Światowe rynki finansowe

Na międzynarodowych rynkach finansowych nastąpił istotny wzrost niepewności w ostatnim okresie. Było to związane początkowo z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez Fed (por. *Ramka 1: Wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na rynki wschodzące*), a

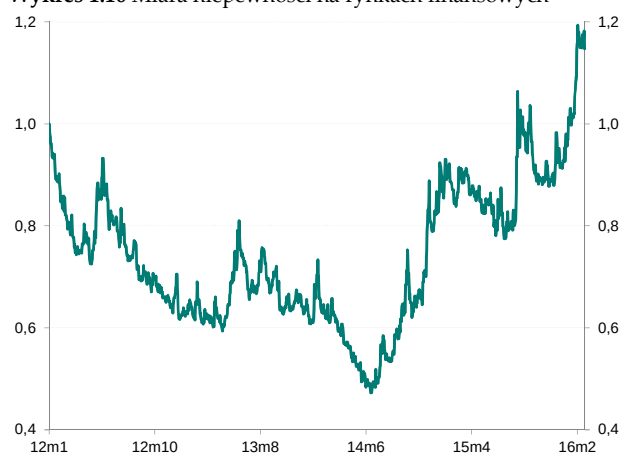
Wykres 1.15 Prawdopodobieństwa kształtowania się stopy *fed funds* na określonych poziomach pod koniec 2016 r.



Źródło: Dane Bloomberg.

Prawdopodobieństwa wyznaczone w oparciu o kontrakty na rynku *fed funds futures*.

Wykres 1.16 Miara niepewności na rynkach finansowych



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg.

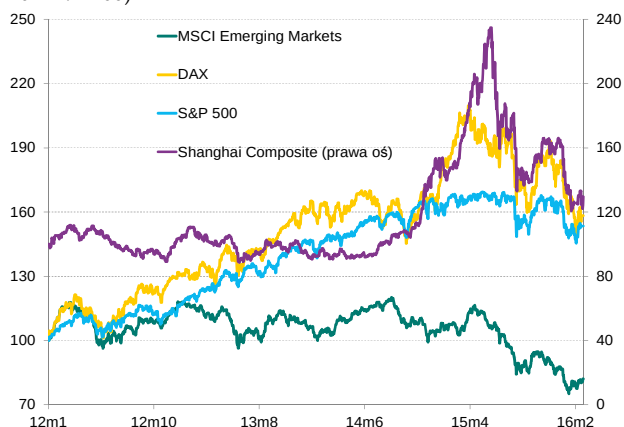
Średnia miar zmienności na rynku ropy naftowej, walut głównych gospodarek rozwiniętych (G7) i wschodzących, kontraktów opcyjnych na indeks giełdowy S&P (VIX), a także spreadu pomiędzy rentownościami obligacji o najwyższym i najniższym ratingu inwestycyjnym oraz obligacji amerykańskich i gospodarek wschodzących.

następnie także z nasileniem się obaw o perspektywy wzrostu na świecie, głównie w Chinach oraz krajach będących eksporterami netto surowców, a także w Stanach Zjednoczonych. W przypadku Chin dodatkowym źródłem wzrostu wyceny ryzyka była niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej, w szczególności kursowej.

Zwiększone obawy inwestorów znalazły odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji skarbowych gospodarek wschodzących oraz spadku indeksów giełdowych na świecie, zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się (Wykres 1.17, Wykres 1.18, Wykres 1.19). W krajach europejskich w kierunku silnego obniżenia cen akcji oddziaływała dodatkowo mniejsza od oczekiwań skala poluzowania polityki pieniężnej przez EBC w grudniu 2015 r.

Wzrost zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych, a także podwyższona niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej i utrzymywanie się niskiej inflacji na świecie znalazły odzwierciedlenie w spadku rentowności obligacji skarbowych w głównych gospodarkach, tradycyjnie postrzeganych jako aktywa bezpieczne.

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



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.18 Kursy wybranych walut w relacji do dolara amerykańskiego (indeks, styczeń 2012=100, wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.19 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w wybranych gospodarkach rozwiniętych i wschodzących



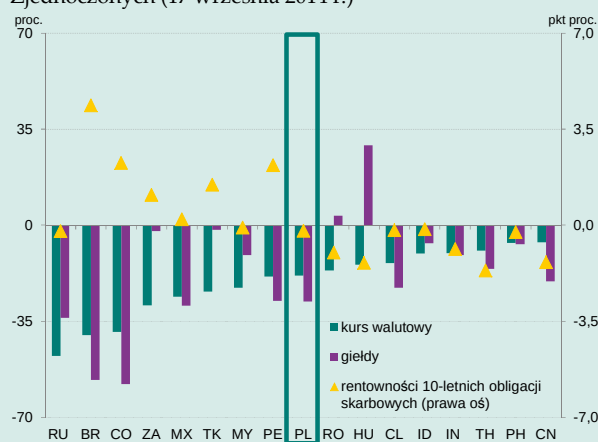
Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg.

Dla gospodarek wschodzących średnia ważona PKB, w skład której wchodzi rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Brazylii, Rosji, Indii, Chin, RPA, Indonezji, Malezji, Filipin, Meksyku, Peru, Kolumbii, Chile, Węgier, Rumunii i Turcji.

Ramka 1: Wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na rynki wschodzące

W grudniu 2015 r. amerykański bank centralny (Rezerwa Federalna, Fed) po raz pierwszy od 2006 r. podwyższył stopy procentowe. Decyzja ta została podjęta po stosunkowo długim okresie utrzymywania bardzo ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym po niemal sześciu latach prowadzenia skupu aktywów finansowych. Sygnalizowanie zamiaru zakończenia skupu aktywów (tzw. *QE taper tantrum*), a następnie zapowiedź podnoszenia stóp procentowych wywołały znaczny wzrost premii za ryzyko na międzynarodowych rynkach finansowych. Był on szczególnie znaczący w gospodarkach wschodzących, które doświadczyły wówczas najsilniejszego w historii odpływu kapitału. W efekcie waluty większości gospodarek wschodzących znacząco się osłabiły względem dolara, prowadząc do silnego wzrostu inflacji w tych krajach. Ponadto ceny ich aktywów finansowych, w tym akcji, obligacji skarbowych i korporacyjnych, istotnie się obniżyły (Wykres R.1.1, Wykres R.1.3).

Wykres R.1.1 Zmiany na rynkach wschodzących od momentu ogłoszenia zasad zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (17 września 2014 r.)



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg.
BR = Brazylia, CL = Chile, CN = Chiny, PH = Filipiny, IN = Indie, ID = Indonezja, CO = Kolumbia, MY = Malezja, MX = Meksyk, PE = Peru, PL = Polska, RU = Rosja, RO = Rumunia, ZA = RPA, TH = Tajlandia, TR = Turcja, HU = Węgry; kolejność krajów na wykresie według skali deprecjacji walut.

Bezpośrednio po grudniowej podwyżce stóp procentowych przez Fed sytuacja na rynkach finansowych chwilowo się ustabilizowała, do czego przyczyniła się zapowiedź względnie powolnego tempa podwyżek stóp procentowych. Jednak w kolejnych tygodniach zmienność na rynkach finansowych, w tym wschodzących, ponownie wzrosła. Wynikało to głównie z obaw o perspektywę wzrostu gospodarek wschodzących, przy utrzymującej się niepewności co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz jej wpływu na gospodarki wschodzące (zob. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W niniejszej ramce przedstawiono główne zagrożenia dla gospodarek wschodzących wynikające z zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Podwyżki stóp procentowych Fed a zadłużenie gospodarek wschodzących

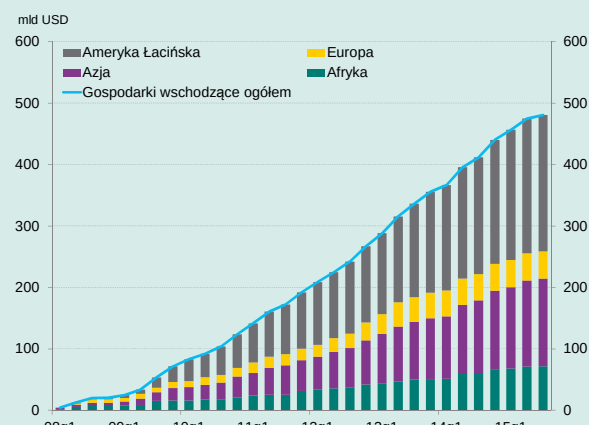
Podwyżki stóp procentowych Fed oddziałują w kierunku aprecjacji dolara amerykańskiego i przyczyniają się do obniżenia cen aktywów w Stanach Zjednoczonych, w tym akcji, a przede wszystkim – do wzrostu długoterminowych stóp procentowych w tym kraju. Jednocześnie, ze względu na szczególną rolę dolara jako najważniejszej waluty światowej oraz obligacji amerykańskich jako globalnych aktywów wolnych od ryzyka, wzrost rentowności amerykańskich papierów skarbowych prowadzi do zwiększenia się długoterminowych stóp procentowych w gospodarkach powiązanych ze Stanami Zjednoczonymi. To z kolei może negatywnie oddziaływać na koniunkturę w tych gospodarkach poprzez wzrost kosztów obsługi długu prywatnego i publicznego. Problem ten dotyczy w szczególności gospodarek wschodzących, a jego skala zależy nie tylko od wzrostu rentowności obligacji skarbowych w tych krajach, ale także od poziomu zadłużenia publicznego i prywatnego, w tym korporacyjnego, podmiotów w tych krajach.

Na przykład w Brazylii, gdzie dług publiczny wynosi ok. 70% PKB, a rentowności od września 2014 r. zwiększyły się o ok. 500 pb, koszty obsługi długu w 2015 r. wyniosły 8% PKB. Dług publiczny w gospodarkach wschodzących wzrósł średnio o niemal 10 pkt proc. PKB – szczególnie silnie w Rosji, Malezji i niektórych krajach latynoamerykańskich. Negatywny wpływ zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na gospodarki wschodzące jest wzmocniony przez obserwowany w ostatnich latach silny przyrost zadłużenia sektora prywatnego, zwłaszcza przedsiębiorstw. W okresie 2008-14 zadłużenie przedsiębiorstw w krajach rozwijających się wzrosło średnio z ok. 50% do ok. 75% PKB.

Chociaż dominującą formą zobowiązań przedsiębiorstw w krajach rozwijających się pozostają kredyty bankowe

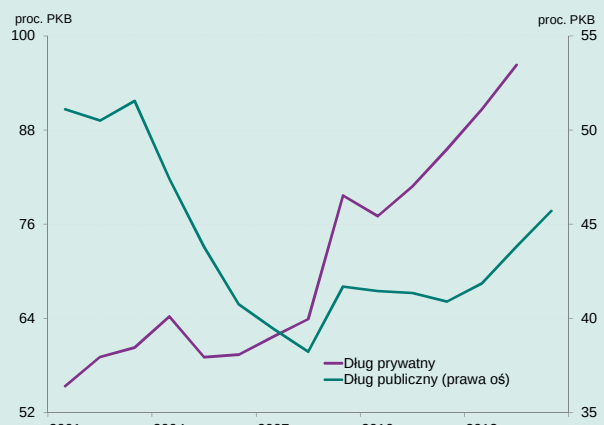
(ok. 84% ogółu zobowiązań przedsiębiorstw), to w ostatnich latach silnie wzrosło zadłużenie z tytułu emisji obligacji korporacyjnych, w szczególności denominowanych w walutach obcych. Ich udział w zobowiązaniach przedsiębiorstw w gospodarkach wschodzących podwoił się od 2008 r. i w 2014 r. wynosił ok. 16% ogółu tych zobowiązań. Wartość emisji netto obligacji korporacyjnych denominowanych w dolarze amerykańskim od globalnego kryzysu finansowego wzrosła o 480 mld USD – w największym stopniu w krajach Ameryki Łacińskiej (Wykres R.1.2) – i wraz z emisjami obligacji denominowanymi w innych głównych walutach stanowiła w 2014 r. ok. 55% ogółu wyemitowanych obligacji korporacyjnych w gospodarkach wschodzących. Przedsiębiorstwa zwiększały swoje zadłużenie w walutach obcych również poprzez wzrost kredytów zaciąganych w bankach zagranicznych. W rezultacie, w niektórych krajach, zwłaszcza Ameryki Łacińskiej, ponad 60% firm posiada zobowiązania w walucie innej niż lokalna. Taka sytuacja zwiększa wrażliwość przedsiębiorstw na zacieśnienie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Trudności z obsługą zadłużenia mogą być bowiem zwiększane przez towarzyszącą zacieśnianiu polityki pieniężnej Fed silną aprecjację dolara.

Wykres R.1.2 Skumulowane emisje obligacji korporacyjnych w dolarach amerykańskich w gospodarkach wschodzących od 2008 r.



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych BIS.

Wykres R.1.3 Dług publiczny i prywatny w wybranych gospodarkach wschodzących



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

Na wykresie uwzględniono średnią relację długu publicznego i prywatnego do PKB w Brazylii, Chile, Chinach, w Filipinach, w Indiach, Indonezji, Kolumbii, Malesji, Meksyku, Peru, Polsce, Rosji, Rumunii, RPA, Tajlandii, Turcji i na Węgrzech, ważoną PKB.

Podsumowując, zacieśnienie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych może przyczyniać się do pogorszenia sytuacji w sektorze przedsiębiorstw i stwarzać zagrożenie dla stabilności sektora finansowego w wybranych gospodarkach wschodzących o wysokim poziomie zadłużenia przedsiębiorstw, zwłaszcza zagranicznego, w tym walutowego¹. Jednak skala tego ryzyka jest zróżnicowana pomiędzy poszczególnymi krajami. Wzrost zadłużenia przedsiębiorstw po globalnym kryzysie finansowym koncentrował się w większych krajach rozwijających się (w Chinach, Brazylii, Indiach, Turcji), azjatyckich (Tajlandii i Korei) oraz Ameryce Łacińskiej (Chile, Peru, Meksyku, Kolumbii). Z kolei w Europie Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, zadłużenie przedsiębiorstw w relacji do PKB w tym okresie nie wzrosło.

Mapa ryzyka gospodarek wschodzących

Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że skala odpływu kapitału i zmian cen aktywów finansowych w okresie zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed oraz QE *taper tantrum* różniła się znacząco pomiędzy poszczególnymi krajami. Kraje o słabszych fundamentach gospodarczych, wyższym poziomie zadłużenia prywatnego i publicznego oraz większej skali uzależnienia od napływu kapitału portfelowego, doświadczały wówczas silniejszej deprecjacji waluty krajowej, większego wzrostu rentowności oraz silniejszych spadków

¹ Dodatkowo wzrost zadłużenia przedsiębiorstw koncentrował się w sektorach, których rentowność ostatnio silnie się obniżyła, a jej perspektywy – w świetle dalszego zacieśniania globalnych warunków monetarnych – pozostają niekorzystne, tj. w sektorze wydobywczym i budownictwie.

indeksów giełdowych. Najważniejsze z czynników zwiększających podatność rynków wschodzących na zacieśnienie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych przedstawia Tabela R.1.1.

Tabela R.1.1 Czynniki ryzyka wpływu podnoszenia stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na gospodarki wschodzące

	BRIC				Ameryka Łacińska				Azja				EMEA				
	BR	RU	IN	CN	CL	CO	PE	MX	ID	MY	PH	TH	HU	PL	RO	ZA	TR
Saldo obrotów bieżących/PKB (%)	- 4.4	3.2	- 1.3	2.1	- 1.2	- 5.2	- 4.0	- 2.0	- 3.0	4.3	4.4	3.3	4.0	- 2.0	- 0.4	- 5.4	- 5.8
Rezerwy walutowe/PKB (%)	15.5	20.8	15.9	37.7	15.7	12.4	30.9	15.1	12.6	34.3	28.0	38.8	30.4	18.4	21.7	14.0	16.0
Rewizja wzrostu gospodarczego (pkt. proc.)	- 4.4	- 2.7	1.9	- 0.1	- 0.7	- 1.2	- 2.0	- 0.9	- 0.7	- 0.4	- 0.4	- 1.3	0.4	0.2	0.6	- 1.1	- 0.2
Wzrost gospodarczy (%)	- 2.6	- 2.6	7.1	7.0	2.1	3.1	2.2	2.5	4.8	6.0	5.9	2.7	3.0	3.5	3.5	1.5	3.3
Inflacja (%)	9.0	15.6	4.9	1.4	4.3	5.0	3.5	2.7	6.4	3.1	1.4	- 0.9	- 0.1	- 0.9	- 0.6	4.6	7.7
Deficyt finansów publicznych/PKB (%)	- 6.2	- 1.2	- 7.0	- 1.2	- 1.5	- 1.8	- 0.3	- 4.6	- 2.1	- 3.6	0.9	- 0.8	- 2.6	- 3.0	- 1.9	- 3.8	- 1.0
Kredyt/PKB (%)	69.1	59.3	51.2	63.4	109.4	52.7	34.0	31.1	36.5	120.6	39.2	146.7	43.5	52.2	31.2	151.5	74.6
Obligacje korporacyjne w USD/PKB (%)	5.6	4.8	3.3	0.4	19.4	10.9	15.9	14.0	3.1	11.0	14.7	1.7	13.9	3.2	b.d.	6.7	12.0
Dług publiczny w USD/dług zagraniczny (%)	89.0	91.9	83.1	1.3	74.2	85.1	90.4	25.8	91.4	91.1	86.2	87.3	62.2	26.8	38.2	37.5	61.6
Zaangażowanie nierezydentów na rynku SPW (%)	18.4	29.9	3.7	8.5	19.0	16.0	38.0	36.0	38.0	46.0	b.d.	15.2	26.6	38.9	18.0	33.7	20.3

Rewizja wzrostu gospodarczego – zmiana prognozy wzrostu PKB na 2015 r. w ciągu 2015 r. według mediany Bloomberg. BR = Brazylia, CL = Chile, CN = Chiny, PH = Filipiny, IN = Indie, ID = Indonezja, CO = Kolumbia, MY = Malezja, MX = Meksyk, PE = Peru, PL = Polska, RU = Rosja, RO = Rumunia, ZA = RPA, TH = Tajlandia, TR = Turcja, HU = Węgry.

Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg, Banku Światowego, BIS, MFW, urzędów statystycznych, banków centralnych, instytucji zarządzających długiem, czynniki ryzyka wpływu zacieśnienia polityki pieniężnej za Escolano i in. (2014) i Mishra i in. (2014).

Na tle innych gospodarek wschodzących Polska charakteryzuje się dobrymi fundamentami makroekonomicznymi, w tym stabilnym wzrostem gospodarczym i niską skalą nierównowagi zewnętrznej. Ponadto deficyt na rachunku bieżącym jest w ponad połowie finansowany przez inwestycje bezpośrednie oraz inne stabilne źródła, w tym kapitały własne i reinwestowane zyski (zob. szerzej *Ramka 2: Ocena nierównowag makroekonomicznych. Polska na tle krajów Unii Europejskiej w Raporcie o inflacji – lipiec 2015*). Polski nie dotyczy obecnie również problem nadmiernego zadłużenia publicznego i prywatnego, będący istotnym czynnikiem ryzyka dla wielu gospodarek wschodzących. W ostatnich latach deficyt sektora finansów publicznych systematycznie się obniżał (z 7,5% w 2010 r. do 3% PKB w 2015 r.), a udział obligacji skarbowych denominowanych w walutach obcych jest stosunkowo niewielki na tle średniej dla krajów rozwijających się (31% wobec 70%). Emisje długu korporacyjnego w Polsce, w tym denominowane w walutach obcych, co prawda zwiększyły się, lecz pozostają względnie niskie na tle innych gospodarek wschodzących (Tabela R.1.1). Tym samym poziom zadłużenia prywatnego jest bardzo niski na tle krajów rozwijających się (63,2% wobec 114,5% PKB), a zadłużenie przedsiębiorstw w walucie obcej pozostaje w okolicach średniej dla tej grupy krajów (21,2% wobec 22,2% PKB).

Jednocześnie istotnym źródłem finansowania deficytu budżetowego i deficytu w obrotach bieżących w Polsce pozostają środki inwestorów zagranicznych. Skala zaangażowania nierezydentów na polskim rynku skarbowych papierów wartościowych jest nieco wyższa niż w innych gospodarkach wschodzących (37% wobec średniej wynoszącej 23%). Jednak baza inwestorów zagranicznych jest silnie zdywersyfikowana i charakteryzuje się znacznym udziałem inwestorów o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, w tym banków centralnych.

Choć kontynuacja podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych wydaje się mniej prawdopodobna niż kilka miesięcy temu, to pozostaje ona istotnym czynnikiem ryzyka dla koniunktury i stabilności systemów finansowych gospodarek wschodzących, a przez to w gospodarce światowej. W związku z tym może mieć ona nadal istotny wpływ na kurs złotego i ceny krajowych aktywów, a także na sytuację gospodarczą w Polsce. Wpływ możliwego zacieśnienia monetarnego w Stanach Zjednoczonych na polskie rynki finansowe powinien być jednak łagodzony przez dobre fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki (w tym niski poziom zadłużenia prywatnego i publicznego) oraz jednocześnie zwiększanie skali ekspansji monetarnej w strefie euro, która jest głównym partnerem handlowym i finansowym Polski.

2 Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

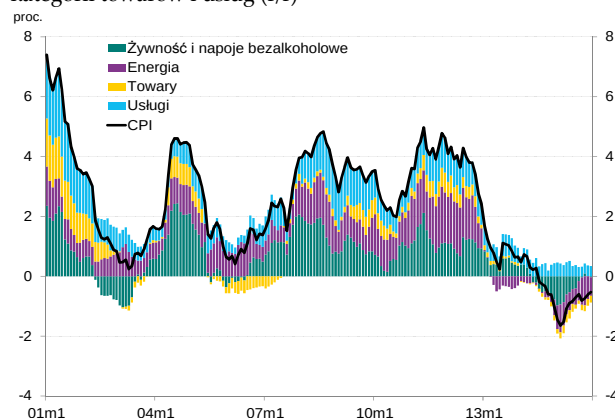
W Polsce utrzymuje się deflacja, choć jej skala jest obecnie mniejsza niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.1)².

Spadek cen wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim ze spadku cen surowców na rynkach światowych i związanego z nim obniżenia się cen energii. W ostatnich miesiącach, pomimo dalszego spadku cen ropy na rynkach światowych, skala spadku cen energii w Polsce była już niższa, co przy wzroście dynamiki cen żywności, związanym z ograniczeniem podaży niektórych produktów w następstwie suszy w miesiącach letnich 2015 r., przyczyniło się do zmniejszenia deflacji.

Oslabieniu spadku cen konsumpcyjnych sprzyjał również wzrost dynamiki cen importu wynikający z wyraźnie słabszego niż rok wcześniej kursu złotego wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.2). Natomiast dynamika cen w otoczeniu Polski pozostaje bardzo niska. W szczególności wśród głównych partnerów handlowych Polski utrzymuje się jedynie umiarkowane ożywienie aktywności gospodarczej, które – w warunkach niskich cen surowców – przekłada się na brak presji inflacyjnej.

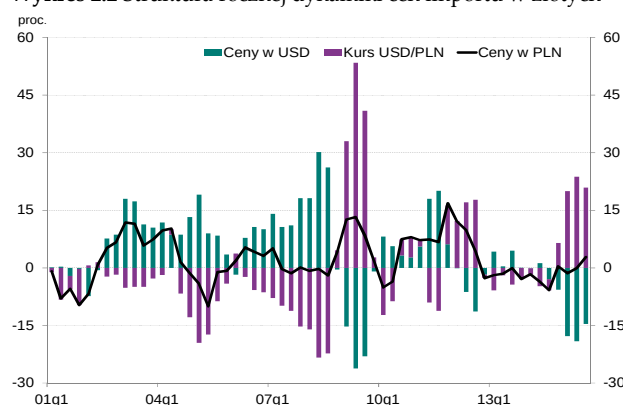
Oprócz niskiego tempa zmian cen w otoczeniu Polski, utrzymywaniu się deflacji w kraju sprzyja również brak presji popytowej, odzwierciedlony w niskim poziomie inflacji bazowej (Wykres 2.3), a także brak presji kosztowej, przejawiający się

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



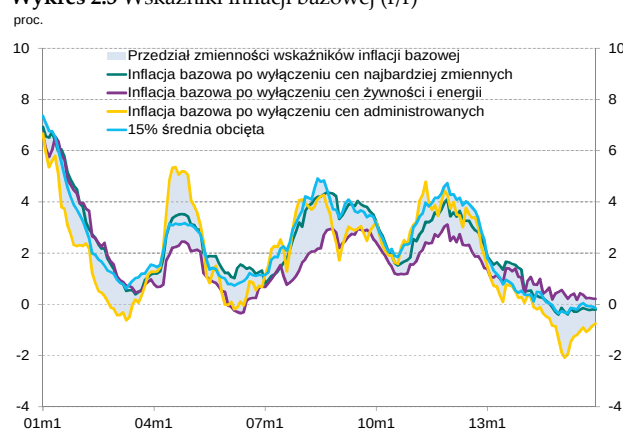
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Struktura rocznej dynamiki cen importu w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

² Według wstępnych danych GUS w styczniu 2016 r. inflacja obniżyła się do -0,7% r/r. Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych, GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego. W związku z tym analiza styczniowych zmian cen w poszczególnych grupach zostanie przedstawiona w kolejnym *Raporcie*.

spadkiem cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.4).

Jednocześnie utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy i korzystna sytuacja na rynku pracy będą oddziaływały w kierunku stopniowego wzrostu dynamiki cen, przez co w 2016 r. dynamika cen powinna być wyższa niż w 2015 r., choć nadal ograniczana negatywnym wpływem wcześniejszych spadków cen surowców. Na stopniowy wzrost dynamiki cen wskazują także prognozy formułowane przez analityków sektora finansowego i ankietowanych ekonomistów (Tabela 2.1).

2.2 Popyt i produkcja

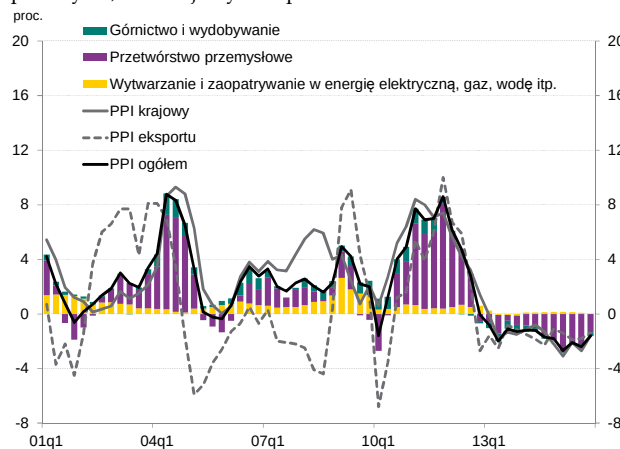
W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej. Zgodnie z danymi GUS wzrost PKB w II połowie ub.r. nieznacznie przyspieszył pozostając na zbliżonym poziomie do dynamiki produktu potencjalnego.

Głównym źródłem wzrostu gospodarczego jest rosnący popyt konsumpcyjny (Wykres 2.5). Znaczący – choć niższy niż w I połowie ub.r. – udział we wzroście PKB ma także dynamika inwestycji. Wzrostowi gospodarczemu sprzyja również rosnący eksport.

2.2.1 Konsumpcja

Od kilku kwartałów wzrost popytu konsumpcyjnego jest stabilny i zbliżony do 3% (Wykres 2.6). Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyja wysoki poziom zatrudnienia i spadek bezrobocia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), a także dalszy wzrost wynagrodzeń, który wraz z utrzymującą się deflacją zwiększa realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Popyt konsumpcyjny jest także wspierany przez dobre nastroje konsumentów, zwiększające ich skłonność do zakupów (Wykres 2.7). W kierunku wzrostu konsumpcji oddziałuje również stabilny wzrost

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



Źródło: Dane GUS, Eurostat.

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

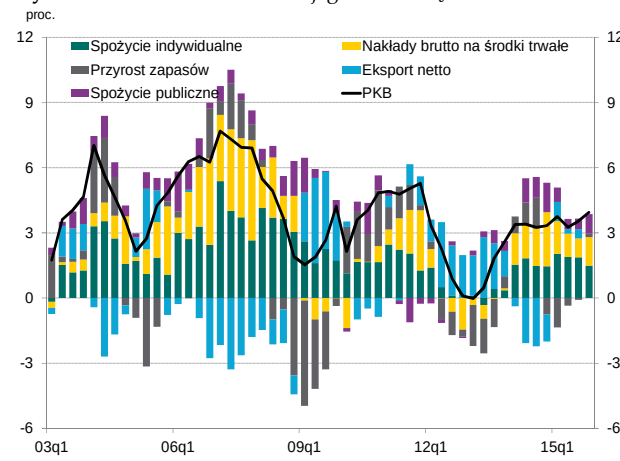
	2015			2016	
	paź	lis	gru	sty	lut
Inflacja CPI oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy					
Konsumenty*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Przedsiębiorstwa	0,2**	-	0,2	-	-
Oczekiwana średnioroczna inflacja CPI					
Analitycy sektora finansowego					
- w 2016 r.	-	1,1	1,1	0,6	0,1
- w 2017 r.	-	2,1	2,0	1,6	1,7
- w 2018 r.	-	-	-	2,3	2,0
Ankieta Makroekonomiczna NBP					
- w 2016 r.	1,3**	-	0,9	-	-
- w 2017 r.	1,9**	-	1,8	-	-

Źródło: Dane GUS, NBP, Thomson Reuters.

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

**Dane z ankiety z września 2015 r.

Wykres 2.5 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

kredytów konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.6 *Akcja kredytowa i podaż pieniądza*).

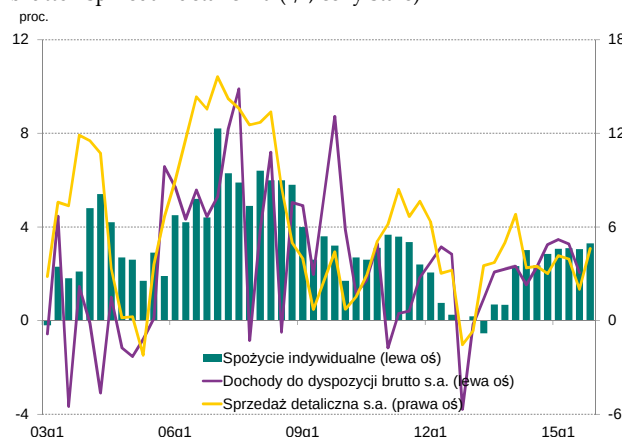
2.2.2 Inwestycje

Inwestycje w gospodarce rosną w umiarkowanym tempie. Ich dynamika w II połowie 2015 r. obniżyła się w stosunku do poprzedniego półrocza, co wynikało w znacznym stopniu ze spadku wydatków inwestycyjnych samorządów w związku z mniejszą skalą realizacji projektów ze środków UE (Wykres 2.8).

Głównym źródłem wzrostu inwestycji w gospodarce pozostają inwestycje przedsiębiorstw. Ich dynamika w II półroczu ub.r. nieznacznie się obniżyła, pozostając jednak powyżej swojej wieloletniej średniej. Do wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw przyczynia się oczekiwany przez firmy wzrost popytu na ich produkty i wysoki stopień wykorzystania przez nie zdolności wytwórczych (Wykres 2.9). Jednocześnie rosnącej aktywności inwestycyjnej firm sprzyja ich korzystna sytuacja finansowa umożliwiając finansowanie projektów ze środków własnych, a także wysoka dostępność i niskie oprocentowanie kredytów. Czynniki te będą prawdopodobnie wspierały inwestycje także w kolejnych kwartałach. Mimo to dynamika inwestycji przedsiębiorstw na początku bieżącego roku może się nieco osłabić – choć prawdopodobnie jedynie przejściowo – w związku z podwyższoną niepewnością co do perspektyw wzrostu gospodarki globalnej³.

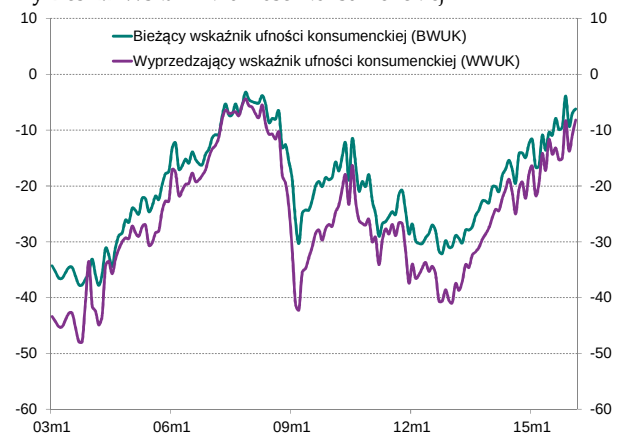
Istotny wkład w dynamikę inwestycji w gospodarce wnoszą także nadal inwestycje mieszkaniowe, których wzrost w II półroczu ub.r. wyraźnie przyspieszył. Do ożywienia tej kategorii inwestycji przyczynia się systematyczny wzrost zatrudnienia i realnych wynagrodzeń, zwiększający zarówno zdolność do finansowania

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



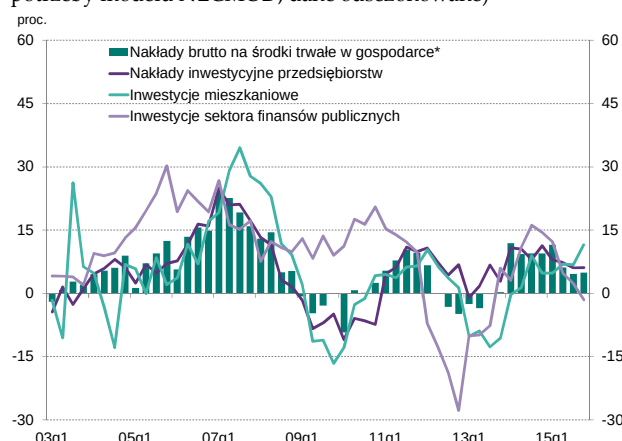
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*/ Dane GUS (dane nieodsezonowane).

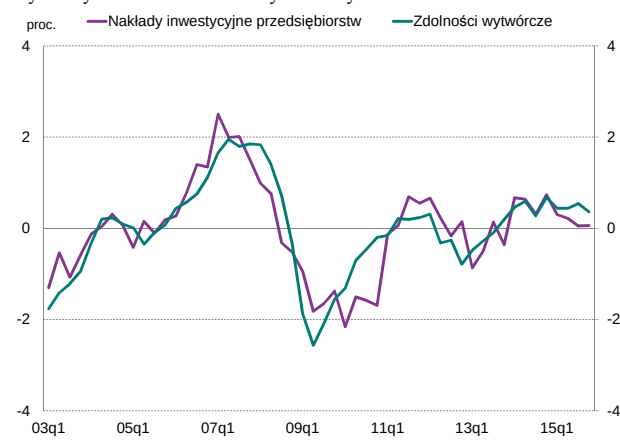
³ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz na I kw. 2016 r., NBP, styczeń 2016 r.

zakupów mieszkań ze środków własnych, jak również ich dostępność kredytową. Dostępność kredytową mieszkań zwiększają także niższy niż w poprzednich latach poziom oprocentowania kredytu oraz rozszerzenie od września 2015 r. rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych”⁴. Jednocześnie na wzrost sprzedaży mieszkań wpływa relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji mieszkaniowych, która wyraźnie przewyższała zwrot z długoterminowych obligacji skarbowych czy lokat bankowych⁵.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

W 2015 r. nastąpiła dalsza poprawa sytuacji sektora finansów publicznych. Głównym źródłem obniżenia deficytu sektora, podobnie jak w 2014 r., był wzrost dochodów ze składek na ubezpieczenie społeczne związany ze zmianami w funkcjonowaniu systemu emerytalnego⁶, a także spadek kosztów obsługi długu publicznego. Jednocześnie ograniczeniu deficytu sprzyjało relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków sektora finansów publicznych związane m.in. z utrzymaniem zamrożenia wynagrodzeń pracowników podsektora rządowego i nauczycieli oraz spadkiem wydatków majątkowych jednostek samorządu terytorialnego, w związku z końcem unijnej perspektywy finansowej 2007-2013. W efekcie, biorąc pod uwagę spadek poziomu cen, realne tempo wzrostu wydatków było zbliżone do wzrostu potencjalnego PKB, co oznacza, że nie nastąpiło zacieśnienie polityki fiskalnej po stronie wydatkowej. Ponieważ jednocześnie nie zmieniła się restrykcyjność polityki fiskalnej po stronie dochodowej, jej łączny wpływ na popyt

Wykres 2.9 Dynamika inwestycji przedsiębiorstw na tle wykorzystania zdolności wytwórczych*



Źródło: Obliczenia na podstawie danych GUS, NBP.

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

⁴ We wrześniu 2015 r. weszła w życie ustawa o zmianie ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi, której efektem było m.in. rozszerzenie zakresu programu „Mieszkanie dla Młodych” o rynek wtórny mieszkań.

⁵ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2015 r. NBP, grudzień 2015.

⁶ Wzrost ten wynikał z ograniczenia od lipca 2014 r. składek przekazywanych do OFE. Obecnie do OFE przekazywane są jedynie składki osób, które zadeklarowały chęć dalszego ich przekazywania na rachunek w OFE (jedynie ok. 18% uprawnionych).

zagregowany był w 2015 r. zbliżony do neutralnego⁷.

W 2016 r. polityka fiskalna będzie prawdopodobnie dodatnio oddziaływała na zagregowany popyt. W kierunku pobudzenia koniunktury będzie oddziaływać przede wszystkim wzrost wydatków o charakterze socjalnym, związany z wprowadzeniem nowego świadczenia wychowawczego (Program Rodzina 500+). Wzrost ten ma zostać częściowo zrekompensowany wprowadzeniem nowych podatków – od niektórych instytucji finansowych oraz od handlu⁸. Natomiast dynamika wydatków na bieżące funkcjonowanie jednostek sektora finansów publicznych oraz na inwestycje publiczne pozostanie – zgodnie z Ustawą budżetową na rok 2016 – umiarkowana⁹.

2.2.4 Handel zagraniczny

Obroty w handlu zagranicznym rosną w umiarkowanym tempie, przy czym wzrost eksportu nieco przyspieszył w II połowie ub.r., zaś dynamika importu – po przejściowym wzroście w III kw. – osłabiła się w IV kw. (Wykres 2.10)¹⁰.

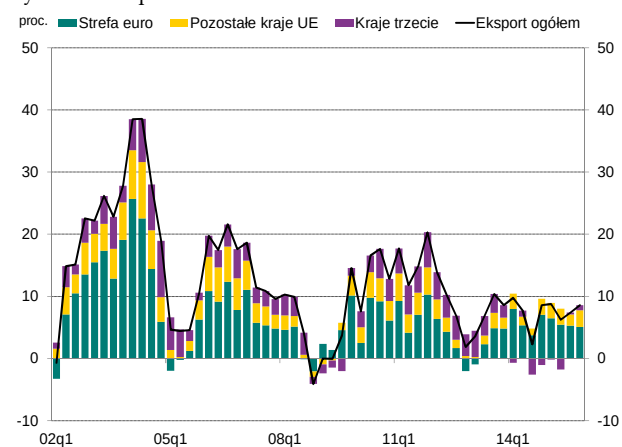
Dynamika eksportu Polski wzrosła w II połowie ub.r. mimo spadku wartości handlu światowego¹¹. Czynnikiem zwiększającym odporność polskiego eksportu na spadek wartości globalnej wymiany handlowej jest znaczny udział dóbr konsumpcyjnych w jego strukturze. W

Wykres 2.10 Nominalna roczna dynamika eksportu i importu towarów



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.11 Dekompozycja geograficzna nominalnej rocznej dynamiki eksportu towarów



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁷ Poprawa wyniku całego sektora finansów publicznych w 2015 r. nastąpiła pomimo znaczącego wzrostu deficytu budżetu państwa (z ok. 29 mld zł w 2014 r. do poziomu poniżej 44 mld zł w 2015 r.). Pogorszenie salda budżetu wynikało bowiem w głównej mierze z wydatków jednorazowych (rozliczenia zakupu samolotów wielozadaniowych F-16) oraz wzrostu dotacji na rzecz innych podsektorów (FUS), a więc czynników nie wpływających na wynik sektora finansów publicznych (w ujęciu ESA'10).

⁸ Według Ustawy budżetowej na rok 2016 wydatki z tytułu Programu Rodzina 500+ wyniosą ok. 0,9% PKB, dochody z tytułu nowych podatków wyniosą ok. 0,4% PKB.

⁹ Deficyt sektora finansów publicznych w 2016 r. powinien pozostać poniżej 3% PKB, czemu sprzyjać będą m.in. jednorazowe wpływy budżetowe z tytułu sprzedaży częstotliwości telekomunikacyjnych.

¹⁰ Wzrost wartości handlu usługami pozostał w II połowie 2015 r. relatywnie szybki. Z danych NBP wynika, że roczna dynamika eksportu usług wyniosła 8,9% w II połowie ub.r. (na podstawie danych za III kw. i miesięcznych danych z okresu październik - grudzień) wobec 8,6% w II kw., zaś dynamika importu usług w II połowie ub.r. wyniosła 5,7% r/r (wobec 5,9% r/r w II kw.). W niniejszym rozdziale dane o usługach nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich bardziej szczegółowego rozbicia umożliwiającego dekompozycję geograficzną albo po grupach towarów. Bardziej szczegółowe dane GUS obejmują jedynie handel towarami, który jest analizowany w niniejszym rozdziale.

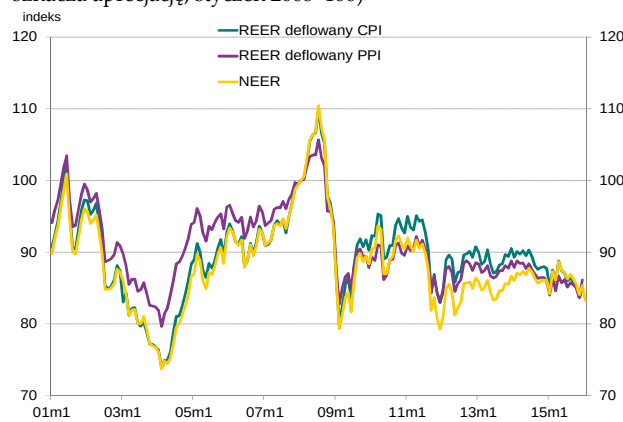
¹¹ W II połowie ub.r. wzrost wolumenu handlu światowego spowolnił do 2,1% r/r wobec 2,4% r/r w II kw., podczas gdy ceny w handlu międzynarodowym obniżyły się o 13,8% r/r wobec spadku o 14,0% r/r (na podstawie danych CPB).

efekcie sprzedaż eksportowa do strefy euro – wobec postępującego w tym obszarze walutowym ożywienia gospodarczego opartego głównie na wzroście popytu konsumpcyjnego – nadal się zwiększała i była głównym źródłem wzrostu polskiego eksportu (Wykres 2.11)¹². Jednocześnie osłabienie handlu międzynarodowego ograniczało wzrost polskiego eksportu innych dóbr do krajów strefy euro i pozostałych krajów UE, co w szczególności dotyczyło dóbr wytwarzanych w ramach globalnych łańcuchów dostaw.

Ponadto, wzrostowi eksportu w II połowie ub.r. sprzyjało osłabienie kursu złotego względem walut wielu partnerów handlowych Polski, w tym wobec euro (Wykres 2.12), które przyczyniało się do utrzymania wysokiej opłacalności polskiego eksportu (Wykres 2.13)¹³. Jednocześnie udział eksportu w przychodach eksporterów pozostaje od dłuższego czasu stabilny, co może sugerować, że czynniki cenowe mają ograniczony wpływ na wolumen sprzedaży zagranicznej polskich przedsiębiorstw.

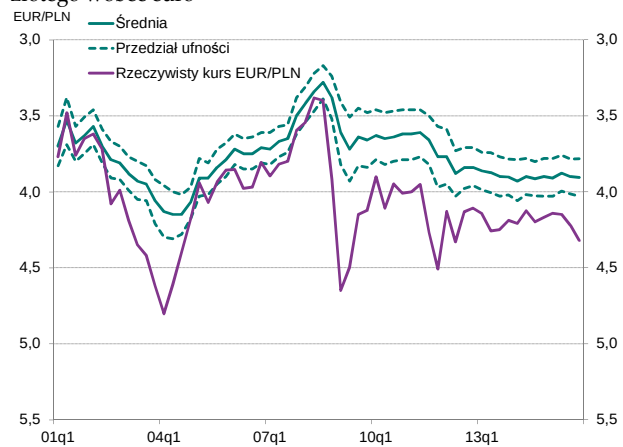
Oslabienie złotego oddziaływało także w kierunku wyższych cen produktów importowanych, co w warunkach stabilnego wzrostu gospodarczego w kraju i przyspieszającego eksportu sprzyjało zwiększeniu dynamiki wartości importu w II połowie ub.r.¹⁴ Jednocześnie wzrost wartości importu w tym okresie był ograniczany przez spadek cen wielu surowców na rynkach światowych.

Wykres 2.12 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP, Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.

Wykres 2.13 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i obliczenia NBP.

¹² W II połowie ub.r. w kierunku przyspieszenia wzrostu eksportu Polski oddziaływał także niewielki wzrost – po roku spadków – sprzedaży do krajów spoza UE. Wzrost dynamiki eksportu do tej grupy krajów wynikał częściowo ze wzrostu dynamiki eksportu do krajów byłego ZSRR, do którego przyczynił się statystyczny efekt bazy związany z silnym spadkiem tego eksportu w II połowie 2014 r.

¹³ Na wysoką opłacalność polskiego eksportu wskazuje niski udział firm deklarujących nieopłacalność swojego eksportu oraz wysoki udział eksportu w przychodach eksporterów. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz na I kw. 2016 r.*, NBP, styczeń 2016 r.

¹⁴ Dodatni wpływ deprecjacji kursu walutowego na wartość importu wynika z ograniczonej możliwości substytucji dóbr importowanych dobrami krajowymi w krótkim okresie.

2.2.5 Produkcja

Dekompozycja sektorowa PKB wskazuje, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego jest rosnąca aktywność w przemyśle i usługach (Wykres 2.14). Wkład budownictwa do wzrostu wartości dodanej pozostaje natomiast niski.

Dane o produkcji przemysłowej potwierdzają – widoczną w danych z rachunków narodowych – kontynuację wzrostu aktywności w przemyśle, w tym jego przyspieszenie w IV kw. ub.r.¹⁵ Jednocześnie stabilnie rosnący portfel zamówień oraz wskaźniki nastrojów przedsiębiorstw mogą sygnalizować, że umiarkowany wzrost produkcji utrzyma się także w kolejnych kwartałach (Wykres 2.15).

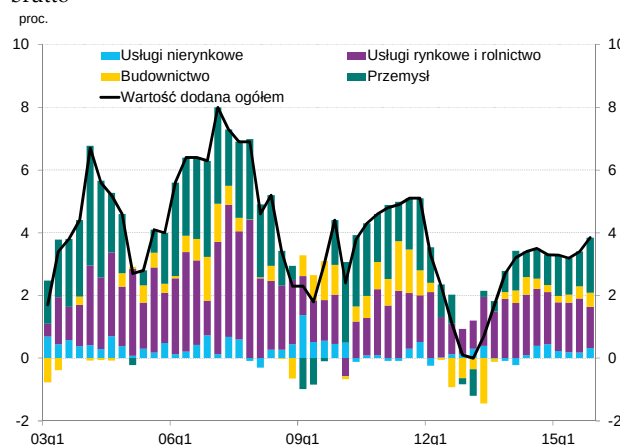
Wzrost aktywności w sektorze usług jest związany w szczególności ze zwiększeniem obrotów w handlu detalicznym w II połowie 2015 r., czemu sprzyjała przede wszystkim dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, wspierająca wzrost konsumpcji gospodarstw domowych. Czynniki te powinny oddziaływać w kierunku utrzymania dobrej koniunktury w sektorze usług także na początku 2016 r. Na kontynuację wzrostu aktywności w usługach wskazują również pozytywne nastroje firm w tym sektorze.

Z kolei ujemna dynamika produkcji budowlano-montażowej oraz portfela zamówień w tej branży wskazują, że koniunktura w budownictwie prawdopodobnie pozostanie niekorzystna mimo relatywnie dobrej sytuacji w części tego sektora, tj. w budownictwie mieszkaniowym (Wykres 2.16).

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

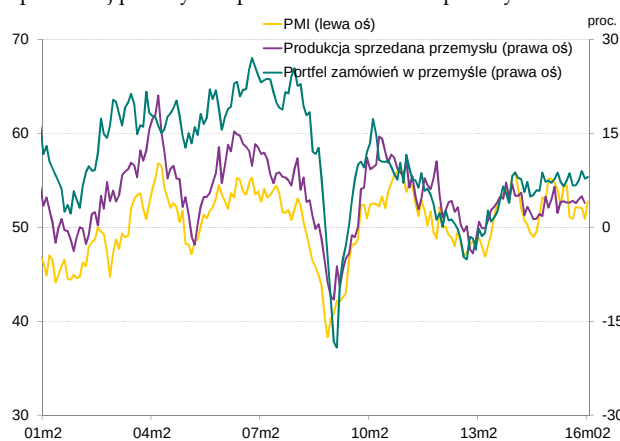
Mimo trwającej od kilku kwartałów deflacji w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się dobra sytuacja finansowa i płynnościowa, co potwierdzają ostatnie dane (tj. obejmujące III kw.

Wykres 2.14 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



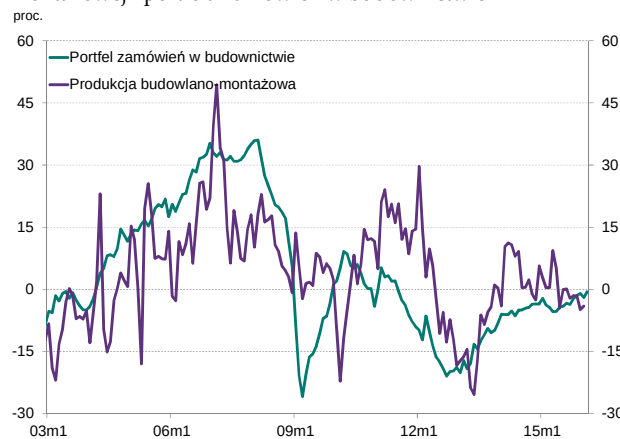
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.15 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

Wykres 2.16 Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

¹⁵ W styczniu br. dynamika produkcji przemysłowej spowolniła (do 1,4% r/r wobec 6,8% r/r w grudniu ub. r.), co jednak było związane z działaniem czynników sezonowych i jednorazowych.

2015 r.). Odsetek przedsiębiorstw rentownych pozostaje wysoki, rośnie również odsetek firm o wysokiej rentowności (Tabela 2.2).

Chociaż wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w III kw. ub.r. wyraźnie się obniżył, to wynikało to głównie z oddziaływania czynników jednorazowych, dotyczących pojedynczych firm i nie świadczy o pogorszeniu sytuacji całego sektora (Wykres 2.17).

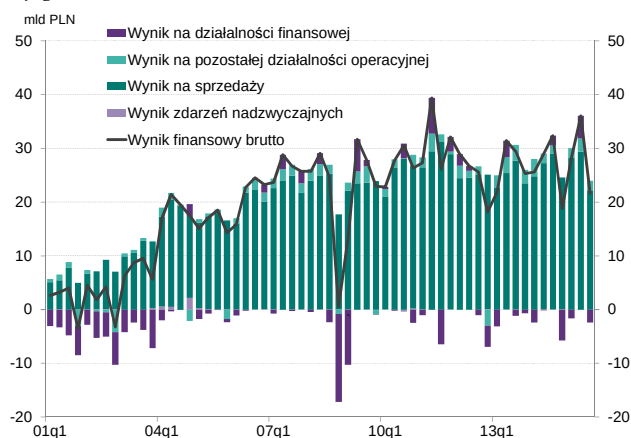
Wynik na sprzedaży firm uległ obniżeniu w związku z istotnym wzrostem kosztów na tej działalności wynikającym z odpisu amortyzacyjnego dokonanego przez jedną ze spółek energetycznych¹⁶. Jednak po usunięciu wpływu tego czynnika wyniki przedsiębiorstw na sprzedaży poprawiły się w stosunku do okresu przed rokiem¹⁷. Poprawie tej sprzyjał wzrost popytu krajowego i zagranicznego postępujący w warunkach spadku cen surowców i umiarkowanej dynamiki płac.

Jednocześnie sektor przedsiębiorstw odnotował stratę na pozostałej działalności (tj. finansowej i pozostałej działalności operacyjnej), jednak do pogorszenia tego wyniku w znacznym stopniu przyczynił się spadek przychodów z dywidend w jednym przedsiębiorstwie¹⁸.

2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu poprawia się. Zatrudnienie w gospodarce rośnie systematycznie od kilku kwartałów i osiągnęło najwyższy poziom w historii (Wykres 2.18). Umiarkowane obecnie tempo wzrostu zatrudnienia przy utrzymującym się szybkim wzroście popytu na pracę – odzwierciedlonym w

Wykres 2.17 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

	2011	2012	2013	2014				2015		
				q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
dane średniokresowe (proc.)										
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,3	4,3	4,3	4,5	4,7	4,8	3,9	4,9	4,9	3,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,5	3,4	3,8	3,8	4,1	4,5	2,4	3,9	5,0	2,9
Odsetek firm rentownych (sa)	70,8	69,7	72,6	75,6	75,0	74,9	74,7	76,6	76,1	75,9
Odsetek firm o wysokiej rentowności (sa)*	31,4	29,7	32,7	34,7	35,3	35,5	35,0	36,2	36,4	37,0
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	0,38	0,34	0,35	0,34	0,35	0,36	0,39	0,38	0,36	0,37

Źródło: Dane GUS.

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

¹⁶ Spółka odnotowała spadek wartości aktywów trwałych, który został ujęty jako odpis amortyzacyjny i uwzględniony w kosztach sprzedaży.

¹⁷ Po wyeliminowaniu efektu zwiększonych kosztów amortyzacji zysk przedsiębiorstw na sprzedaży wzrósł w III kw. 2015 r. o 6,8% r/r.

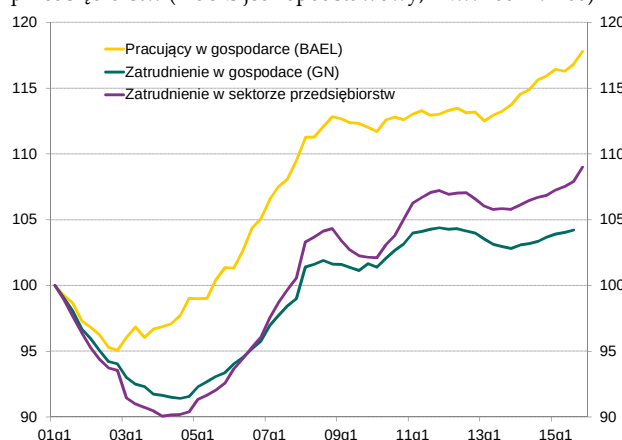
¹⁸ Spadek przychodów z dywidend w tej firmie był statystycznym efektem bazy związanym ze znacznym wzrostem tych przychodów w III kw. 2014 r., kiedy zaksięgowano jako dywidendę akcje otrzymane od powiązanej firmy.

wysokiej dynamice ofert pracy – może wskazywać na rosnące trudności pracodawców ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Choć problem ten jest sygnalizowany przez coraz większą liczbę firm, to udział przedsiębiorstw dla których stanowi on barierę rozwoju pozostaje niski¹⁹.

Wzrost liczby pracujących w gospodarce przyczynia się do dalszego obniżenia stopy bezrobocia, która zbliża się do poziomów z końca 2008 r. (Wykres 2.19)²⁰. Według BAEL, spadek stopy bezrobocia w IV kw. miał miejsce mimo wzrostu aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym.

Relatywnie niskie bezrobocie oraz wysoki popyt na pracę oddziałują w kierunku dalszej poprawy pozycji pracowników i poszukujących pracy w negocjacjach płacowych z pracodawcami. Mimo to badania ankietowe NBP wskazują na nadal stosunkowo słabą presję pracowników na wzrost płac. Jej skala może być ograniczana przez utrzymujący się spadek cen konsumpcyjnych, zwiększający dochody do dyspozycji w ujęciu realnym. Jednocześnie niska pozostaje również skłonność pracodawców do podwyżek płac co można wiązać z trwającą deflacją cen producenta, obniżającą rentowność niektórych firm. W efekcie dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce – w tym w sektorze przedsiębiorstw – utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.20)²¹. Stabilizacji dynamiki nominalnych wynagrodzeń towarzyszył przez znaczną część ubiegłego roku wzrost wydajności pracy w gospodarce. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy kształtuje się na relatywnie niskim

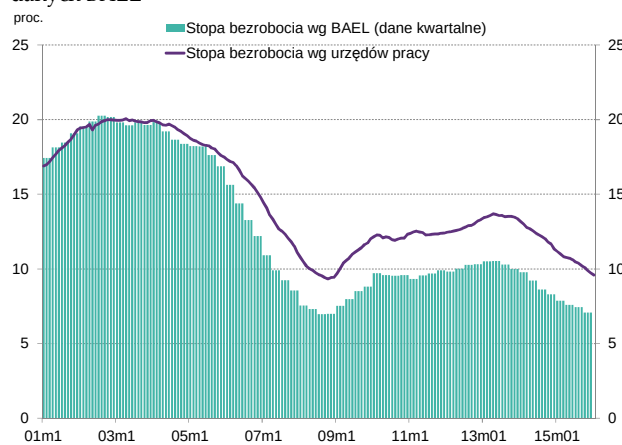
Wykres 2.18 Pracujący w gospodarce (według BAEL) oraz zatrudnienie w gospodarce narodowej (GN) i w sektorze przedsiębiorstw (indeks jednopodstawowy, I kw. 2001 r.=100)



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. urlop, chorobę) lub pomagały nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej. Zatrudnienie w gospodarce narodowej (GN) to przeciętna liczba osób wykonujących w okresie sprawozdawczym pracę przynoszącą zarobek we wszystkich sektorach gospodarki z wyłączeniem rolnictwa, obrony narodowej i bezpieczeństwa publicznego, oraz osób pomagających nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej, w przeliczeniu na pełne etaty. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest natomiast definiowane jako przeciętna liczba pracujących w okresie sprawozdawczym w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób, także w przeliczeniu na pełne etaty.

Wykres 2.19 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (odsezonowane).

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.

¹⁹ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP, styczeń 2016 r.

²⁰ Według BAEL stopa bezrobocia po usunięciu wahań sezonowych obniżyła się w III kw. do 7,5% z 7,6% w II kw. 2015 r. Także dane z urzędów pracy wskazują na spadek stopy bezrobocia (po usunięciu wahań sezonowych) w III, jak również w IV kw. 2015 r. do 9,7% w grudniu z 10,6% w czerwcu.

²¹ Według BAEL dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce w II połowie ub.r. wyniosła 3,1% r/r wobec 3,1% r/r w II kw., a w sektorze przedsiębiorstw odpowiednio 3,5% r/r i 3,0% r/r.

poziomie, co ogranicza presję kosztową ze strony rynku pracy (Wykres 2.21).

Wyniki badań ankietowych NBP sygnalizują jednak możliwe przyspieszenie wzrostu płac w kolejnych kwartałach. Wskazuje na to w szczególności wzrost udziału przedsiębiorstw odczuwających nasilenie nacisków na wzrost płac oraz planujących podwyżki wynagrodzeń²².

2.5 Rynki aktywów

Na ceny aktywów wpływają czynniki krajowe – w tym polityka pieniężna NBP – oraz zewnętrzne.

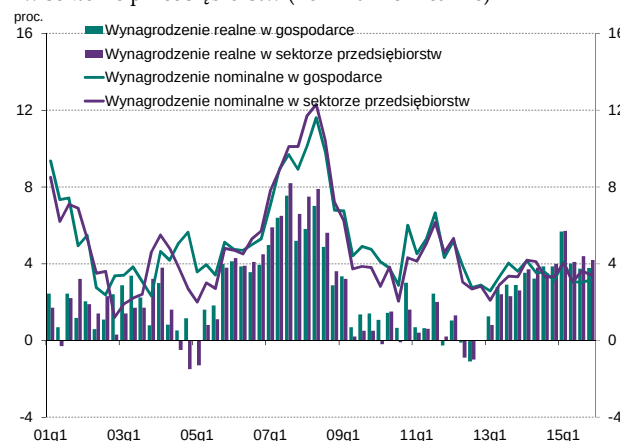
Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie od marca 2015 r. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące przyszłych decyzji banku centralnego zmieniały się natomiast w ostatnich miesiącach, a obecnie wskazują na możliwość obniżenia stóp procentowych w 2016 r. (Wykres 2.22).

2.5.1 Rynki finansowe

W ostatnich miesiącach wzrosła niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*), która przyczyniła się do pogorszenia nastawienia inwestorów do rynków wschodzących, w tym Polski. W efekcie nastąpił spadek wyceny polskich aktywów finansowych. Oprócz negatywnego wpływu czynników globalnych, na ceny polskich aktywów niekorzystnie oddziaływały także czynniki krajowe, w tym nieoczekiwane obniżenie oceny wiarygodności kredytowej Polski przez jedną z agencji ratingowych.

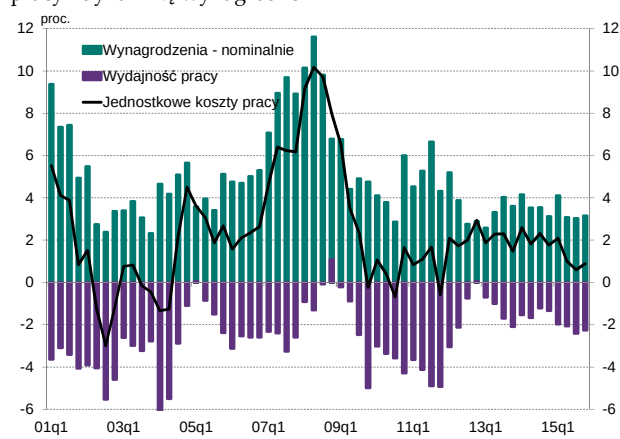
W tych warunkach rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnim okresie podlegały istotnym zmianom (Wykres 2.23). W szczególności, rentowności obligacji o długim terminie

Wykres 2.20 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



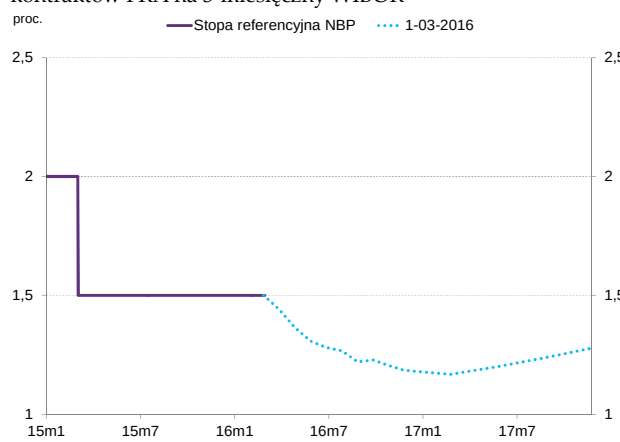
Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.21 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i dynamikę wynagrodzeń



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.22 Stopa referencyjna NBP i stopa implikowana z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: Dane NBP, Bloomberg, obliczenia NBP.

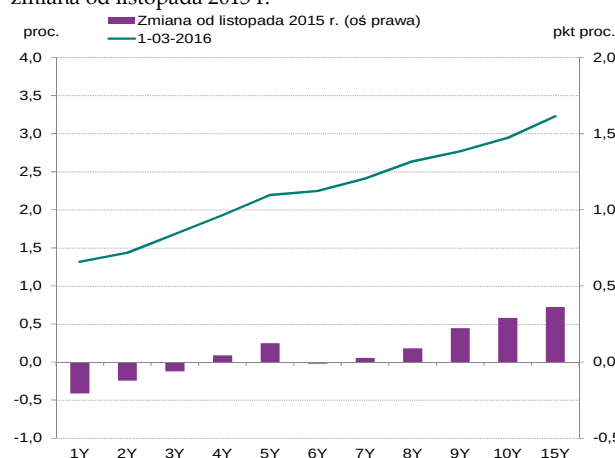
²² Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP, styczeń 2016 r.

zapadalności wzrosły, ponieważ to one – ze względu na zawartą w nich premię terminową – są relatywnie bardziej wrażliwe na zmiany percepcji ryzyka przez inwestorów (por. Ramka 2: *Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa*)²³. Jednocześnie rynkowe miary ryzyka kredytowego kształtują się na wyraźnie niższych poziomach niż w przypadku krajów o zbliżonych ocenach wiarygodności kredytowej. Obecnie rentowności krótkoterminowych obligacji są bliskie poziomowi stopy referencyjnej NBP, natomiast rentowności obligacji długoterminowych są dwukrotnie wyższe.

Pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych doprowadziło także do dalszych spadków cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe* Wykres 2.24). Jednocześnie ponowne silne spadki cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach międzynarodowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) zwiększały spadek cen akcji spółek sektora energetycznego i wydobywczego. Negatywnie na wycenę akcji na warszawskiej giełdzie oddziaływały także czynniki krajowe, w tym obniżenie ratingu Polski oraz wprowadzenie podatku bankowego, a także obawy o wpływ ewentualnych innych zmian regulacyjnych dotyczących sektora bankowego na wyniki banków.

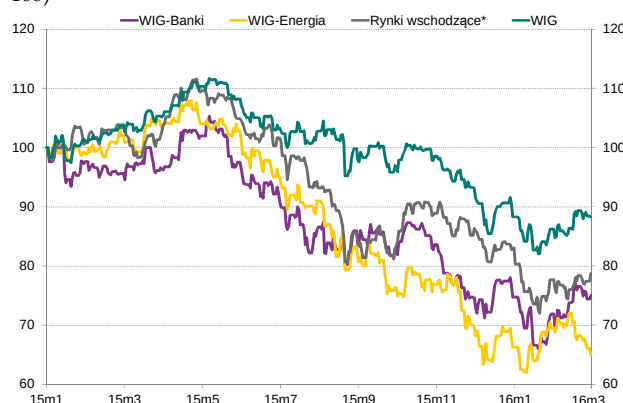
Czynniki globalne, w tym obawy o koniunkturę w Chinach oddziaływały także w kierunku osłabienia walut gospodarek wschodzących, w tym złotego w ostatnim okresie (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*, Wykres 2.25). Do deprecjacji złotego przyczyniały się także czynniki krajowe. W efekcie nominalny efektywny kurs złotego kształtuje się obecnie na najniższym poziomie od 2012 r.

Wykres 2.23 Krzywa rentowności obligacji skarbowych oraz jej zmiana od listopada 2015 r.



Źródło: Dane Bloomberg.

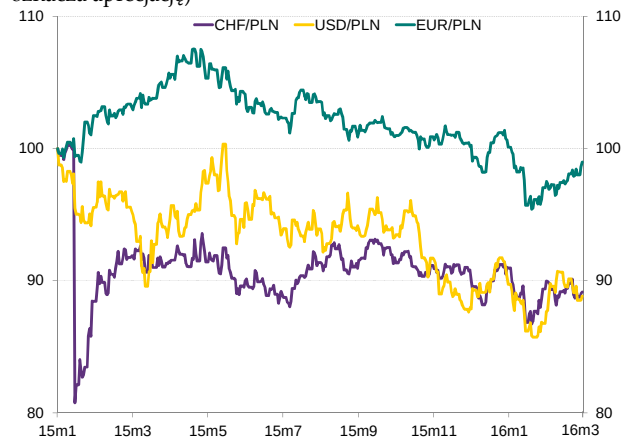
Wykres 2.24 Wartość indeksu WIG oraz jego subindeksów na tle indeksu giełdowego dla rynków wschodzących (styczeń 2015 = 100)



Źródło: Dane Bloomberg.

* / Indeks MSCI Emerging Markets

Wykres 2.25 Nominalny kurs złotego (styczeń 2015 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Dane Bloomberg.

²³ Pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych – w tym również obniżenie wiarygodności kredytowej Polski – przyczyniło się do istotnego ograniczenia zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji w styczniu br. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów, w styczniu br. zmniejszyło się ono do 38,4% (z 40,3% w miesiącu poprzednim).

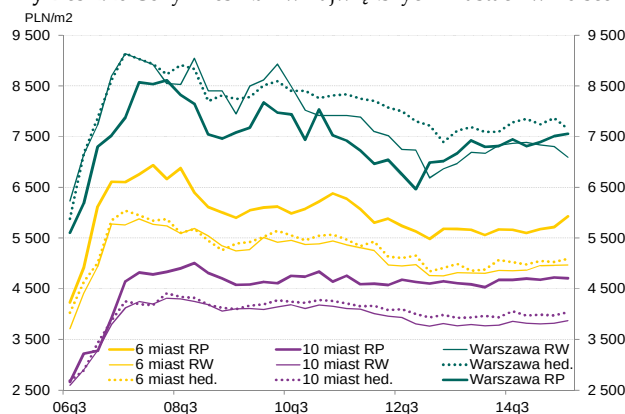
2.5.2 Rynek mieszkaniowy²⁴

Na rynku mieszkaniowym w Polsce trwa ożywienie, na co wskazuje dalszy wzrost liczby sprzedanych mieszkań (Wykres 2.27), przy czym nadal nie towarzyszy temu wyraźny wzrost cen na tym rynku.

Wysokiemu popytowi na mieszkania sprzyja utrzymująca się dobra sytuacja na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), która – wraz z niższym niż w poprzednich latach oprocentowaniem kredytów hipotecznych oraz rozszerzonym od września ub.r. rządowym programem „Mieszkanie dla Młodych” – zwiększa dostępność kredytową mieszkań²⁵. Na wzrost sprzedaży mieszkań korzystnie oddziałuje także stosunkowo wysoka rentowność ich wynajmu w relacji do poziomu stóp procentowych²⁶.

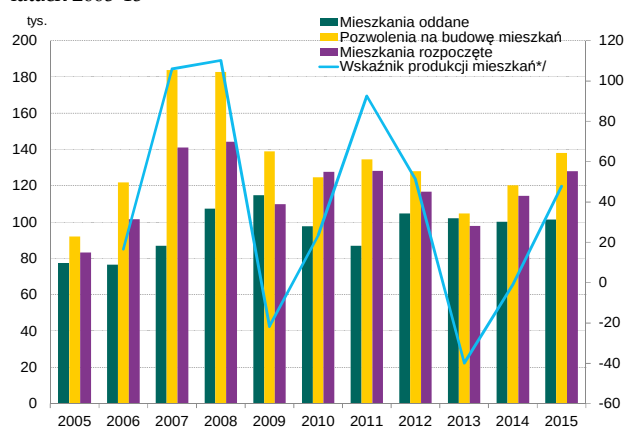
Wysoka sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym przy utrzymujących się niskich kosztach ich budowy skłania deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji, na co wskazuje rosnąca liczba pozwoleń na budowę mieszkań i rozpoczętych budów (Wykres 2.27)²⁷. Rosnącemu popytowi na mieszkania towarzyszy więc wzrost ich bieżącej i przyszłej podaży, co oddziałuje stabilizująco na ich ceny (Wykres 2.26)²⁸. W efekcie, ceny mieszkań w większości miast w Polsce są stabilne²⁹.

Wykres 2.26 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

Wykres 2.27 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w I-III kw. w latach 2005-15



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

²⁴ 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 III kwartale 2015 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

²⁵ We wrześniu 2015 r. weszła w życie ustawa z dnia 25 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi (Dz. U. z 17.08.2015 r. poz. 1194), której efektem było m.in. rozszerzenie zakresu programu „Mieszkanie dla Młodych” o rynek wtórny mieszkań.

²⁶ Rentowność wynajmu mieszkania przekracza niemal trzykrotnie średnie oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych oraz prawie dwukrotnie średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych. Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2015 r.* NBP, grudzień 2015 r.

²⁷ W III kw. ub.r. wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę wyniósł 14,8% r/r, natomiast liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto wyniósł 11,8% r/r.

²⁸ RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

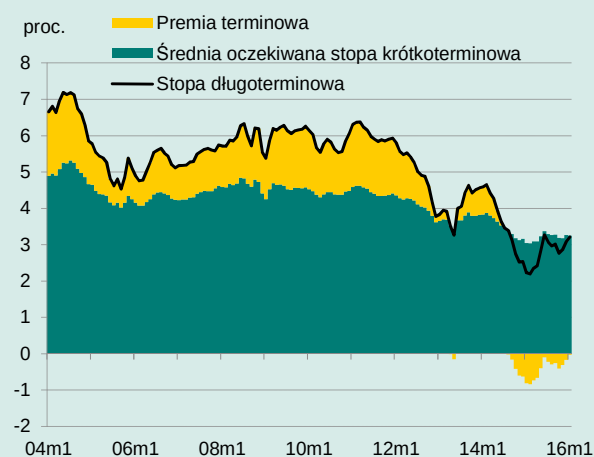
²⁹ Nieznaczny wzrost cen transakcyjnych na rynkach pierwotnych Warszawy i sześciu największych miast w III ub.r. był efektem sprzedaży większej liczby mieszkań droższych, głównie w lepszych lokalizacjach.

Ramka 2: Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa

W ostatnich latach długoterminowe stopy procentowe w Polsce charakteryzowały się większą zmiennością niż stopy krótkoterminowe. Co więcej, stopy długoterminowe i krótkoterminowe nie zawsze zmieniały się w tych samych kierunkach. W szczególności na początku 2013 r. gdy NBP obniżał stopy procentowe, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych silnie wzrosły. Podobnie w 2015 r., po obniżeniu przez NBP stopy referencyjnej o 50 pb, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wzrosły – przy podwyższonej ich zmienności – o 100 pb. Aby lepiej zrozumieć czynniki determinujące poziom i zmienność długoterminowych stóp procentowych, można rozdzielić ich wysokość na dwie części: na tę, która odzwierciedla średnią oczekiwaną wysokość przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych, oraz na tę część jej wysokości, która odzwierciedla premię terminową.

Zgodnie z teorią ekonomii, długoterminowa stopa procentowa – jak np. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych – składa się właśnie z oczekiwanej w ciągu 10 lat średniej wysokości krótkoterminowych stóp procentowych oraz premii terminowej. Pierwsza z tych wartości opisuje poziom stóp procentowych banku centralnego oraz oczekiwania inwestorów dotyczące jego kształtowania się w przyszłości, co odzwierciedla oczekiwania dotyczące przyszłego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny przy oczekiwanym kształtowaniu się sytuacji w gospodarce danego kraju i jego otoczeniu. Z kolei, premia terminowa rekompensuje inwestorom ryzyko związane z inwestycją w obligacje długoterminowe – w szczególności ryzyko, że przyszłe krótkoterminowe stopy procentowe będą kształtować się w danym kraju niezgodnie z aktualnymi oczekiwaniami. W warunkach współczesnej globalizacji rynków finansowych na tak rozumianą premię terminową znaczący wpływ może mieć sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych i polityka pieniężna głównych banków centralnych.

Wykres R.2.1 Dekompozycja długoterminowej stopy procentowej w Polsce (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych) na średnią oczekiwaną stóp krótkoterminowych oraz premię terminową



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres R.2.2 Średnia oczekiwana krótkoterminowa stopa procentowa w horyzoncie 10 lat (wyznaczona na podstawie stosowanego tu modelu) oraz stopa referencyjna NBP



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Premia terminowa nie jest obserwowalna bezpośrednio. Dlatego do jej wyznaczenia wykorzystuje się z reguły modele ekonometryczne dekomponujące stopę długoterminową na średnią wysokość oczekiwanych przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych oraz premię terminową. W niniejszej ramce posłużono się w tym celu metodą stosowaną obecnie przez Fed, Bank Anglii oraz MFW³⁰, wykorzystując dane historyczne dotyczące rentowności polskich obligacji skarbowych za lata 2004-2016. Uzyskaną dekompozycję długoterminowych stóp procentowych w Polsce przedstawiono na Wykresie R.2.1. Wskazuje ona, że stopy długoterminowe w Polsce zmieniały się w istotnym stopniu pod wpływem zmian premii terminowej. Jednocześnie stopa referencyjna NBP

³⁰ Adrian T., Crump R. K., Moench E., „Pricing the term structure with linear regressions”, *Journal of Financial Economics* 110, 2013.

była silnie skorelowana z oczekiwaną przez inwestorów stopą krótkoterminową, a jej zmiana o 1 pkt proc. przekładała się na zmianę średniej oczekiwanej krótkoterminowej stopy procentowej w horyzoncie 10 lat o 0,3 pkt proc. (Wykres R.2.2)³¹.

W latach 2004-2015 premia terminowa w Polsce wynosiła średnio 94 pb przy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wynoszącej średnio 5,1%. W okresie szybkiego wzrostu gospodarczego w latach 2004-2008 (po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej) wartość premii terminowej była nieco wyższa niż średnia (120 pb), po czym wzrosła (do 150 pb) w latach 2009-2011, w warunkach eskalacji napięć na rynkach finansowych związanych w szczególności z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. W kolejnych latach premia terminowa istotnie się obniżyła, a nawet spadła do ujemnego poziomu (-80 pb na początku 2015 r.), co oznaczało, że rentowności obligacji były niższe niż średnia oczekiwana stopa krótkoterminowa. Jednocześnie zmiany premii terminowej wpływały silnie na poziom i zmienność długoterminowych stóp procentowych. W szczególności, na spadek rentowności w 2014 r. o 200 pbłożyło się obniżenie średniej oczekiwanej krótkoterminowej stopy procentowej o 67 pb oraz dwukrotnie większe obniżenie się premii terminowej. Podobnie wzrost rentowności obligacji skarbowych w okresie październik 2015 r. – styczeń 2016 r. wynikał prawie w całości ze wzrostu premii terminowej.

Główny wpływ na kształtowanie się premii terminowej w ostatnich latach miały czynniki globalne – w tym warunki monetarne na tzw. rynkach bazowych, tj. w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Wskazuje na to znacząca współzmiennność pomiędzy premią terminową zawartą w polskich oraz odpowiednich niemieckich i amerykańskich obligacjach skarbowych (Wykres R.2.3). Jednocześnie siła związku pomiędzy poszczególnymi premiami terminowymi (premią w Polsce i Stanach Zjednoczonych oraz w Polsce i strefie euro) zmieniała się w tym czasie, co można wiązać ze zmieniającym się nastawieniem polityki pieniężnej Fed i EBC oraz jego perspektywami.

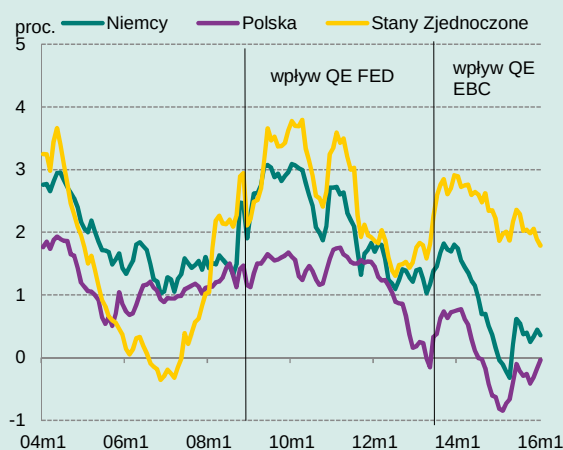
Początkowo, od połowy 2009 r. do połowy 2013 r., na zmiany premii terminowej w Polsce i Niemczech wpływały zmiany premii terminowej w Stanach Zjednoczonych, gdy Fed, po obniżeniu stóp procentowych blisko zera, realizował program ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, polegający na skupie papierów dłużnych. Z kolei EBC przeprowadzał w tym czasie bardzo małe interwencje na rynku papierów skarbowych, które nie wywierały istotnego wpływu na ich ceny i wysokość długoterminowych stóp procentowych.

W literaturze wskazuje się, że programy skupu aktywów – wsparte odpowiednią komunikacją banku centralnego – zmniejszają ryzyko wynikające ze zmienności stóp procentowych, przez co obniżają premię terminową uwzględnianą przez inwestorów w wycenie instrumentów finansowych. Z kolei, integracja globalnych rynków finansowych i swobodne przepływy kapitału spekulacyjnego prowadzą do przenoszenia się zmian premii terminowej pomiędzy krajami.

Silny wcześniej wpływ zmian premii terminowej, zawartej w wysokości oprocentowania amerykańskich papierów skarbowych na kształtowanie się premii terminowych na rynkach obligacji w innych krajach osłabił się od połowy 2013 r, gdy Fed zaczął sygnalizować zakończenie programu skupu aktywów i zamiar stopniowego podwyższania stóp procentowych. W tym samym czasie wzrosło znaczenie polityki EBC dla kształtowania się premii terminowej w Polsce, po tym jak latem 2012 r EBC ogłosił program OMT, który był zapowiedzią uruchomienia europejskiego QE, co nastąpiło ostatecznie na początku 2015 r. W tej sytuacji większy niż wcześniej wpływ na premie terminowe na polskim rynku obligacji zaczęło mieć kształtowanie się premii terminowych na rynku niemieckim. Od połowy 2013 r. premia terminowa w Niemczech wyjaśniała 95% zmienności długoterminowych stóp procentowych w Polsce (Wykres R.2.4).

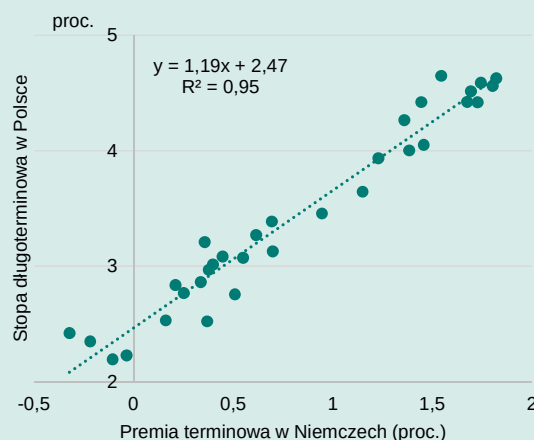
³¹ Średnia przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych jest wyznaczona jako różnica między rentownością 10-letnich obligacji skarbowych a oszacowaną za pomocą modelu premią terminową, stąd odzwierciedla oczekiwania oraz preferencje inwestorów zawarte w rynkowych cenach papierów skarbowych. Z tego względu nie należy jej utożsamiać z prognozą NBP dotyczącą średniego poziomu stopy referencyjnej w przyszłości.

Wykres R.2.3 Premia terminowa zawarta w polskich, niemieckich i amerykańskich 10-letnich obligacjach skarbowych



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres R.2.4 Zależność pomiędzy premią terminową w niemieckich 10-letnich obligacjach skarbowych a rentownością polskich 10-letnich obligacji skarbowych w okresie czerwiec 2013 r. – styczeń 2016 r.



Źródło: obliczenia NBP.

Podsumowując, na kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych wpływają oczekiwania uczestników rynku co do przyszłej ścieżki stóp krótkoterminowych oraz premia terminowa, rekompensująca inwestorom ryzyko, że przyszłe stopy ukształtują się inaczej od oczekiwań. W Polsce w ostatnich latach średnia oczekiwana stopa procentowa zmniejszała się systematycznie, a głównym czynnikiem okresowych wzrostów długoterminowych stóp procentowych były wahania premii terminowej. Z kolei kształtowanie się premii terminowych w Polsce było silnie związane ze zmieniającą się sytuacją na amerykańskim – a od 2013 r. przede wszystkim europejskim – rynku obligacji. W rezultacie na długoterminowe stopy procentowe, oprócz działań NBP, silny wpływ mają decyzje głównych banków centralnych, w tym EBC oraz percepcja ryzyka przez inwestorów.

2.6 Akcja kredytowa i podaż pieniądza

Przyrost akcji kredytowej pozostaje stabilny, czemu sprzyja utrzymujący się wzrost gospodarczy i korzystna sytuacja na rynku pracy przy jednocześnie niższym niż w poprzednich latach oprocentowaniu kredytów (Wykres 2.28, Wykres 2.31)³².

Roczna dynamika kredytu dla sektora niefinansowego ogółem w IV kw. ub.r. wyniosła 5,1% (względem 5,6% w poprzednim kwartale), a więc była zbliżona do nominalnego tempa wzrostu PKB.

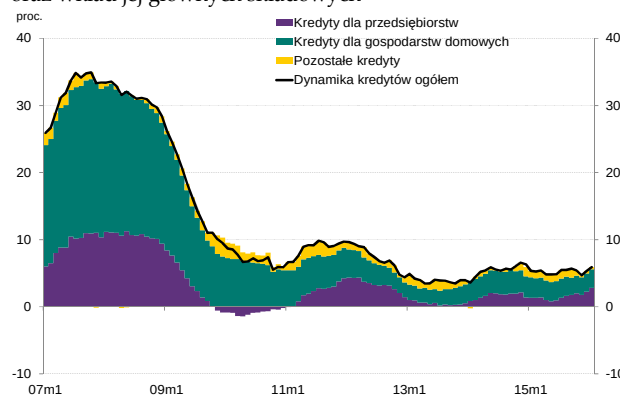
³² W niniejszym rozdziale dynamika kredytu dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

Głównym czynnikiem wzrostu akcji kredytowej pozostają kredyty dla gospodarstw domowych, których przyrost rozkłada się względnie równomiernie pomiędzy kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne (Wykres 2.29).

Łączna dynamika kredytów mieszkaniowych wprowadzie ponownie nieznacznie zwolniła do 2,6% r/r w IV kw. ub.r. (względem 2,8% r/r w III kw. ub.r. i 3,1% r/r w II kw. ub.r.), ale jest to w dużej mierze związane z systematycznym zmniejszaniem się stanu walutowych kredytów mieszkaniowych. Tym samym, ich udział w portfelach banków maleje, ograniczając jednocześnie związane z nimi ryzyko. Mieszkaniowe kredyty złotowe rosną natomiast w stabilnym tempie³³. Jednocześnie, liczba i wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w 2015 r. była zbliżona do średniej w latach 2012-2014, mimo zaostrożania przez banki polityki kredytowej, w tym związanego z corocznym obniżaniem dopuszczalnej maksymalnej wartości kredytu w relacji do wartości nieruchomości (Wykres 2.29)³⁴. Stabilnemu wzrostowi tych kredytów sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów mieszkaniowych.

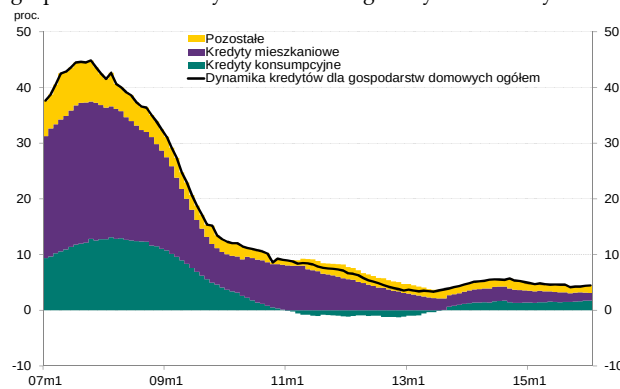
Istotnym źródłem wzrostu akcji kredytowej w sektorze gospodarstw domowych są także kredyty konsumpcyjne, których wartość rośnie systematycznie od połowy 2014 r. (w IV kw. ich dynamika wyniosła 6,9% r/r). Dane Biura Informacji Kredytowej wskazują jednak, że przyrostowi wartości kredytów nie towarzyszy wzrost liczby umów kredytowych. W portfelach banków rośnie więc udział kredytów o wyższych wartościach, a spada tych o niższych³⁵.

Wykres 2.28 Roczna dynamika kredytów dla sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych oraz wkład jej głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

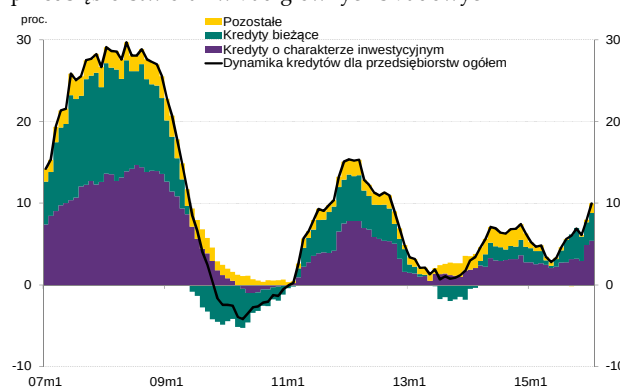
Wykres 2.29 Roczna dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.30 Dynamika roczna kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

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

³³ Roczna dynamika tej kategorii kredytów wyniosła 10,0% w IV kw. ub.r. względem 10,2% w III kw. i 10,7% w II kw.

³⁴ Por. Raport AMRON-SARFiN 2/2015. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, ZBP, listopad 2015.

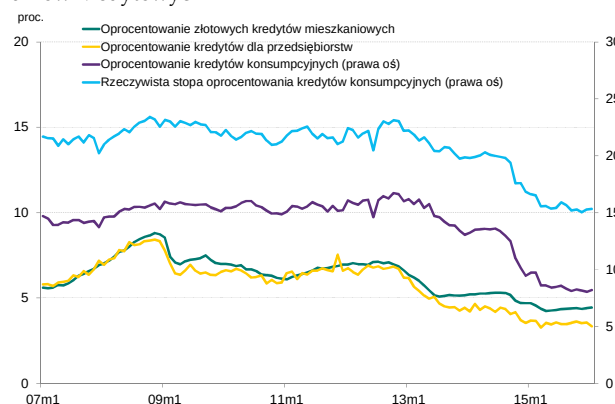
³⁵ Por. Kredyt trendy. Raport Biura Informacji Kredytowej, BIK, wrzesień 2015 r.

W sektorze przedsiębiorstw akcja kredytowa ponownie przyspieszyła, co wynikało zarówno z przyspieszenia dynamiki kredytów o charakterze bieżącym, jak i kredytów inwestycyjnych (Wykres 2.30). Wsparciem dla akcji kredytowej w tym segmencie jest dobra sytuacja w sektorze przedsiębiorstw, w warunkach niższego niż w poprzednich latach oprocentowania kredytów, jak również rządowy program Portfelowej Linii Gwarancyjnej *de minimis*³⁶ oraz nowe gwarancje dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw dostępne od listopada ub.r. w ramach programu COSME³⁷. Jednocześnie – pomimo wysokiej dostępności kredytu – wzrostowi zadłużenia sektora przedsiębiorstw towarzyszy zmniejszanie się odsetka przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt³⁸. Wzrost dynamiki kredytów może więc wynikać z zaciągania przez firmy kredytów na większe niż wcześniej kwoty³⁹.

Istotnym źródłem niepewności dla wzrostu akcji kredytowej w kolejnych kwartałach jest zmieniające się otoczenie regulacyjne w sektorze bankowym⁴⁰. Zwiększone obciążenia nałożone na ten sektor mogą skłaniać banki do podnoszenia kosztów kredytu w celu zrekompensowania niekorzystnego wpływu dodatkowych obciążeń na ich wyniki finansowe⁴¹.

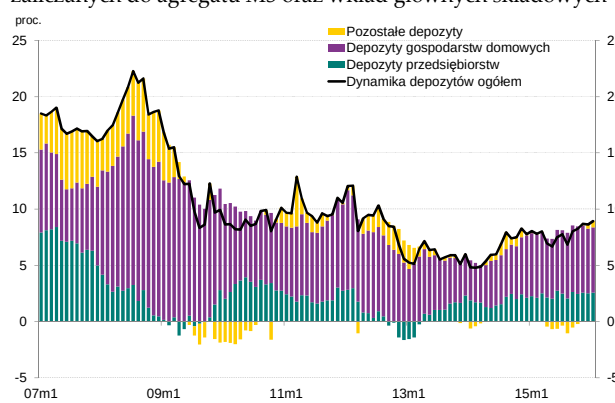
Rosnącej akcji kredytowej towarzyszy stabilny wzrost depozytów zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, czemu sprzyja utrzymująca się dobra sytuacja w tych sektorach

Wykres 2.31 Oprocentowanie głównych kategorii nowych umów kredytowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.32 Dynamika roczna depozytów bankowych zaliczanych do agregatu M3 oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

³⁶ Do końca stycznia br. w ramach programu banki udzieliły kredytów na kwotę 46,5 mld zł, a całkowity stan należności od przedsiębiorstw zmienił się w tym okresie o 51,2 mld zł.

³⁷ Program COSME umożliwia mikro, małym oraz średnim przedsiębiorstwom uzyskanie gwarancji BGK jako zabezpieczenia kredytu obrotowego lub inwestycyjnego. Szczegóły na ten temat można znaleźć na stronie internetowej: <https://www.bgk.pl/przedsiębiorstwa/poleczenia-i-gwarancje/gwarancja-bgk-z-regwarancja-efi-w-ramach-programu-cosme-plg-cosme/>.

³⁸ Odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt w IV kw. wyniósł 18%. Z kolei zaledwie 13% złożonych wniosków kredytowych zostało odrzuconych, co świadczy o wysokiej dostępności finansowania bankowego w sektorze przedsiębiorstw. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz na I kw. 2016 r.*, NBP, styczeń 2016 r.

³⁹ *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz na I kw. 2016 r.*, NBP, styczeń 2016 r.

⁴⁰ Zmiany te dotyczą wprowadzenia podatku od niektórych instytucji finansowych, propozycji restrukturyzacji walutowych kredytów mieszkaniowych, a także likwidacji bankowego tytułu egzekucyjnego Por. *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, luty 2016 r.

⁴¹ Por. Ramka 8 „Skutki wprowadzenia podatku od aktywów dla sytuacji sektora bankowego” w: *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, luty 2016 r.

(Wykres 2.32). Jednocześnie – wobec niższego niż w poprzednich latach oprocentowania – w dalszym ciągu zmianie ulega struktura terminowa depozytów (Wykres 2.33). Spowolnieniu dynamiki depozytów terminowych towarzyszy przyspieszenie dynamiki depozytów bieżących oraz stabilny wzrost gotówki w obiegu. Dodatkowo, wobec silnych spadków cen akcji na GPW w ostatnich miesiącach oraz podwyższonej zmienności na rynkach finansowych skłaniających gospodarstwa domowe do zmniejszenia ekspozycji na ryzykowne aktywa (por. rozdz. 2.5.1 *Rynki finansowe*) udział akcji w ich aktywach systematycznie się obniża.

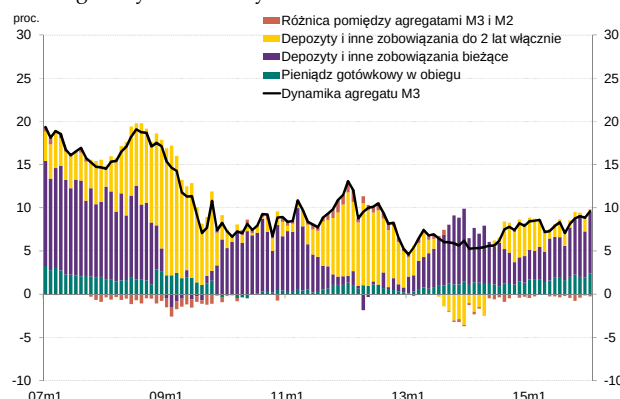
2.7 Bilans płatniczy

W bilansie płatniczym utrzymują się korzystne tendencje obserwowane w ostatnich latach. Po przejściowym pogorszeniu się salda na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w III kw. 2015 r., w IV kw. nastąpiła jego istotna poprawa i było ono bliskie zera⁴².

Silne zmiany salda obrotów bieżących w ostatnich dwóch kwartałach 2015 r. były związane przede wszystkim z wahaniami salda w handlu towarami – przejściowym przyspieszeniem wzrostu importu w III kw., któremu towarzyszył stabilny wzrost eksportu w całej II połowie ub.r. (por. rozdz. 2.2.5 *Eksport i import*). Jednocześnie utrzymuje się istotna nadwyżka w handlu usługami.

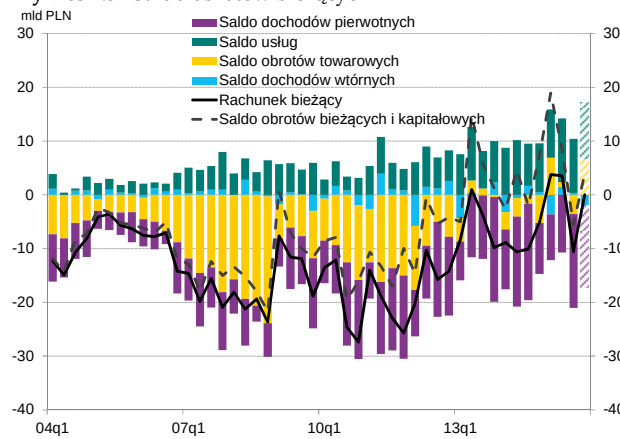
Wzrost eksportu wspierany jest przez utrzymującą się wysoką konkurencyjność cenową polskich produktów na rynkach zagranicznych oraz postępujące ożywienie gospodarcze w strefie euro. Jednocześnie dobra sytuacja gospodarcza Polski nadal przekłada się na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich powodując deficyt salda dochodów pierwotnych.

Wykres 2.33 Dynamika roczna agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.34 Saldo obrotów bieżących*



Źródło: Dane NBP.

* Dane za IV kw. 2015 r. zostały obliczone na podstawie miesięcznych wstępnych danych za okres październik – grudzień 2015 r.

⁴² W niniejszym rozdziale, IV kwartał ub.r. został opisany na podstawie danych miesięcznych z okresu październik - grudzień ub.r.

W II połowie ub.r. saldo obrotów kapitałowych było dodatnie, choć wyraźnie niższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Do obniżenia tego salda przyczyniło się znaczące spowolnienie napływu funduszy UE związane z zakończeniem możliwości rozliczania środków unijnych z perspektywy 2007-2013. Spadek transferów dotyczył w szczególności Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego.

Na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych łącznie wystąpił deficyt w II połowie ub.r., który przyczynił się do wzrostu pasywów netto Polski. W kierunku ich zwiększenia oddziaływał wzrost zobowiązań wobec zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce, który był związany głównie z reinwestowaniem osiągniętych w Polsce zysków. Ponadto zmniejszyły się polskie inwestycje bezpośrednie za granicą. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost inwestycji portfelowych polskich podmiotów za granicą oraz zmniejszenie się pasywów netto monetarnych instytucji finansowych wobec zagranicy.

W efekcie relacja salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB nieco się obniżyła, choć pozostała dodatnia (w ujęciu czterech kwartałów krocąco; Tabela 2.3). Jednocześnie większość wskaźników dotyczących nierównowagi zewnętrznej Polski utrzymuje się na korzystnym poziomie, a saldo obrotów bieżących w relacji do PKB jest najwyższe od 1995 r.

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015			
						q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-1,3	-0,5	-0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,7	1,9	1,7	1,5
Saldo obrotów towarowych/PKB	-3,0	-3,5	-2,1	-0,1	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	0,6
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,5	5,7	5,5	5,2	5,3	5,5	5,8	5,6	5,4
Zadłużenie zagr./PKB	66	71	70	70	72	73	74	74	b.d.
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-65	-62	-65	-69	-68	-67	-66	-65	b.d.
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących**	76	80	100	85	108	99	100	98	b.d.
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.**	98	93	106	94	111	104	108	108	b.d.

Źródło: Dane NBP, Ministerstwa Finansów.

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

3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2015 – marzec 2016 r.

Na posiedzeniach w okresie od listopada 2015 r. do marca br. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada 2015 r. do lutego br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 17 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych, któremu towarzyszy spowalnianie wzrostu PKB w największych gospodarkach wschodzących, a w niektórych z nich nawet recesja. Wskazywali przy tym, że w Stanach Zjednoczonych – pomimo trwającego ożywienia – napływające w ostatnim okresie dane były nieco słabsze. W tym kontekście podkreślano obniżenie się tempa wzrostu PKB w III kw., wolniejszą poprawę sytuacji na rynku pracy, niższą dynamikę produkcji przemysłowej i pogorszenie nastrojów przedsiębiorców. Oceniano jednak, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych było najprawdopodobniej przejściowe.

Członkowie Rady podkreślali, że w strefie euro wzrost gospodarczy utrzymuje się na stabilnym – choć umiarkowanym – poziomie. Sprzyja mu wzrost popytu konsumpcyjnego, a także wzrost eksportu,

który jest częściowo związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że dynamika inwestycji pozostaje niska. Część członków Rady oceniała, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez ekspansywną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu popytu w tej gospodarce jest silny spadek cen surowców zwiększający realne dochody do dyspozycji, a wpływ polityki pieniężnej EBC na koniunkturę jest niewielki.

Omawiając perspektywy koniunktury w strefie euro część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla tej gospodarki jest spowolnienie dynamiki aktywności w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach i Rosji. Spowolnienie to przełożyło się już na spadek eksportu strefy euro do tych gospodarek. Część członków Rady podkreślała jednak, że w ostatnim okresie ryzyko gwałtownego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach zmalało, na co wskazują lepsze od oczekiwań dane o PKB. Ponadto wskazywali oni, że dotychczasowe spowolnienie gospodarcze w Chinach nie wywarło silnie negatywnego wpływu na aktywność gospodarczą w strefie euro. Niektórzy z nich argumentowali

również, że – mimo spowolnienia – wzrost w Chinach pozostanie wyraźnie wyższy niż w gospodarkach rozwiniętych, przez co nie będzie to silnie ograniczać wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowymi czynnikami wspierającymi wzrost aktywności w strefie euro może być napływ imigrantów i związany z nim wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych. Koniunkturę mogą wspierać także inwestycje finansowane przez Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się niepewność co do jej perspektyw. Wskazywano, że pomimo nieco gorszych danych w Stanach Zjednoczonych, Rezerwa Federalna zapowiada podwyżkę stóp procentowych w najbliższych miesiącach. EBC sygnalizuje natomiast dalsze luzowanie polityki pieniężnej ze względu na utrzymywanie się bardzo niskiej dynamiki cen w strefie euro.

Członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania na złagodzenie warunków monetarnych EBC, a także lepsze od oczekiwań dane z Chin, przyczyniły się do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że zmienność na rynkach finansowych może się ponownie zwiększyć wraz z rozpoczęciem zacieśnienia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną, zwłaszcza w sytuacji utrzymujących się ryzyk dla koniunktury w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że utrzymuje się stabilna dynamika aktywności gospodarczej, a głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt wewnętrzny. Podkreślano, że sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach – podobnie jak liczba wakatów – znajduje się na stosunkowo wysokim poziomie. Jednocześnie stopa bezrobocia jest zbliżona do poziomu sprzed kryzysu. Część członków Rady

wskazywała ponadto na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w ostatnim miesiącu. Członkowie Rady zwracali uwagę, że bardzo dobra sytuacja na rynku pracy oraz wzrost funduszu płac wspierają stabilny wzrost konsumpcji. Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika konsumpcji pozostaje relatywnie niska, co może wynikać z trwałego wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych, który następuje pomimo niskich nominalnych stóp procentowych NBP.

Odnosząc się do koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na stabilny wzrost produkcji przemysłowej oraz utrzymywanie się dobrej sytuacji przedsiębiorstw wskazywanej w badaniach koniunktury. Podkreślano przy tym, że badania te sugerują, iż mimo spowolnienia gospodarczego w Chinach, polskie firmy jak dotąd nie odnotowały istotnego spadku sprzedaży. Część członków Rady argumentowała jednak, że pomimo dobrej sytuacji gospodarczej, wiele przedsiębiorstw wstrzymuje się z inwestycjami. Oceniali oni, że może to wynikać z utrzymującej się niepewności co do sytuacji w gospodarce globalnej lub braku przekonania o trwałości ożywienia popytu w Polsce.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na stabilny wzrost akcji kredytowej w gospodarce, przy nieznacznym spadku dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych i jej wzroście w odniesieniu do przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że popyt przedsiębiorstw na kredyt pozostaje jednak niski ze względu na znaczny udział środków własnych w finansowaniu inwestycji. Zwracano też uwagę, że na rynku kredytów mieszkaniowych nie pojawiają się oznaki narastania nierównowag.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady podkreślali utrzymywanie się ujemnej dynamiki cen konsumpcyjnych. Wskazywano przy tym, że

dynamika cen w październiku była po raz kolejny niższa niż prognozowano. Oceniano jednak, że niska dynamika cen ma nadal charakter globalny i wynika przede wszystkim z silnego obniżenia cen surowców na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny wzrost PKB i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen – wynikający w szczególności z niskich cen surowców – wspiera realne dochody konsumentów oraz ogranicza koszty produkcji przedsiębiorstw.

Omawiając listopadową projekcję wskazywano, że w kolejnych kwartałach prognozowane jest utrzymanie się stabilnego wzrostu PKB, wspieranego popytem wewnętrznym. Podkreślano jednocześnie, że wkład eksportu netto do wzrostu ma pozostać ujemny. Mimo to zwracano uwagę na brak istotnego ryzyka dla równowagi zewnętrznej gospodarki. Część członków Rady oceniała, że – zgodnie z projekcją – dynamika PKB w następnym roku może się przejściowo obniżyć. Ma być to jednak związane z przejściowo mniejszym napływem funduszy unijnych w związku z rozpoczęciem wykorzystywania środków z nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie podkreślali jednak, że prognozowany na przyszłe lata wzrost PKB jest nieco niższy niż w poprzedniej projekcji, co częściowo wynika z obniżenia prognozowanej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw.

Analizując wyniki projekcji, członkowie Rady zwracali również uwagę, że ze względu na utrzymujący się stabilny i wyższy od potencjalnego wzrost PKB, luka popytowa w gospodarce ma się stopniowo domykać. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak pogląd, że obserwowany dotychczas i prognozowany wzrost inwestycji przyczynia się do wzrostu potencjału wytwórczego gospodarki. W rezultacie wzrost potencjalnego PKB może być szybszy niż w projekcji, co przy prognozowanej dynamice rzeczywistego PKB może

nie doprowadzić do domknięcia luki popytowej w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym potencjał wytwórczy gospodarki będzie obniżenie stopy bezrobocia równowagi, które będzie jednocześnie ograniczać presję płacową w gospodarce.

Omawiając perspektywy inflacji w kontekście projekcji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać stabilny wzrost popytu postępujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres deflacji wydłużył się, a oczekiwany w projekcji powrót inflacji do celu oddala się. Niektórzy członkowie Rady wyrażali pogląd, że ze względu na oczekiwane przez nich utrzymywanie się niskich cen surowców na rynkach światowych, a także ograniczoną dynamikę popytu w otoczeniu polskiej gospodarki, a przez to także w Polsce, istnieje ryzyko dłuższego utrzymania się dynamiki cen na bardzo niskim poziomie.

Odnosząc się do projekcji członkowie Rady wskazywali na ryzyka wokół jej bazowego scenariusza. Podkreślano utrzymującą się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, cen surowców oraz dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Podkreślano również, że w związku z powołaniem nowego rządu, utrzymuje się niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza kształtu polityki fiskalnej w przyszłym roku.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. Uzasadniając tę decyzję, członkowie Rady oceniali, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że źródłem przedłużającej się deflacji w Polsce są

przede wszystkim czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym niskie ceny surowców i niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także pogląd, że choć wzrost PKB może pozostać niższy od potencjalnego, to źródłem ujemnej luki popytowej pozostaną czynniki zewnętrzne, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu.

Część członków Rady argumentowała, że dodatkowym czynnikiem przemawiającym za stabilizacją stóp procentowych jest utrzymująca się niepewność co do perspektyw gospodarczych za granicą i polityki pieniężnej głównych banków centralnych, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych, w tym wzrostu zmienności kursów walut gospodarek wschodzących. Część członków Rady podkreślała także niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej, który powinien być uwzględniony w decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, tak aby zapewnić optymalny układ polityk makroekonomicznych (tzw. policy-mix).

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmienione, to w kolejnych miesiącach nie można wykluczyć potrzeby ich niewielkiego obniżenia. Uzasadniając ten pogląd, członkowie ci wskazywali na ryzyko wydłużenia się okresu deflacji i oddalenia perspektywy powrotu inflacji do celu, a także osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego.

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 2 grudnia 2015 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się umiarkowane ożywienie gospodarcze w krajach rozwiniętych. Zaznaczano, że w strefie euro głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny. Z kolei dynamika inwestycji w tej gospodarce jest nadal relatywnie niska. Wskazywano, że ograniczająco na skalę ożywienia oddziałuje także niski popyt ze strony gospodarek wschodzących. Czynnikiem ten odpowiadał prawdopodobnie za niewielkie obniżenie dynamiki PKB strefy euro w III kw. br. oraz wyraźny spadek dynamiki niemieckiego eksportu. Członkowie Rady oceniali jednak, że w kolejnych kwartałach koniunktura w strefie euro będzie się prawdopodobnie nadal stopniowo poprawiać. Wzrost aktywności w tej gospodarce – w opinii części członków Rady – może być dodatkowo wspierany przez wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych związany z napływem imigrantów. Czynnikiem ryzyka dla koniunktury w strefie euro pozostaje natomiast możliwość dalszego spowolnienia wzrostu w gospodarkach wschodzących.

W Stanach Zjednoczonych perspektywy koniunktury pozostają umiarkowanie korzystne. Wskazywano, że spowolnienie wzrostu PKB w III kw. wynikało głównie ze spadku zapasów i było prawdopodobnie przejściowe. Jednocześnie podkreślano, że niska dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej sugerują, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być jednak umiarkowane. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że również w dłuższym okresie wzrost gospodarczy w Stanach

Zjednoczonych może pozostać umiarkowany ze względu na niski wzrost produktywności w tej gospodarce. W tym kontekście podkreślali oni, że w porównaniu do poprzednich faz ożywienia, dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych jest obecnie niska.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się słabą koniunkturę w gospodarkach wschodzących. Wskazywano jednak, że w części tych gospodarek pojawiają się sygnały stabilizacji aktywności gospodarczej. W tym kontekście zwracano uwagę na ograniczenie skali spadku PKB w Rosji w III kw. oraz spowolnienie spadku produkcji przemysłowej w tym kraju, a także nieco lepszy odczyt PMI w Chinach.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymuje się ryzyko wystąpienia silnych zaburzeń w gospodarce światowej, a prawdopodobieństwo ich materializacji jest zwiększana przez nierównowagi na rynkach wielu aktywów. W opinii tych członków Rady istotnym ryzykiem jest możliwość wystąpienia kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących, w związku ze znacznym zadłużeniem walutowym przedsiębiorstw w tych krajach. Członkowie ci ocenili, że pojawienie się zaburzeń w gospodarkach wschodzących – przy relatywnie niskim wzroście PKB w Stanach Zjednoczonych – może doprowadzić do pogorszenia koniunktury w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych członkowie Rady podkreślali, że w najbliższym okresie nasili się dywergencja polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej i EBC. Rezerwa Federalna zapowiada bowiem rozpoczęcie podwyższania stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Z kolei EBC sygnalizuje dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Członkowie Rady zaznaczali, że dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy głównymi bankami centralnymi może przyczyniać się do okresowego wzrostu zmienności na rynkach finansowych, szczególnie wobec

utrzymującej się niepewności co do skali i rozłożenia w czasie podwyżek stóp przez Fed. Awersja do ryzyka na rynkach finansowych może się również zwiększać w reakcji na ponowy wzrost obaw o koniunkturę w gospodarkach wschodzących.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynniki globalne będą silnie oddziaływać na kształtowanie się cen aktywów oraz kursy walut gospodarek wschodzących, w tym Polski. Jednocześnie podkreślano, że kurs złotego – mimo jego pewnego osłabienia w ostatnim okresie – pozostaje relatywnie stabilny. W opinii części członków Rady zmienność złotego jest ograniczana przez pozytywną ocenę Polski przez inwestorów zagranicznych, której efektem jest znaczący udział inwestorów długoterminowych w strukturze zadłużenia zagranicznego Polski.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się stabilnego wzrostu PKB, a nawet jego nieznaczne przyspieszenie w III kw. Głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez rosnące zatrudnienie i dobre nastroje gospodarstw domowych. Jednocześnie w ocenie części członków Rady dynamika wydatków konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana, ze względu na relatywnie niską dynamikę nominalnych wynagrodzeń i wyższą niż wcześniej stopę dobrowolnych oszczędności. Wskazywano, że do wzrostu PKB przyczynia się również wzrost inwestycji w gospodarce, choć ich dynamika w III kw. obniżyła się. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że spowolnienie inwestycji w gospodarce może być związane z niższą absorpcją środków z UE. Z kolei ograniczająco na skłonność firm do inwestowania może oddziaływać – w opinii części członków Rady – niepewność dotycząca koniunktury za granicą. Zwracano również uwagę, że dodatni wkład do wzrostu PKB w III kw. miał także eksport netto. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost handlu zagranicznego Polski spowolnił, przy

czym silniej obniżyła się dynamika importu niż eksportu.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki poziom zatrudnienia oraz zbliżoną do poziomu sprzed kryzysu stopę bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo bardzo korzystnej sytuacji na rynku pracy dynamika płac nominalnych w gospodarce pozostaje relatywnie niska. Inni członkowie Rady zaznaczali także, że poziom płac w Polsce w stosunku do krajów Europy Zachodniej pozostaje niski i wskazywali, że jego wzrost wymaga zwiększania innowacyjności i zaawansowania technologicznego polskiej produkcji.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na pewne przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika kredytów dla firm jest jedynie umiarkowana, a w przypadku sektora MSP – niska. Członkowie ci zwracali także uwagę, że wolumen kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB jest w Polsce znacznie niższy niż w strefie euro. Część członków podkreślała jednak, że dynamika kredytu dla firm – wobec niskiego oprocentowania kredytu i jego wysokiej dostępności – nie jest obecnie ograniczana przez czynniki podażowe. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady ocenili, że na podaż kredytu w przyszłości negatywnie oddziaływać może prawdopodobne zwiększenie obciążeń finansowych nakładanych na sektor bankowy.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniła, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB pozostanie relatywnie stabilna. Niektórzy członkowie uważali nawet, że o ile wzrost PKB nie zostanie osłabiony przez wstrząsy zewnętrzne to w przyszłym roku może być on wyższy niż obecnie. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez silny popyt

konsumpcyjny oraz inwestycje. Wskazywano jednak, że dynamika inwestycji może się obniżyć. W tym kierunku będzie oddziaływało przejściowe ograniczenie napływu funduszy unijnych w początkowym okresie funkcjonowania nowej perspektywy budżetowej. Dynamikę inwestycji firm może ograniczać – w opinii niektórych członków Rady – stosunkowo wysoki poziom nakładów inwestycyjnych firm w relacji do środków trwałych, a także umiarkowany wzrost popytu nie stwarzający bodźców do rozszerzania zdolności produkcyjnych.

Członkowie Rady oceniali, że – obok popytu wewnętrznego – do wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce przyczyniać się będzie także rosnący eksport. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w związku z trwającym ożywieniem gospodarczym w strefie euro, dynamika eksportu będzie wyższa od dynamiki PKB. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w kraju pozostaje osłabienie handlu zagranicznego w związku z dalszym spowolnieniem wzrostu w gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że źródłem negatywnych wstrząsów dla gospodarki polskiej mogą być ewentualne kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących i związane z nimi osłabienie koniunktury w gospodarce globalnej.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że skala deflacji cen konsumpcyjnych stopniowo się zmniejsza. Członkowie Rady ocenili, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie nadal rosła, czemu sprzyjać będzie dalszy stabilny wzrost aktywności gospodarczej oraz dobra sytuacja na krajowym rynku pracy. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że wzrost dynamiki cen jest powolny i słabszy od oczekiwań. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli, że jeśli nie nastąpi przyspieszenie wzrostu płac to powrót inflacji do celu może się wydłużyć. W tym kontekście

niektórzy członkowie Rady wskazywali, że do przyspieszenia wzrostu płac w przyszłym roku – oprócz niskiego bezrobocia – może się przyczyniać zapowiedziane odmrożenie płac w sektorze publicznym.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2010-2015. Oceniono, że w tym okresie utrzymano długoterminową stabilność cen w Polsce, mimo zwiększonej zmienności dynamiki cen w poszczególnych latach. Wskazywano przy tym, że zmienność inflacji była głównie efektem silnych zmian cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie podkreślano, że polityka pieniężna sprzyjała stabilności złotego, który za tej kadencji Rady był jedną z walut o najniższej zmienności. Zaznaczano również, że elastyczne reagowanie na szoki przez politykę pieniężną przyczyniało się do utrzymania zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na niską zmienność luki popytowej, nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i utrzymujący się na stabilnym poziomie wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. Argumentowano, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady ocenili, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi.

Część członków Rady podkreślała, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia również utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na utrzymujące się ryzyko silniejszego osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz

oczekiwane nasilenie dywergencji polityki pieniężnej pomiędzy głównymi bankami centralnymi, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych. Wskazywano także na niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w najbliższych miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Argumentowali oni, że zwiększyłyby to przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. Członkowie ci wyrażali również opinię, że przy braku podwyżek stóp procentowych polityka pieniężna stanie się procykliczna, oddziałując w kierunku pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących oraz zwiększenia zobowiązań Polski wobec zagranicy. Z kolei wzrost zależności polskiej gospodarki od finansowania zagranicznego może ograniczać możliwość prowadzenia w przyszłości antycyklicznej polityki pieniężnej w związku z obawą o silne zmiany kursu złotego i przepływy kapitału zagranicznego.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmienione, to w kolejnych miesiącach – wraz z ograniczeniem niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej – uzasadnione może być ich obniżenie. Członkowie ci wskazywali na jedynie powolny wzrost dynamiki cen i obniżające się prognozy inflacji na kolejne lata. Członkowie ci oceniali również, że ewentualne poluzowanie polityki pieniężnej będzie oddziaływać w kierunku ożywienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, która – w szczególności w przypadku sektora MSP – pozostaje relatywnie słaba. Luzowanie polityki pieniężnej może być jednak realizowane w warunkach stabilności kursu walutowego. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że obniżenie stóp procentowych nie przyczyni się do wzrostu – ograniczanej przez czynniki popytowe – dynamiki kredytu dla firm,

może natomiast wywierać negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 stycznia 2016 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na postępujące ożywienie gospodarcze w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Zaznaczano jednak, że wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro pozostaje umiarkowany, a dynamika cen w tym obszarze walutowym jest nadal zbliżona do zera. Wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się korzystna koniunktura, choć dynamika PKB w bieżącym roku prawdopodobnie wzrośnie jedynie nieznacznie. Jednocześnie podkreślano, że wobec utrzymującego się w tej gospodarce od 2010 r. stopniowego wzrostu PKB, inflacja bazowa jest tam wyraźnie wyższa niż dynamika cen konsumpcyjnych, a stopa bezrobocia kształtuje się na relatywnie niskim poziomie. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w tych warunkach postępuje dywergencja polityki pieniężnej między EBC a Rezerwą Federalną. Rezerwa Federalna podwyższyła stopy procentowe po siedmiu latach utrzymywania ich w pobliżu zera. Część członków Rady oceniała przy tym, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną będzie prawdopodobnie jedynie stopniowe i uwarunkowane napływającymi informacjami dotyczącymi kształtowania się koniunktury. Z kolei EBC ponownie poluzował politykę pieniężną, wydłużając okres skupu

aktywów oraz obniżając stopę depozytową, przy czym skala tego poluzowania była mniejsza od oczekiwanej przez rynki finansowe.

Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach rozwijających się członkowie Rady oceniali, że pozostaje ona niekorzystna. Wskazywano, że w Rosji i Brazylii trwa recesja i utrzymuje się wysoka inflacja. Oceniano także, że koniunktura w tych gospodarkach może ulec dalszemu pogorszeniu. Dyskutując na temat Chin, członkowie Rady zaznaczali, że napływające w ostatnim okresie dane nie są jednoznaczne: podczas gdy część z nich wskazuje na stabilizację dynamiki aktywności gospodarczej, to pojawiają się także sygnały dalszego pogorszenia koniunktury. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że wzrost gospodarczy w Chinach może nadal spowalniać, a wysoki poziom zadłużenia podmiotów gospodarczych w tym kraju stwarza ryzyko silnego osłabienia wzrostu. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że polityka gospodarcza w Chinach będzie nadal nakierowana na utrzymanie stabilności wzrostu gospodarczego oraz systemu finansowego, co powinno łagodzić ewentualne dalsze osłabienie tamtejszej koniunktury. Członkowie Rady oceniali, że perspektywy sytuacji gospodarczej w Chinach pozostają głównym czynnikiem niepewności dla gospodarki globalnej.

Członkowie Rady wskazywali, że istotnym źródłem niepewności dla koniunktury globalnej jest także kształtowanie się cen surowców, w tym ropy naftowej. Podkreślano, że w ostatnim okresie cena tego surowca spadła do bardzo niskiego poziomu, co będzie obniżało dynamikę cen konsumpcyjnych na świecie w kolejnych kwartałach. Zaznaczano jednak, że ze względu na nasilający się konflikt między dwoma ważnymi producentami ropy, tj. Arabią Saudyjską i Iranem, utrzymuje się podwyższona niepewność co do spodziewanego poziomu produkcji, a przez to cen tego surowca w przyszłości.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że silne spadki cen ropy naftowej, zmiany oczekiwań co do przyszłych decyzji głównych banków centralnych oraz utrzymujące się obawy o koniunkturę w Chinach przyczyniły się do podwyższonej zmienności cen aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. Zaznaczano też, że część z tych czynników doprowadziła do wzrostu awersji inwestorów do ryzyka. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku cen aktywów i osłabieniu kursów walut gospodarek wschodzących, w tym Polski.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujący się stabilny wzrost aktywności gospodarczej. Oceniano, że dane o sprzedaży detalicznej wskazują na dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego, w tempie zbliżonym do notowanego w poprzednich kwartałach. Wzrost konsumpcji wspierany jest w dalszym ciągu przez rosnące zatrudnienie i dobre nastroje konsumentów. Odnosząc się do inwestycji wskazywano, że ich wzrostowi sprzyja wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm, w warunkach stabilnego wzrostu produkcji przemysłowej. Jednocześnie zaznaczano, że skłonność przedsiębiorstw do inwestowania może być ograniczana przez podwyższoną niepewność co do krajowych i zagranicznych uwarunkowań ich działalności. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że dynamika konsumpcji i inwestycji pozostaje jedynie umiarkowana.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że dynamikę PKB w kolejnych kwartałach wspierać będzie ponowny spadek cen ropy naftowej. Zaznaczano jednak, że niższe ceny tego surowca będą wywierać negatywny wpływ na sytuację finansową części przedsiębiorstw, w szczególności firm z sektora wydobywczego oraz przedsiębiorstw, których produkcja kierowana jest na rynki krajów będących eksporterami netto ropy naftowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia oraz spadek bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że poprawiająca się sytuacja na rynku pracy nie przyczyniła się dotychczas do wyraźnego wzrostu dynamiki płac nominalnych w gospodarce. Jednocześnie w ostatnim okresie przyspieszył nieco wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrósł udział firm planujących podwyżki, co może sygnalizować stopniowy wzrost presji płacowej w gospodarce, który – o ile nastąpi – będzie wspierał powrót dynamiki cen konsumpcyjnych w kierunku celu inflacyjnego.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki fiskalnej w kontekście projektu ustawy budżetowej na 2016 r. Większość członków Rady oceniła, że przedstawiony w projekcie kształt polityki fiskalnej nie prowadzi do wzrostu nierównowagi finansów publicznych w 2016 r. Jednocześnie członkowie ocenili, że ze względu na opóźnienia w transmisji polityki pieniężnej, dla bieżących decyzji dotyczących stóp procentowych istotny jest kształt polityki fiskalnej w 2017 r. W tym kontekście podkreślano, że istotnym źródłem finansowania nowych wydatków budżetowych w 2016 r. są dochody o charakterze jednorazowym, przez co utrzymanie deficytu na umiarkowanym poziomie w 2017 r. będzie wymagało znalezienia nowych, stabilnych źródeł dochodów budżetowych. Część członków Rady oceniało, że zwiększenie świadczeń społecznych – w tym wprowadzenie programu Rodzina 500+ – może przyczynić się do pobudzenia dynamiki konsumpcji. Odnosząc się do skutków wprowadzenia podatku od instytucji finansowych, członkowie ci wyrażali opinię, że może on oddziaływać w kierunku wzrostu kosztów pozyskania kredytu i spowolnienia akcji kredytowej. Natomiast w kontekście podatku obrotowego dla sklepów, członkowie Rady zaznaczali, że ze względu na brak szczegółowych informacji na temat tego podatku ocena jego skutków jest trudna, choć może on oddziaływać w kierunku wzrostu

dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że wprowadzane zmiany w polityce fiskalnej mogą ograniczyć odporność polskiej gospodarki na wstrząsy zewnętrzne i przez to ograniczają przestrzeń dla ewentualnego złagodzenia polityki pieniężnej.

Analizując sytuację na rynku kredytowym członkowie Rady wskazywali, że utrzymuje się stabilny, umiarkowany wzrost kredytu w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika kredytu w kolejnych kwartałach może być ograniczana z jednej strony przez obniżenie od stycznia 2016 r. maksymalnego poziomu LtV dla kredytów hipotecznych wynikające z zaleceń rekomendacji S, a z drugiej strony przez ewentualny wzrost kosztu kredytu po wprowadzeniu podatku bankowego.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że skala deflacji cen konsumpcyjnych zmniejszyła się w grudniu jedynie nieznacznie. Członkowie Rady oceniali przy tym, że w najbliższych kwartałach dynamika CPI będzie nadal powoli rosła, choć ze względu na ponowny spadek cen surowców tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych będzie prawdopodobnie wyraźnie niższe niż dotychczas oceniano. Zwracano uwagę, że wzrostowi dynamiki cen sprzyjać będzie domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Członkowie Rady zaznaczyli także, że jak dotychczas utrzymująca się deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Część członków Rady wyrażała przy tym opinię, że należy nadal uważnie obserwować wpływ ujemnej dynamiki cen na funkcjonowanie podmiotów gospodarczych, w szczególności na sytuację finansową przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione.

Oceniono, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Argumentowano, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Zaznaczano też, że możliwe spowolnienie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w stosunku do wcześniejszych oczekiwań związane jest ze spadkiem cen ropy naftowej na światowych rynkach surowcowych, a więc czynnikiem znajdującym się poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej. Zwracano ponadto uwagę, że wobec występowania opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, obecne decyzje o stopach procentowych będą oddziaływały na dynamikę cen w okresie, kiedy negatywny wpływ spadku cen surowców energetycznych na inflację będzie ograniczony. Natomiast w średnim okresie wzrost CPI będzie wspierany przez stabilny wzrost aktywności gospodarczej w kraju. Jednocześnie w kierunku wzrostu dynamiki cen oddziaływać może również wprowadzenie podatku obrotowego dla sklepów.

Część członków Rady podkreślała, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia również utrzymująca się niepewność dotycząca zewnętrznych i krajowych uwarunkowań polityki pieniężnej. Zaznaczano, że niepewność ta znajduje odzwierciedlenie w zmianach cen polskich aktywów i kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że w tych uwarunkowaniach decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać ich wpływ na sytuację na rynkach finansowych. Ponadto część członków Rady oceniała, że podejmując decyzje o poziomie stóp procentowych należy brać pod uwagę jego wpływ na stabilność sektora finansowego. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że obniżka stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na wyniki sektora bankowego, co może być istotne wobec zwiększonych obciążeń tego sektora.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w najbliższych miesiącach uzasadnione może być rozważenie rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych. Argumentowali oni, że zwiększyłyby to przestrzeń do reakcji polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być ich obniżenie. Członkowie ci wskazywali na jedynie umiarkowany – w ich ocenie – wzrost popytu wewnętrznego oraz wciąż relatywnie wysoki poziom realnych stóp procentowych, a także niską prognozowaną dynamikę cen.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lutego 2016 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, zwracano uwagę na postępujące ożywienie w strefie euro, wspierane przez wzrost konsumpcji wynikający z poprawy sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Jednak – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – pomimo ożywienia gospodarczego, dynamika PKB w tej gospodarce pozostaje względnie niska. W odniesieniu do sytuacji w Stanach Zjednoczonych wskazywano na utrzymującą się w tym kraju korzystną koniunkturę, pomimo spowolnienia wzrostu PKB w II połowie 2015 r. Jednocześnie podkreślano, że w krajach rozwijających się sytuacja gospodarcza pogarsza się. Wskazywano na utrzymujące się spowolnienie wzrostu PKB w Chinach. Zwracano uwagę na ryzyko silniejszego pogorszenia aktywności gospodarczej w tym kraju, co jest związane z

występującymi znacznymi nierównowagami w gospodarce Chin przy ograniczonych możliwościach dalszej stymulacji koniunktury przez politykę makroekonomiczną. Wskazywano także na utrzymującą się głęboką recesję w Brazylii, Rosji i na Ukrainie. Część członków Rady podkreślała, że pogarszająca się koniunktura w gospodarkach wschodzących przyczyniła się już do obniżenia dynamiki eksportu Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski, co może oddziaływać w kierunku osłabienia dynamiki polskiego eksportu.

Podkreślano, że pogorszenie koniunktury w gospodarkach wschodzących przyczynia się do osłabienia perspektyw wzrostu w innych gospodarkach, a tym samym – do wzrostu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i wyraźnego obniżenia cen aktywów na światowych rynkach. W tym kontekście wskazywano także na deprecjację wielu walut z rynków wchodzących, w tym złotego, w ostatnim okresie.

Członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymujący się bardzo niski poziom cen ropy naftowej oraz innych surowców. Wskazywano, że niskie ceny surowców oddziałują w kierunku ograniczenia dynamiki cen na świecie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niższe ceny surowców zwiększają siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych, pobudzając jednocześnie wzrost wydatków konsumpcyjnych w części krajów. Część członków Rady wskazywała jednocześnie, że w krajach będących producentami surowców spadek ich cen przekłada się na osłabienie dynamiki aktywności gospodarczej, a w niektórych nawet na recesję. Członkowie ci podkreślali, że obniżenie inwestycji w sektorze wydobywczym było jednym z głównych powodów spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w ostatnim półroczu.

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca

kształtowania się koniunktury na świecie, w tym nie tylko w gospodarkach wschodzących, ale także w Stanach Zjednoczonych. W związku z tym Rezerwa Federalna zasygnalizowała, że stopy procentowe w tym kraju mogą być podwyższane wolniej niż dotychczas oczekiwano. Z kolei EBC wskazał na możliwość zwiększenia skali ekspansji monetarnej w kolejnych miesiącach, co jest związane z obniżaniem prognoz inflacji w strefie euro na skutek spadku cen surowców. Część członków Rady oceniała, że perspektywa łagodniejszej polityki pieniężnej głównych banków centralnych mogła ograniczyć skalę spadku cen polskich aktywów finansowych i deprecjacji złotego.

Dyskutując na temat sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano, że wstępne dane o rachunkach narodowych w 2015 r. sugerują przyspieszenie wzrostu PKB w IV kwartale 2015 r. Zaznaczano przy tym, że głównym źródłem wzrostu PKB pozostaje popyt krajowy. Zwracano uwagę na prawdopodobne nieznaczne przyspieszenie wzrostu inwestycji i konsumpcji w IV kwartale 2015 r., wspierane przez poprawę na rynku pracy, w tym dalszy spadek stopy bezrobocia, utrzymujący się wysoki poziom zatrudnienia i stabilny wzrost płac. Wzrostowi popytu sprzyjają także pozytywne nastroje konsumentów, dobra sytuacja finansowa firm oraz wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na pewne osłabienie optymizmu podmiotów sektora przemysłowego w ostatnim okresie, podkreślając przy tym, że nie znajduje ono odzwierciedlenia w innych danych dotyczących aktywności gospodarczej. Część członków Rady zwracała uwagę, że – pomimo pogorszenia sytuacji w gospodarkach wschodzących – dynamika eksportu pozostaje dodatnia, a w handlu zagranicznym utrzymuje się nadwyżka.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego, większość członków Rady oceniała, że w najbliższych kwartałach pozostanie on prawdopodobnie stabilny. Wskazywano na

czynniki, które będą wspierać wzrost konsumpcji w najbliższym okresie, w tym na prawdopodobną kontynuację poprawy na rynku pracy, ponowny spadek cen paliw oraz wzrost dochodów do dyspozycji części gospodarstw domowych wynikający z uruchomienia w najbliższych miesiącach programu świadczeń wychowawczych Rodzina 500+. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że obserwowana w ostatnim okresie deprecjacja złotego może oddziaływać w kierunku wyższej konkurencyjności cenowej polskiego eksportu, a tym samym wyższej dynamiki PKB. Część członków Rady wskazywała także na wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych w gospodarce, co – zwłaszcza wobec utrzymującej się wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej – powinno wspierać wzrost inwestycji odtworzeniowych przedsiębiorstw. Wzrostowi inwestycji firm sprzyjać będzie również ich dobra sytuacja finansowa, jednak – jak podkreślała część członków Rady – spadek cen surowców energetycznych oddziałuje niekorzystnie na rentowność przedsiębiorstw z sektora energetycznego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali obawę, że wzrost ryzyk w otoczeniu polskiej gospodarki może oddziaływać negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, wskazywano na wciąż ujemną dynamikę cen, która prawdopodobnie utrzyma się dłużej niż oceniano do tej pory. Głównymi powodami dłuższej niż dotychczas oczekiwano deflacji są spadek cen ropy naftowej w ostatnim okresie, a także obniżenie taryf na sprzedaż i dystrybucję gazu oraz energii elektrycznej dla gospodarstw domowych z początkiem br. Podkreślano, że niskiej dynamice cen sprzyja również brak presji inflacyjnej w warunkach ujemnej luki popytowej oraz brak presji płacowej, utrzymujący się pomimo poprawy na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali ponadto opinię, że w kierunku niższych cen żywności

oddziałuje embargo na eksport towarów żywnościowych do Rosji.

Członkowie Rady oceniali, że stabilny wzrost gospodarczy powinien stopniowo zwiększać inflację bazową, oddziałując w konsekwencji w kierunku wyższej dynamiki CPI. Część członków Rady wskazywała przy tym na ryzyko wyższej od obecnych oczekiwań dynamiki cen w kolejnych miesiącach. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że – wobec możliwego przyspieszenia konsumpcji – zwiększyło się ryzyko szybszego niż wcześniej oczekiwano domknięcia się luki popytowej, a tym samym – pojawienia się presji popytowej. Członkowie ci wskazywali również na ryzyko przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy w warunkach oczekiwanej dodatniej luki popytowej (stanowiącej różnicę pomiędzy rzeczywistym poziomem PKB a poziomem PKB niepowodującym presji inflacyjnej) i perspektyw dalszej poprawy na rynku pracy. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że po wprowadzeniu świadczeń wychowawczych może wzrosnąć presja płacowa, ponieważ – wobec poprawiającej się sytuacji na rynku pracy i utrzymujących się na nim niedopasowań – zwiększy się pozycja negocjacyjna pracowników o niższych dochodach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali z kolei, że obserwowana ostatnio deprecjacja złotego powinna oddziaływać w kierunku wyższych cen importu, co może przełożyć się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione na bieżącym posiedzeniu. Członkowie Rady zaznaczali, że niższa od wcześniejszych oczekiwań dynamika cen w nadchodzących miesiącach będzie głównie związana z czynnikami znajdującymi się poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej. Natomiast w średnim okresie wzrost CPI będzie wspierany przez stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w kraju. Rada podtrzymała także 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.

Większość członków Rady podkreślała, że za stabilizacją stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu przemawia również utrzymująca się niepewność dotycząca zewnętrznych i krajowych uwarunkowań polityki pieniężnej. Członkowie Rady wyrazili opinię, że w tych warunkach decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać ich potencjalny wpływ na sytuację na rynkach finansowych. Ponadto część członków Rady oceniała, że podejmując decyzje o poziomie stóp procentowych, należy brać pod uwagę ich wpływ na stabilność sektora finansowego. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że – po obniżeniu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych – może pojawić się przestrzeń dla dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady byli z kolei zdania, że w najbliższych miesiącach uzasadnione może być rozważenie rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych ze względu na możliwe – ich zdaniem – pojawienie się presji inflacyjnej ze względu na korzystną sytuację na rynku pracy i ryzyko wyraźnego przyspieszenia popytu konsumpcyjnego.

Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się dynamiki cen oraz wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji i PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że istotnym uwarunkowaniem decyzji w zakresie polityki pieniężnej powinna być także ocena wpływu zmian w polityce fiskalnej na popyt i ceny w gospodarce.

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

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 10-11 marca 2016 r.

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

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw światowej gospodarki. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, choć głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, przy niskiej dynamice inwestycji i eksportu. W Stanach Zjednoczonych po kilku latach ożywienia gospodarczego, w II połowie ub.r. dynamika PKB obniżyła się i utrzymuje się ryzyko dalszego osłabienia aktywności w tej gospodarce. W Chinach z kolei w dalszym ciągu obniża się tempo wzrostu gospodarczego, podczas gdy Rosja i Brazylia pozostają w recesji. Obawy o możliwość dalszego osłabienia aktywności w gospodarkach wschodzących oraz ryzyko jego przełożenia na aktywność w gospodarkach rozwiniętych są obecnie głównym czynnikiem niepewności dla światowej koniunktury.

Niepewność dotycząca światowej gospodarki wpływa negatywnie na nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, co doprowadziło do obniżenia się cen wielu aktywów w ostatnich miesiącach. Utrzymują się także niskie ceny ropy naftowej i innych surowców, w tym rolnych. W konsekwencji dynamika cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach – w tym strefie euro – jest zbliżona od zera, a prognozy inflacji na kolejne lata są obniżane.

Europejski Bank Centralny obniżył w marcu stopy procentowe oraz zwiększył skalę luzowania ilościowego. W Stanach Zjednoczonych, mimo

podwyższenia stóp procentowych w grudniu i sygnalizowania ich dalszego wzrostu w kolejnych kwartałach, wzrosła niepewność dotycząca dalszego kierunku tamtejszej polityki pieniężnej.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, a dane za IV kw. potwierdziły nawet nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostaje popyt krajowy, wspierany przez stabilny wzrost konsumpcji i rosnące inwestycje. Wzrostowi popytu sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy, pozytywne nastroje konsumentów, dobra sytuacja finansowa firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz wzrost akcji kredytowej.

Ze względu na wciąż ujemną lukę popytową, a także jedynie umiarkowaną dynamikę nominalnych wynagrodzeń w gospodarce nie ma presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Główną przyczyną utrzymywania się deflacji jest jednak silny spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnich kwartałach. Oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotychczas negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, z uwzględnieniem danych dostępnych do 23 lutego 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,9 – 0,2% w 2016 r. (wobec 0,4 – 1,8% w projekcji z listopada 2015 r.), 0,2 – 2,3% w 2017 r. (wobec 0,4 – 2,5%) oraz 0,4 – 2,8% w 2018 r. Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się

z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0 – 4,5% w 2016 r. (wobec 2,3 – 4,3% w projekcji z listopada 2015 r.), 2,6 – 4,8% w 2017 r. (wobec 2,4 – 4,6%) oraz 2,1 – 4,4% w 2018 r.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie inflacji bazowej, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy, w tym oczekiwany wzrost dynamiki popytu

konsumpcyjnego wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Jednocześnie źródłem niepewności dla gospodarki jest ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie.

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

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

4 Projektcja inflacji i PKB

Projektcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴³. Projektcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projektcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projektcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2016 r. do IV kw. 2018 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2015 r.

Projektcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 23 lutego 2016 r.

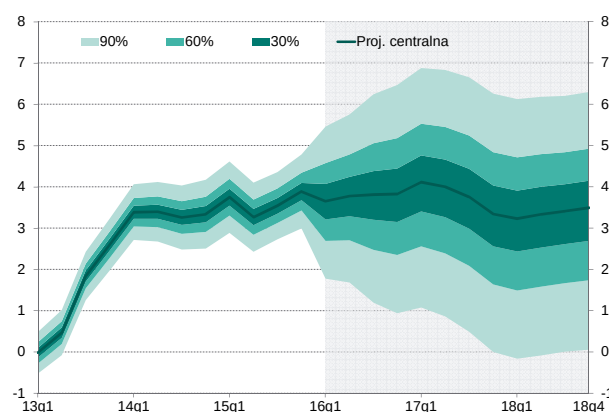
⁴³ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

4.1 Synteza

Projekcja IE NBP przedstawia najbardziej prawdopodobne kształtowanie się tempa wzrostu PKB i inflacji, jakkolwiek należy brać pod uwagę rosnące ryzyko spowolnienia wzrostu w gospodarce światowej w stosunku do aktualnego konsensusu prognoz. Wynika to z możliwości dalszego obniżenia się tempa wzrostu w Chinach i ryzyka pogorszenia się koniunktury w gospodarkach rozwiniętych. Zmaterializowanie się takiego scenariusza mogłoby wpłynąć niekorzystnie na tempo wzrostu PKB w Polsce i skomplikować warunki prowadzenia polityki fiskalnej.

Jeśli sytuacja w gospodarce globalnej ukształtuje się zgodnie z obecnym konsensusem prognoz, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach będzie kształtowało się na relatywnie wysokim poziomie, przy utrzymującej się bardzo niskiej presji inflacyjnej. Dane GUS za IV kw. ub.r. wskazują, że dynamika PKB przyspieszyła w tym okresie do najwyższego od 2011 r. poziomu. Jednocześnie w świetle ostatnich informacji znacznie zwiększyło się prawdopodobieństwo wydłużenia okresu wychodzenia gospodarki z deflacji. Na takie kształtowanie się krajowego wzrostu gospodarczego i cen, przy jedynie umiarkowanej skali ożywienia w gospodarce światowej, wpływa niski poziom cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w szczególności kolejny spadek notowań ropy naftowej. Choć oddziaływanie niskich cen tego surowca na wzrost gospodarczy w poszczególnych krajach jest zróżnicowane, to w przypadku Polski będącej importerskim krajem, spadek jej cen stanowi dla gospodarki pozytywny szok podaży, wpływający korzystnie na aktywność gospodarczą oraz obniżający poziom cen.

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



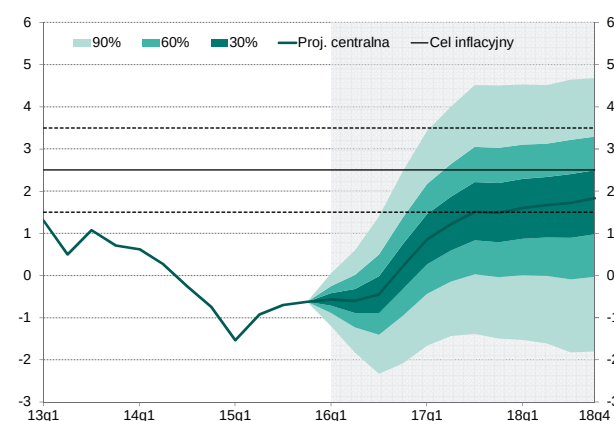
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Marcowa projekcja wskazuje, że dynamika PKB w Polsce w latach 2016-17 utrzymywać się będzie na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się – poza stopniowo wygasającym pozytywnym wpływem niskiego poziomu cen surowców – przyspieszenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych związane z wdrożeniem programu „Rodzina 500+”. Krajowy wzrost gospodarczy wspierany będzie również przez wzrost dochodów do dyspozycji związany ze wzrostem płac oraz niski poziom stóp procentowych. Popyt krajowy ograniczać może natomiast, zmniejszając pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników, możliwy wzrost kosztów obsługi kredytów wynikający z wprowadzenia podatku od niektórych instytucji finansowych. Wpływ zmian w światowej koniunkturze na przyszłą kondycję polskiej gospodarki jest niejednoznaczny. Z jednej strony, oczekiwana jest kontynuacja umiarkowanego ożywienia w strefie euro, z drugiej zaś – rosną obawy o trwałość wzrostu w gospodarkach wschodzących.

W świetle powyższych uwarunkowań, w latach 2016-18 konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu PKB, obniży się natomiast względem ostatnich kwartałów dynamika nakładów brutto na środki trwałe.

Wydatki gospodarstw domowych wspierać będzie systematyczna poprawa ich sytuacji finansowej, do czego przyczyni wprowadzenie nowego świadczenia wychowawczego oraz kontynuacja dotychczasowych korzystnych tendencji na rynku pracy (dalszy spadek stopy bezrobocia, przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń). Do poprawy nastrojów konsumenckich przyczyniać się będzie także niska inflacja, zwiększająca siłę nabywczą gospodarstw domowych. W wyniku oddziaływania powyższych czynników, dynamika spożycia indywidualnego przekraczać będzie w horyzoncie projekcji wieloletnią średnią,

Wykres 4.2 Inflacja CPI (t/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

a jej najwyższa dynamika osiągnięta zostanie w latach 2016-17.

Na relatywnie wysoką dynamikę popytu krajowego w horyzoncie projekcji złoży się również wzrost wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw, choć tempo wzrostu tej kategorii spowolni względem poziomu odnotowanego w ostatnich kwartałach. Z jednej strony, pozytywnie na inwestycje oddziaływać będzie wysoki obecnie poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz rosnący popyt konsumpcyjny powiązany ze wzrostem świadczeń rodzinnych. Z drugiej strony, wzrost niepewności na globalnych rynkach finansowych oraz obawy wobec przyszłego kształtowania się obciążeń podatkowych mogą przyczynić się do ostrożnego podejmowania przez przedsiębiorstwa decyzji o nowych, wieloletnich projektach inwestycyjnych. Negatywnie na inwestycje przedsiębiorstw wpłynąć może również obowiązujący od lutego br. podatek od niektórych instytucji finansowych, mogący wpłynąć na istotne zwiększenie kosztu usług bankowych oraz zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów.

Przyjęta w projekcji ścieżka wzrostu gospodarczego przyczyni się do domknięcia na początku 2017 r. ujemnej obecnie luki popytowej, a następnie jej stabilizację na dodatnim, choć bliskim zera poziomie. Takie kształtowanie się luki popytowej wskazuje, że po kilku latach braku presji popytowej, w horyzoncie projekcji koniunktura gospodarcza przyczyniać się będzie do wzrostu stopy inflacji, choć wpływ ten będzie relatywnie niewielki.

Na przedłużający się okres deflacji w polskiej gospodarce wpływ mają przede wszystkim – wobec stopniowo domykającej się luki popytowej – czynniki o charakterze podażowym: silne obniżenie się cen ropy naftowej oraz wysoka podaż produktów rolnych. Wyrazem tych uwarunkowań jest utrzymująca się niska presja

kosztowa w gospodarce, odzwierciedlona w spadku cen importu i krajowych cen producenta (PPI) oraz umiarkowanym wzroście jednostkowych kosztów pracy. W horyzoncie projekcji zjawiska te będą stopniowo ustępować. Kształtowanie się determinant kosztowych inflacji wskazuje jednak, że dynamika cen konsumenta do końca 2018 r. pozostanie na poziomie istotnie niższym niż cel inflacyjny NBP. W szczególności, po zakończeniu w krótkim horyzoncie projekcji okresu spadków cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, ich wzrost w kolejnych latach będzie niski, a utrzymujący się umiarkowany wzrost w gospodarce światowej oraz bliska zera krajowa luka popytowa ograniczać będą skalę wzrostu cen importu oraz jednostkowych kosztów pracy.

W największym stopniu niepewność bieżącej projekcji determinowana jest przez możliwość innego, niż w scenariuszu centralnym, rozwoju sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki. Głównym czynnikiem ryzyka jest obecnie możliwość głębszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących, w tym w szczególności w Chinach. Pojawiają się również obawy o przyszłą aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych i innych gospodarkach rozwiniętych. Materializacja tych ryzyk miałaby duże znaczenie dla koniunktury krajowej, szczególnie w sytuacji, gdyby przyczyniła się do osłabienia wzrostu w gospodarce strefy euro, nie tylko poprzez kanał handlowy, ale również w wyniku pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców.

Z drugiej strony nie można wykluczyć mocniejszego względem obecnych oczekiwań oddziaływania na gospodarkę strefy euro prowadzonego przez EBC skupu obligacji oraz realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej. W takim scenariuszu popyt inwestycyjny w większym niż obecnie stopniu mógłby wspomagać wzrost gospodarczy w strefie

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

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest również przyszły kształt polityki fiskalnej. W przypadku podjęcia przez rząd działań nakierowanych na ograniczenie wzrostu deficytu w latach 2017-2018 wynikającego między innymi z realizacji programu „Rodzina 500+”, oczekiwać można zarówno wzrostu obciążeń podatkowych jak również ograniczenia wydatków. Zmiany te oddziaływałyby w kierunku wyższych niż w scenariuszu bazowym cen konsumenta oraz niższej dynamiki PKB.

Biorąc pod uwagę wpływ możliwej materializacji powyższych czynników ryzyka na ścieżkę inflacji CPI i dynamiki PKB, bilans ryzyk dla pierwszej z tych zmiennych jest zbliżony do symetrycznego, natomiast dla wzrostu gospodarczego jest on ujemny. Ocena ta znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

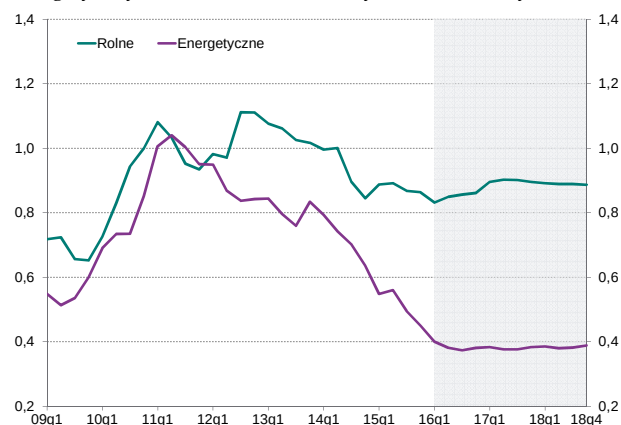
Głównym czynnikiem determinującym kształt bieżącej projekcji są niskie ceny surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej, obniżające inflację w gospodarce światowej. Spadkowi cen surowców towarzyszy stabilizacja na umiarkowanym poziomie – względem wielkości obserwowanych przed wybuchem światowego kryzysu finansowego – tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym Polski.

Niski poziom cen ropy naftowej podyktowany jest przede wszystkim korzystnymi uwarunkowaniami podażowymi na rynku tego surowca, w mniejszym natomiast stopniu stanowi efekt spowolnienia wzrostu popytu w krajach rozwijających się. Szczególne znaczenie dla kształtowania się relacji podaży do popytu ma

polityka krajów zrzeszonych w OPEC, nakierowana na utrzymanie stałego udziału w światowej produkcji ropy naftowej, skutkująca wysokim poziomem wydobycia surowca w tych krajach. Dodatkowym czynnikiem, który będzie oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu podaży ropy naftowej jest zawieszenie sankcji na eksport tego surowca przez Iran. Spadek cen ropy naftowej powoduje natomiast redukcję wydobycia w krajach nienależących do OPEC. Proces ten jest jednak stopniowy, co wynika z realizacji projektów wydobywczych rozpoczętych jeszcze w okresie wyższych cen surowca. W konsekwencji, światowe zapasy ropy naftowej znajdują się na historycznie wysokim poziomie i w najbliższych kwartałach będą nadal rosły, choć wolniej niż w ostatnim okresie. Niskie ceny ropy ograniczają dynamikę wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych, będących w dużym stopniu substytutami w produkcji energii. W rezultacie, w najbliższych latach ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą się utrzymywać na niskim, niższym od przyjętego w poprzedniej rundzie progностycznej, poziomie (Wykres 4.3).

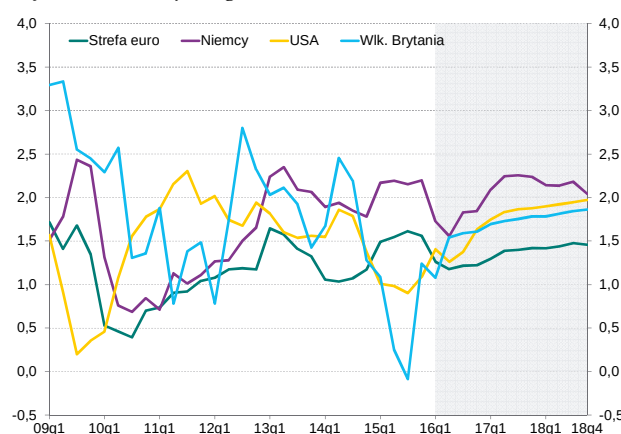
Uwarunkowania podażowe oraz pogorszenie koniunktury w krajach rozwijających się powoduje, że na relatywnie niskim poziomie, zbliżonym do oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej, kształtują się również ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3). Przyczyniają się do tego w szczególności wysokie zbiory zbóż, w tym pszenicy, czemu sprzyjały wcześniejsze korzystne warunki agrometeorologiczne w większości regionów świata, oraz utrzymująca się wysoka podaż wieprzowiny na rynku europejskim. Wysoka produkcja mleka oraz zniesienie mechanizmu jej kwotowania sprawiają, że także ceny tego surowca kształtują się na niskim poziomie. W latach 2017-2018 spodziewany jest umiarkowany wzrost cen surowców rolnych z

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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



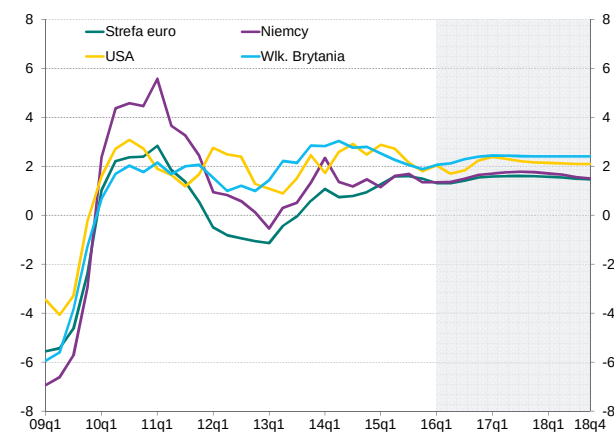
Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

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

obecnego, obniżonego poziomu, spowodowany procesem stopniowego równoważenia się podaży i popytu na tym rynku.

Scenariusz projekcyjny zakłada, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie, zbliżonym do odnotowanego w ubiegłym roku (Wykres 4.5). Głównym źródłem wzrostu tej gospodarki pozostanie spożycie indywidualne. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego powinna sprzyjać dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, wpływająca korzystnie na nastroje konsumentów, oraz wzrost kredytu konsumpcyjnego. W tym samym kierunku powinna oddziaływać również niska inflacja, w szczególności niski i stosunkowo stabilny poziom cen energii, zwiększający siłę nabywczą gospodarstw domowych. Pozytywnie na wzrost dochodów do dyspozycji wpłynie także obniżenie w bieżącym roku podatków dochodowych w niektórych krajach strefy. Umiarkowane wciąż tempo wzrostu inwestycji w gospodarce strefy euro związane jest natomiast z relatywnie niskim poziomem wykorzystania zdolności produkcyjnych, kontynuacją procesu oddłużania się przedsiębiorstw oraz ograniczonym popytem zewnętrznym. Przy rosnącym popycie konsumpcyjnym oraz poprawiającej się zyskowności przedsiębiorstw, proces stopniowej odbudowy inwestycji będzie jednak kontynuowany. Wzrost inwestycji wspiera akomodacyjna polityka pieniężna EBC, w ramach której, oprócz utrzymywania niskich stóp procentowych, realizowany jest program skupu aktywów, przyczyniający się do poprawy dostępu przedsiębiorstw do kredytu. Wdrażany przez EBC program luzowania ilościowego wspomaga wzrost gospodarczy strefy euro również poprzez deprecjację kursu, zwiększającą konkurencyjność cenową eksportu. Obniżenie rentowności obligacji spowodowane realizacją programu skupu aktywów przyczynia się również do spadku kosztów obsługi długu

Wykres 4.5 PKB za granicą (r/r, %)



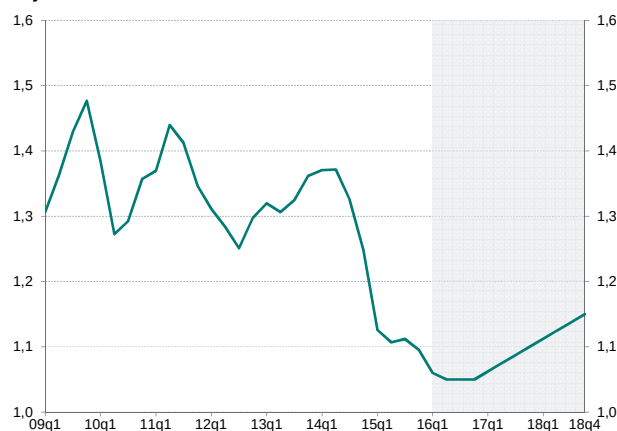
Źródło: Dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

publicznego krajów strefy (Wykres 4.6). Dodatkowo, uelastycznienie przez Komisję Europejską postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu, stwarzając większą przestrzeń fiskalną, prowadzić może do wzrostu inwestycji publicznych.

Na tle oczekiwań dotyczących kształtowania się koniunktury w strefie euro, korzystniej prezentują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii (Wykres 4.5). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w tych gospodarkach pozostanie spożycie indywidualne, któremu sprzyjać będą obserwowane obecnie pozytywne tendencje na rynku pracy. W Stanach Zjednoczonych wzrost zatrudnienia, po przejściowym spowolnieniu w III kw. ub.r., ponownie przyspieszył, a stopa bezrobocia ukształtowała się na najniższym od siedmiu lat poziomie. Wzrost zatrudnienia wiąże się jednak z niską dynamiką wydajności pracy, co w dłuższej perspektywie będzie oddziaływać ograniczająco na tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

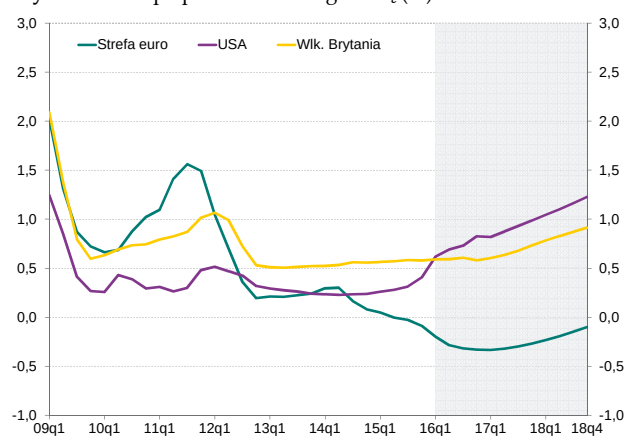
Niskie ceny surowców energetycznych obniżają inflację w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski (Wykres 4.4). Spadek inflacji dokonuje się przede wszystkim poprzez bezpośredni wpływ niskich cen surowców na ceny energii dla gospodarstw domowych. Niższe ceny surowców energetycznych wpływają również na obniżenie kosztów produkcji, co przekłada się na spadek cen pozostałych komponentów koszyka towarów i usług konsumpcyjnych. Lepsza koniunktura w gospodarce amerykańskiej i brytyjskiej wpływa jednak na wyższy niż w strefie euro poziom ścieżki inflacji w tych krajach. W konsekwencji, podczas gdy w strefie euro, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, możliwa jest dalsza obniżka stóp procentowych, w Stanach Zjednoczonych w grudniu ub.r. rozpoczęty został cykl ich podwyżek, natomiast w Wielkiej Brytanii

Wykres 4.6 Kurs EUR/USD



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.7 Stopa procentowa za granicą (%)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

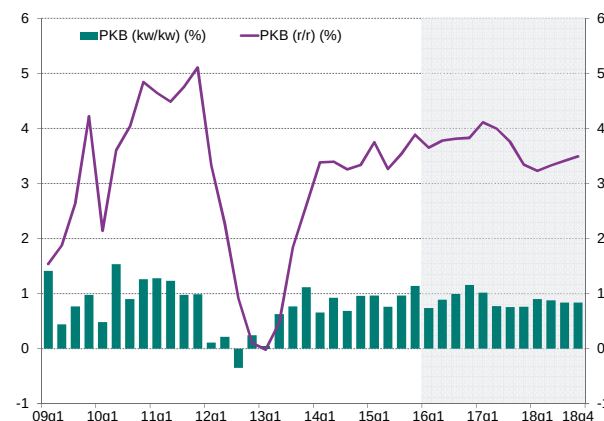
jego zapoczątkowanie oczekiwane jest w 2017 r. (Wykres 4.7).

4.3 Gospodarka polska w latach 2016-2018

Dynamika PKB w Polsce od II kw. 2016 r. do połowy 2017 r. utrzymywać się będzie na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się przyspieszenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych związane z wprowadzeniem programu „Rodzina 500+”. W dalszym horyzoncie projekcji, po wygaśnięciu wpływu tego czynnika na ścieżkę spożycia indywidualnego, wzrost gospodarczy obniży się do poziomu 3,4% r/r, poniżej średniej wieloletniej (Wykres 4.8). Głównym motorem wzrostu PKB w horyzoncie projekcji pozostaną, obok konsumpcji, nakłady brutto na środki trwałe, przy ujemnym wkładzie eksportu netto do wzrostu. Krajowy wzrost gospodarczy, poza zwiększonymi transferami rodzinnymi, wspierany będzie przez wzrost dochodów do dyspozycji związany ze wzrostem płac, niskie ceny surowców energetycznych oraz historycznie niski poziom stóp procentowych. Popyt krajowy ograniczać może natomiast, zmniejszając pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników, wzrost kosztów obsługi kredytów w wyniku wprowadzenia podatku od niektórych instytucji finansowych. Wpływ bieżącej i przyszłej światowej koniunktury na kondycję polskiej gospodarki jest niejednoznaczny. Z jednej strony, oczekiwana jest kontynuacja umiarkowanego ożywienia w strefie euro, z drugiej zaś – rosną obawy o trwałość wzrostu w gospodarkach wschodzących.

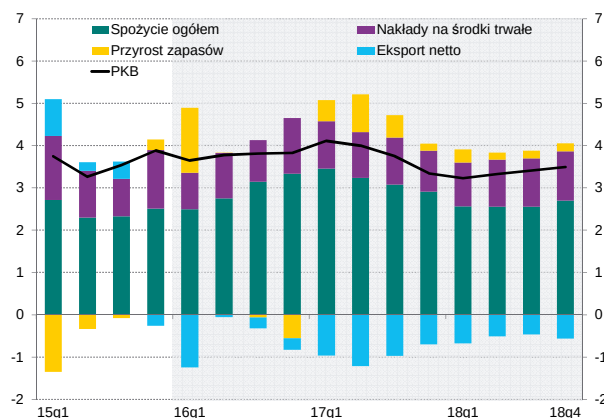
Spadek cen konsumenta, rozpoczęty w III kw. 2014 r., zakończy się w III kw. br., a w dalszym horyzoncie projekcji oczekuje się ich stopniowego wzrostu (Wykres 4.10). Kształtowanie się determinant kosztowych inflacji, jak również

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



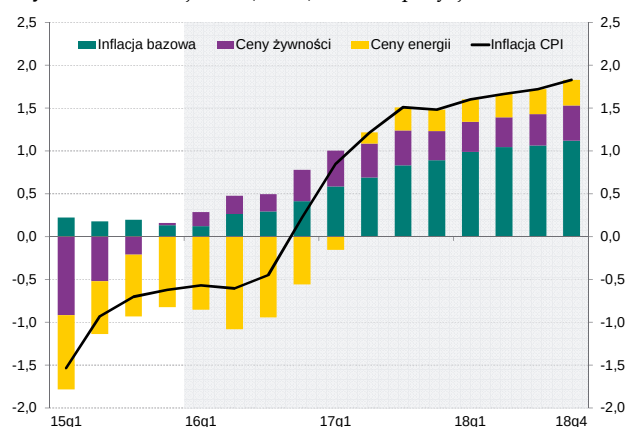
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

prognozowana skala wzrostu presji popytowej wskazują jednak, że dynamika cen konsumenta do końca 2018 r. pozostanie na poziomie istotnie niższym niż cel inflacyjny NBP. W szczególności, po zakończeniu w krótkim horyzoncie projekcji okresu spadków cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, ich wzrost w kolejnych latach będzie niski. Ujemna obecnie luka popytowa, na przestrzeni 2016 r. domyka się, czemu sprzyja m.in. impuls fiskalny związany ze wzrostem zasiłków rodzinnych w ramach programu „Rodzina 500+”. W kolejnych latach luka kształtować się będzie jednak na jedynie nieznacznie dodatnim poziomie. W kraju i za granicą utrzymywać się też będzie ograniczona presja kosztowa, odzwierciedlona w niskiej dynamice jednostkowych kosztów pracy oraz cen importu i długotrwałym spadku krajowych cen producenta (PPI).

Popyt krajowy

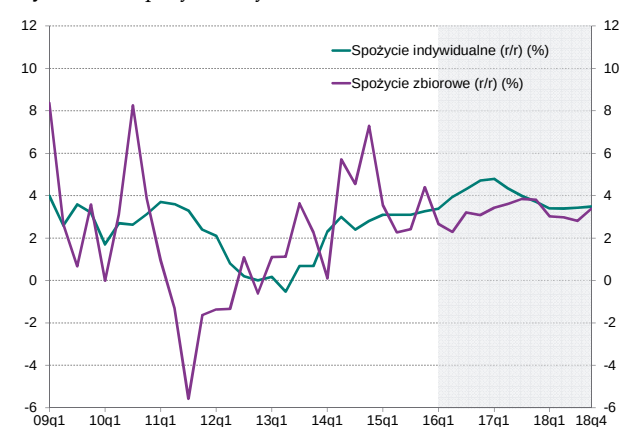
Wzrost konsumpcji indywidualnej (Wykres 4.11) w całym horyzoncie projekcji wspierany będzie przez prognozowane przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń i spadek stopy bezrobocia. Wyższe świadczenia rodzinne, wynikające z wdrażania programu „Rodzina 500+”, prowadzić będą do dodatkowego podniesienia dochodów do dyspozycji ludności od kwietnia 2016 r. Świadczenia te, ze względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania ścieżki konsumpcji, będą z pewnym opóźnieniem przekładać się na wzrost wydatków gospodarstw domowych. W wyniku oddziaływania powyższych czynników, dynamika spożycia indywidualnego przekraczać będzie w horyzoncie projekcji wieloletnią średnią, najsilniej w latach 2016-17, gdy na kształtowanie się konsumpcji istotnie wpłynąć będą zwiększone transfery. W ślad za wzrostem dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, spodziewana jest dalsza poprawa nastrojów konsumentów – badania ankietowe GUS

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



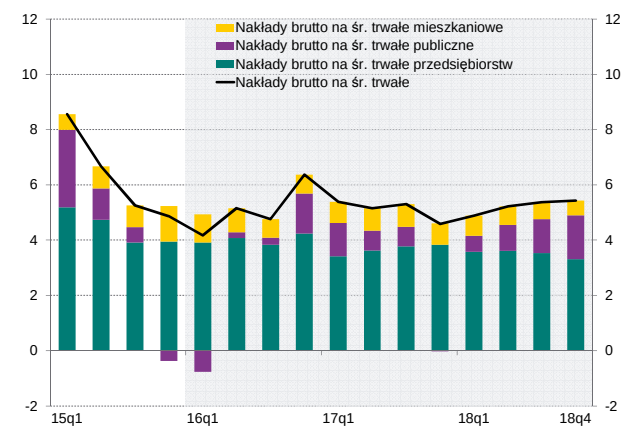
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

wskazują na słabnące obawy przed wzrostem bezrobocia oraz optymistyczne oceny ich przyszłej sytuacji finansowej⁴⁴. Gospodarstwa domowe w większym stopniu niż dotychczas mogą być zatem skłonne do finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem, co ułatwiać będą dodatkowo niskie stopy procentowe wpływające korzystnie na koszt zobowiązań gospodarstw domowych. Oczekuje się przy tym, że wprowadzony podatek bankowy będzie miał relatywnie mniejszy wpływ na dostępność kredytów konsumpcyjnych – w porównaniu do kredytów finansujących działalność gospodarczą i kredytów mieszkaniowych – z uwagi na ich przeciętnie wyższe oprocentowanie.

Tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w latach 2016-2018 spowolni względem poziomu odnotowanego w ostatnich kwartałach, nadal jednak przewyższać będzie dynamikę PKB (Wykres 4.12). Za takim scenariuszem przemawia wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz rosnące prognozy popytu formułowane przez przedsiębiorców⁴⁵. Wobec perspektyw umiarkowanego wzrostu gospodarczego za granicą, prognozę poprawy koniunktury wiązać należy z oczekiwaną ekspansją fiskalną prowadzącą do przyspieszenia dynamiki popytu krajowego. Z drugiej strony, firmy raportują wysoką niepewność odnośnie do oczekiwanego wzrostu podatków⁴⁶, co może przyczynić się do ostrożnego podejmowania decyzji o nowych projektach inwestycyjnych pomimo zwiększonego popytu.

Korzystne obecnie uwarunkowania dla finansowania inwestycji w horyzoncie projekcji mogą ulec pogorszeniu. Wprowadzenie podatku

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁴ Koniunktura konsumencka – luty 2016 r., GUS.

⁴⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

⁴⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

od niektórych instytucji finansowych będzie prowadziło do zwiększenia kosztu usług bankowych oraz zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów. Tym samym podatek ten może przyczynić się do spowolnienia akcji kredytowej, wpływając negatywnie na inwestycje przedsiębiorstw. Jednocześnie jednak blisko połowa inwestorów finansuje nowe przedsięwzięcia ze środków własnych⁴⁷, co ułatwia dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw⁴⁸. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie się korzystnej sytuacji finansowej firm, którą wspierać będą niskie ceny surowców energetycznych, obniżające koszty ich funkcjonowania i pozwalające utrzymać relatywnie wysoką opłacalność produkcji pomimo utrzymującej się deflacji.

W horyzoncie projekcji inwestycje mieszkaniowe wspierane będą przez dobrą sytuację na rynku pracy. Wpływa ona korzystnie na nastroje konsumentów, zwiększając ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań. Finansowanie zakupu mieszkania ułatwia również rządowy program „Mieszkanie dla Młodych”. Z drugiej strony, wprowadzony podatek od niektórych instytucji finansowych podnosić będzie koszt nowo zaciągniętych kredytów hipotecznych. Dodatkowo, od początku 2016 r. kolejny raz zaostrzone zostały kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych, w wyniku wprowadzonej w 2014 r. nowelizacji Rekomendacji S. Zmiany te przyczyniać się będą do ograniczenia dostępu do kredytu, co zmniejszy pozytywny wpływ na inwestycje mieszkaniowe rosnących dochodów gospodarstw domowych.

W 2016 r. oczekiwane jest obniżenie dynamiki spożycia zbiorowego. Wynika ono z zapisów Ustawy Budżetowej na rok 2016, która

⁴⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

⁴⁸ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2015 r., NBP.

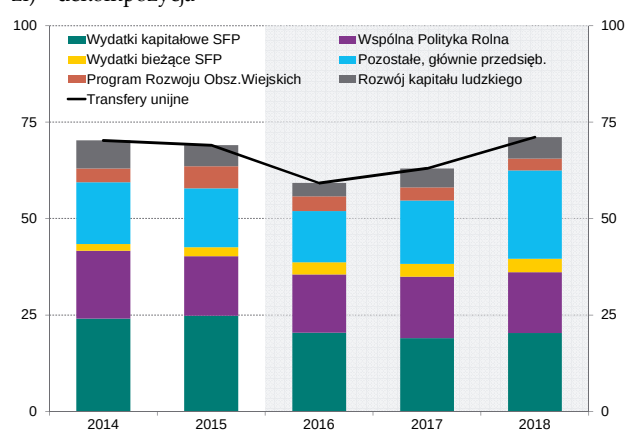
przewiduje niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz brak podwyżek wynagrodzeń nauczycieli i wykładowców akademickich. Ponieważ na razie brak jest szczegółowych informacji na temat ewentualnego kontynuowania działań zmierzających do ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach, w dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwane jest niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu spożycia zbiorowego.

Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest z kolei powiązane z absorpcją funduszy kapitałowych UE. W 2016 r. nastąpi zakończenie wykorzystania środków unijnych z perspektywy 2007-2013, a dotychczasowe doświadczenia wskazują, że absorpcja środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowała stopniowo (Wykres 4.13). Przyspieszenie dynamiki inwestycji publicznych oczekiwane jest zatem w latach 2017-18, na co złożą się w szczególności projekty realizowane przez jednostki samorządu terytorialnego w ramach programów regionalnych, jak również inwestycje transportowe.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

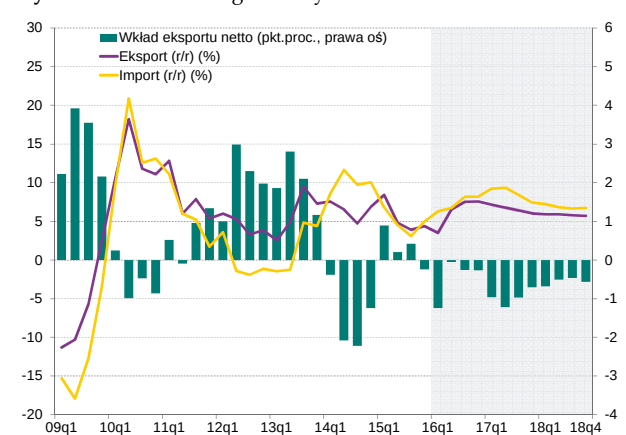
W horyzoncie projekcji oczekuje się, że dynamika eksportu pozostanie relatywnie stabilna, na średnim poziomie 6,2% r/r (Wykres 4.14). Wynika to z utrzymania się względnie stałego prognozowanego tempa wzrostu gospodarek europejskich, a tym samym płynącego z nich popytu. Negatywny wpływ na prognozę eksportu będzie miała natomiast niekorzystna koniunktura w gospodarkach wschodzących (kontynuacja spowolnienia w Chinach, recesja w Rosji i Brazylii). Wpływ ten jednak – ze względu na relatywnie niewielki udział tych państw w obrotach handlowych Polski (zarówno bezpośredni, jak i pośredni poprzez udział Polski w globalnych sieciach podaży) – nie będzie

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



Źródło: Obliczenia NBP.

Wykres 4.14 Handel zagraniczny

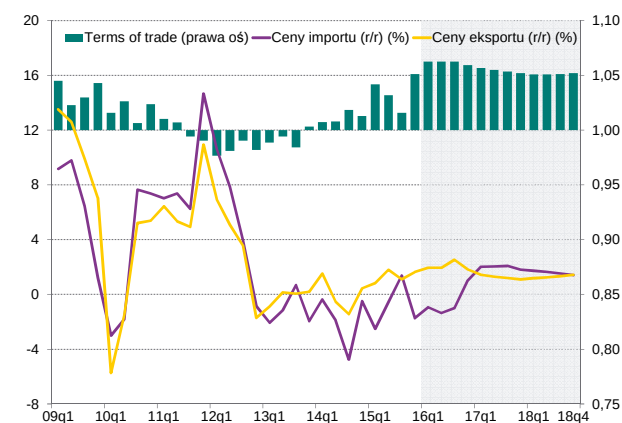


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

znaczący. Dodatkowo, wysoka konkurencyjność cenowa oraz opłacalność polskiego eksportu pozwala zachować wysoką rentowność eksporterów, w tym także przedsiębiorstw eksportujących do gospodarek wschodzących. Scenariusz umiarkowanego, stabilnego wzrostu eksportu potwierdzają również deklaracje przedsiębiorców, którzy formułują swoje prognozy nowych umów eksportowych na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej⁴⁹. Z drugiej strony, ze względu na oczekiwany wzrost tych komponentów popytu krajowego w polskiej gospodarce, które cechują się dużą importochłonnością, w horyzoncie projekcji oczekiwać można relatywnie silnego wzrostu importu. W konsekwencji, wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB.

W 2015 r. saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ukształtowało się na rekordowo wysokim poziomie 1,4% PKB, do czego przyczyniła się poprawa relacji cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15), wynikająca w dużej mierze ze spadku cen surowców energetycznych. W całym horyzoncie projekcji wartość *terms of trade* pozostanie wysoka, w efekcie prognozowanego utrzymania się cen surowców energetycznych na rynkach światowych na niskim poziomie. Tym samym, pomimo ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu, bilans handlowy pozostanie w latach 2016-2018 na dodatnim poziomie, który, pomijając również bardzo dobry 2015 r., jest najwyższy od kiedy dostępne są porównywalne statystyki bilansu płatniczego. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest również utrzymanie się dodatniego salda transferów bieżących i kapitałowych z UE oraz przekazów zarobków z zagranicy. Takie kształtowanie się składowych bilansu płatniczego determinować będzie wielkość łącznego salda

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

rachunku bieżącego i kapitałowego, które w latach 2016-2018 pozostanie na dodatnim poziomie, pomimo utrzymującego się znacznego ujemnego salda dochodów pierwotnych. Deficyt w tej kategorii jest z kolei wynikiem wysokich dochodów z zainwestowanego w Polsce zagranicznego kapitału bezpośredniego i portfelowego (w postaci papierów dłużnych i udziałowych).

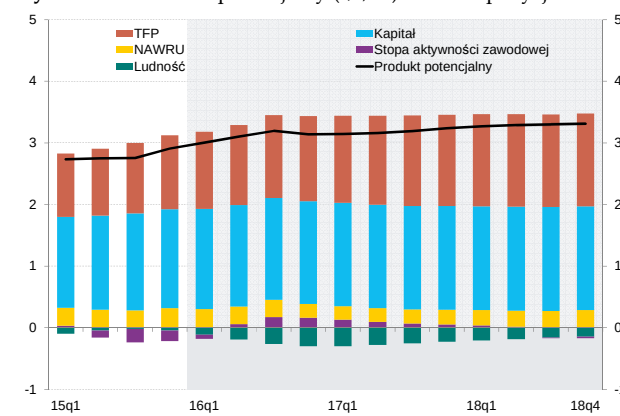
Produkt potencjalny

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji ulega niewielkiemu przyspieszeniu, z 3,0% r/r do 3,3% r/r. Do końca 2018 r. kształtować się będzie ono zatem na poziomie niższym od wieloletniej średniej, poniżej której obniżyło się w następstwie światowego kryzysu finansowego. Przy spadku zasobu siły roboczej, na nieznaczny wzrost dynamiki PKB potencjalnego złoży się przyspieszenie tempa wzrostu kapitału i wydajności czynników produkcji (TFP) oraz spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.16).

Wzrost kapitału produkcyjnego przedsiębiorstw wynika z oddziałujących z pewnym opóźnieniem relatywnie wysokich wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego – od 2014 r. do końca horyzontu projekcji rosną one bowiem szybciej niż PKB.

Wzrost TFP jest wynikiem kontynuacji w horyzoncie projekcji procesu konwergencji realnej polskiej gospodarki. W jego wyniku począwszy od II połowy 2013 r., obserwowany jest umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki całkowitej wydajności czynników produkcji. Dynamika TFP do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

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



Źródło: Obliczenia NBP.

Pozytywny wpływ powyższych uwarunkowań na potencjał krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji kompensowany jest w części spadkiem zasobu siły roboczej (Wykres 4.16). Wynika on z kontynuacji negatywnych tendencji demograficznych obserwowanych w Polsce, tj. zmniejszania się liczebności roczników wchodzących na rynek pracy, wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym oraz migracji. Efektywny zasób siły roboczej ogranicza również wzrost zasiłków rodzinnych związanych z programem „Rodzina 500+”. Zwiększa on bowiem pozapłacowe źródła dochodów, w konsekwencji zniechęcając do poszukiwania i podjęcia pracy osoby o niskim dochodzie rozporządzalnym. Oddziałuje on zatem w kierunku spadku stopy aktywności zawodowej i wzrostu naturalnej stopy bezrobocia.

W przeciwnym kierunku, łagodząc w części negatywny wpływ na podaż pracy wymienionych powyżej czynników, oddziałuje wzrost aktywności osób w wieku przedemerytalnym, w dużej części będący skutkiem reformy systemu emerytalnego, w wyniku której od początku 2013 r. systematycznie podwyższany jest wiek emerytalny.

W całym horyzoncie projekcji obniża się stopa bezrobocia równowagi NAWRU, pozytywnie wpływając na poziom potencjalnego PKB (Wykres 4.19). Korzystnie na NAWRU wpływa osłabienie zjawiska histerezy, postępujące wraz z systematycznym obniżaniem się stopy bezrobocia. Spadkowi stopy bezrobocia równowagi w horyzoncie projekcji sprzyjać będzie relatywnie wysoka elastyczność krajowego rynku pracy. W szczególności, badania NBP wskazują, że od 2011 r. reakcja zatrudnienia i płac na szoki popytowe stopniowo rośnie⁵⁰.

⁵⁰ Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2015, NBP.

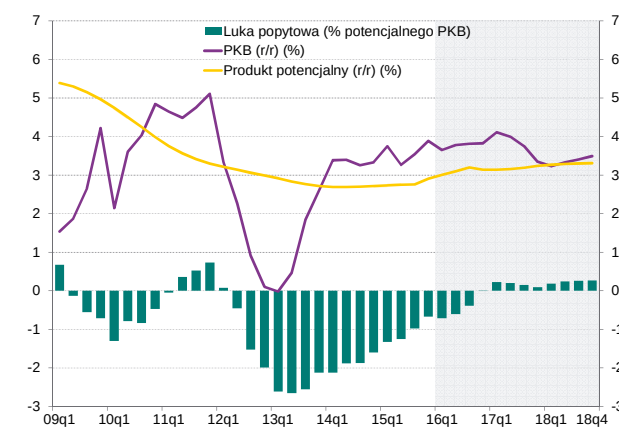
Luka popytowa

Począwszy od II poł. 2013 r., wraz z wejściem gospodarki polskiej w okres ożywienia przy relatywnie niskim wzroście produktu potencjalnego, ujemna luka popytowa zaczęła się zawężać (Wykres 4.17). Proces ten będzie kontynuowany w krótkim horyzoncie projekcji i na początku 2017 r. luka popytowa osiągnie poziom +0,2% potencjalnego PKB. Przyczyni się do tego impuls fiskalny związany ze wzrostem zasiłków rodzinnych w ramach programu „Rodzina 500+”. W kolejnych latach, wraz ze stopniowym spowolnieniem wzrostu PKB do poziomu dynamiki potencjału, luka popytowa utrzymywać się będzie na względnie stałym, nieco wyższym od zera poziomie. Takie kształtowanie się luki popytowej wskazuje, że po kilku latach braku presji popytowej, w horyzoncie projekcji koniunktura gospodarcza przyczynić się będzie do wzrostu stopy inflacji, choć wpływ ten będzie relatywnie niewielki.

Rynek pracy

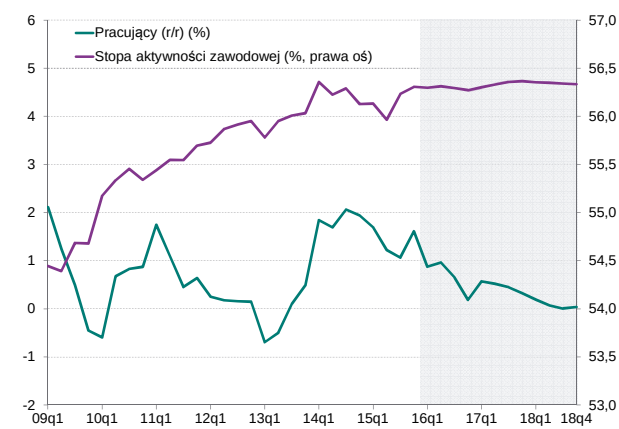
W horyzoncie projekcji oczekuje się stopniowego wyhamowania wzrostu liczby pracujących (Wykres 4.18). Takie kształtowanie się zatrudnienia wiąże się ze, sprzyjającym wzrostowi wydajności pracy, prognozowanym przyspieszeniem tempa wzrostu TFP oraz kapitału produkcyjnego. W tym samym kierunku oddziałują również, wynikające z historycznie niskiej stopy bezrobocia, narastające problemy z dopasowaniem wymagań pracodawców i kwalifikacji pracowników, wydłużające czas potrzebny firmom na znalezienie pracownika i bezrobotnym na znalezienie pracy⁵¹. Wobec trudności ze zwiększeniem poziomu zatrudnienia, rosnać będzie intensywność wykorzystania zasobu pracy, na co wskazuje

Wykres 4.17 Luka popytowa



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵¹ Kwartalny raport o rynku pracy – III kw. 2015 r., NBP.

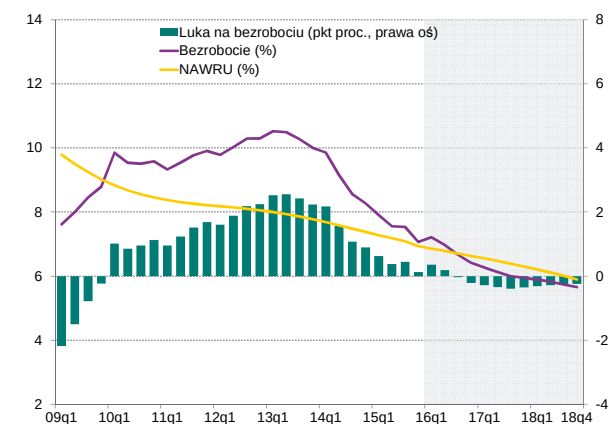
wzrostowy trend w 2015 r. liczby przepracowanych godzin przez już zatrudnionych pracowników⁵².

Przy dodatniej dynamice zatrudnienia oraz obniżaniu się liczby aktywnych zawodowo, spadać będzie stopa bezrobocia BAEL (Wykres 4.19). Spadek stopy bezrobocia przyczyni się do przyspieszenia tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń, które jednak do końca horyzontu projekcji pozostanie na relatywnie niskim poziomie, poniżej wielkości obserwowanych w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.20). Presję płacową ograniczać będzie spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.19), a także niska inflacja CPI, zmniejszająca skalę żądań płacowych zgłaszanych przez pracowników. Na scenariusz umiarkowanego wzrostu płac wskazuje relatywnie niski udział przedsiębiorstw deklarujących w badaniach ankietowych NBP⁵³ nasilanie się nacisków na wzrost wynagrodzeń i to pomimo spadku stopy bezrobocia w IV kw. ub.r. do poziomu bliskiego minimum z 2008 r. Przy relatywnie stabilnym wzroście wydajności pracy, niski wzrost wynagrodzeń przekłada się na jedynie ograniczony wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy, która w końcu horyzontu prognozy osiągnie poziom 2,1% r/r.

Kurs walutowy

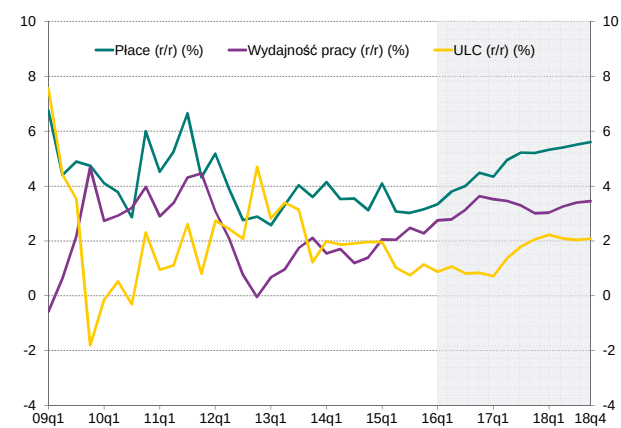
W IV kw. ub.r. średni kurs złotego względem walut głównych partnerów handlowych Polski był słabszy niż w poprzednim kwartale. Deprecjacja złotego miała związek z czynnikami o charakterze globalnym, w tym z polityką monetarną EBC i Fed, oraz dalszym wzrostem awersji do ryzyka na rynkach wschodzących. Po ostatnim osłabieniu, kurs złotego znalazł się istotnie poniżej poziomu określonego przez

Wykres 4.19 Bezrobocie



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵² Kwartalny raport o rynku pracy – III kw. 2015 r., NBP.

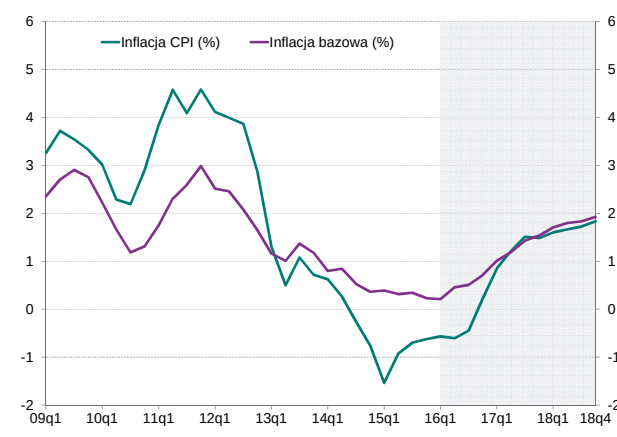
⁵³ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

czynniki fundamentalne. Świadczy o tym w szczególności ukształtowanie się salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w 2015 r. na rekordowo wysokim poziomie. W horyzoncie projekcji oczekuje się, że wraz z normalizacją sytuacji na międzynarodowych rynkach walutowych, następować będzie stopniowe umocnienie złotego, przybliżające kurs efektywny do kursu równowagi. W tym samym kierunku oddziaływać będzie również kontynuacja procesu realnej konwergencji polskiej gospodarki, odzwierciedlona w wyższym wzroście krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski.

Komponenty inflacji CPI

W ostatnich latach w gospodarce polskiej presja popytowa i kosztowa kształtowały się na bardzo niskim poziomie. Stan ten odzwierciedlony był w istotnie ujemnej luce popytowej, niskiej dynamice jednostkowych kosztów pracy oraz spadających cenach importu. W horyzoncie projekcji zjawiska te będą stopniowo ustępować i w konsekwencji nastąpi umiarkowany wzrost inflacji bazowej (Wykres 4.21). Z jednej strony, nieznacznie dodatnia, stabilna w horyzoncie projekcji luka popytowa, wskazuje na stopniowy wzrost presji popytowej w porównaniu z latami 2012-2015, a więc okresem gdy luka kształtowała się na wyraźnie ujemnym poziomie. Z drugiej strony, czynnikiem ograniczającym wzrost cen w gospodarce będzie utrzymująca się niska presja kosztowa w gospodarce. Po spadkach cen importu w latach 2013-2014, oraz prawdopodobnie także w 2015 r., w horyzoncie projekcji oczekuje się tylko umiarkowanego wzrostu tych cen. Przemawia za tym prognozowany niski poziom inflacji w strefie euro oraz założony w projekcji trend aprecyjny złotego. Niska presja kosztowa odzwierciedlona jest także w utrzymującej się od przeszło trzech lat ujemnej dynamice indeksu cen produkcji

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



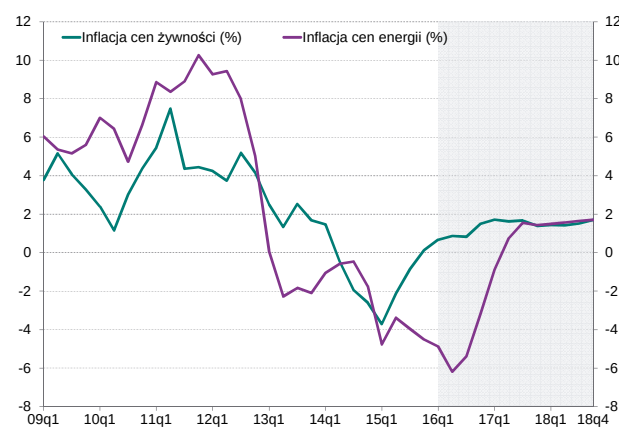
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

sprzedanej przemysłu oraz wolno rosnących jednostkowych kosztach pracy (Wykres 4.20). W 2017 r. w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji bazowej oddziaływać będzie dodatkowo powrót do niższych stawek VAT.

Po historycznie głębokim spadku w 2015 r., inflacja cen energii w 2016 r. ukształtuje się najprawdopodobniej na jeszcze niższym poziomie (Wykres 4.22). Przemawia za tym oczekiwany dalszy spadek cen paliw do prywatnych środków transportu oraz wejście w życie nowych, niższych taryf na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej oraz gazu ziemnego. W kolejnych latach inflacja cen energii będzie już stopniowo rosła, 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. Wzrost cen energii w 2017 r. będzie dodatkowo ograniczany przez zapowiedziane obniżki stawek VAT.

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

Wykres 4.22 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ramka 3: Wpływ zmian cen ropy naftowej na korekty projekcji inflacji

Głównym czynnikiem decydującym o skali rewizji prognoz inflacji w ostatnim okresie były silne spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych. W momencie przyjmowania założeń do projekcji opublikowanej w listopadzie 2014 r., cena ropy przekraczała 90 dolarów za baryłkę, by następnie obniżyć się do poziomu zbliżonego do 30 dolarów w lutym br. Prognozy cen ropy naftowej przyjmowane w każdej rundzie progностycznej bazują na kontraktach terminowych *futures*, odzwierciedlających decyzje tysięcy inwestorów, co sprawia, że kontrakty te wykorzystywane są w procesie progностycznym przez liczne banki centralne i instytucje międzynarodowe. Kontrakty *futures* ujęte w projekcji z listopada 2014 r. wskazywały na relatywnie stabilną cenę tego surowca, a więc kształtowały się istotnie powyżej znanej dziś realizacji (Wykres R.3.1). Na skalę nieoczekiwanego spadku cen ropy naftowej wskazuje wyjście realizacji prognozy poza 90-proc. przedział ufności wyznaczony w oparciu o błędy wcześniejszych prognoz.

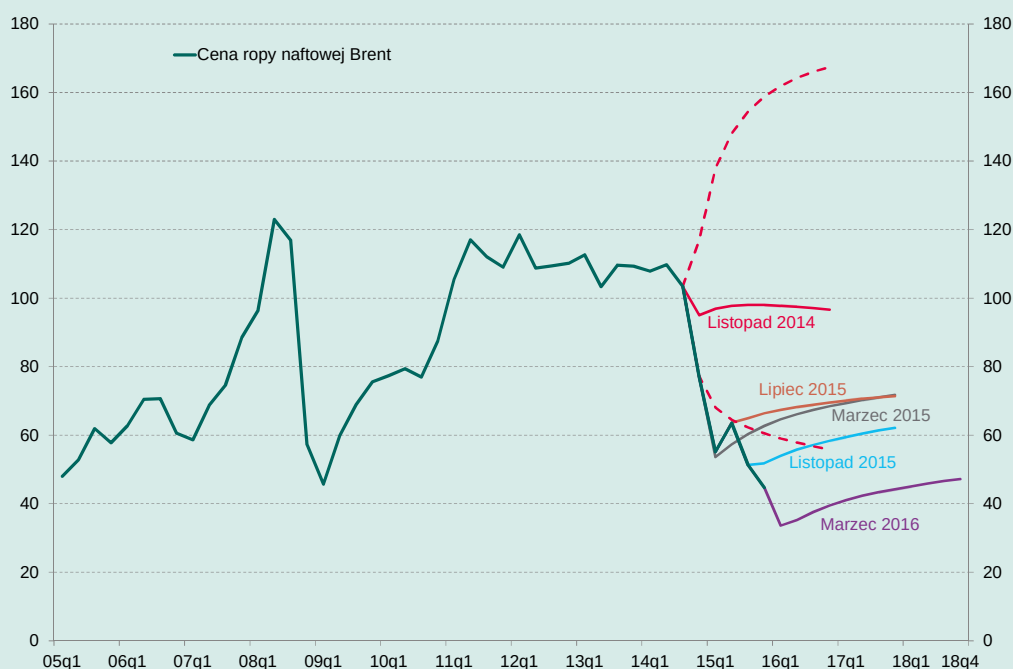
Tabela R.3.1 Zestawienie prognoz inflacji NBP na tle prognoz tej kategorii innych ośrodków zewnętrznych (t/r, %)

Źródło	Data publ.	2014	2015	2016
Reuters	X '14	0,1	1,2	2,2
Ankieta NBP	X '14	0,2	1,2	2,2
Prognoza NBP inflacji CPI	XI '14	0,1	1,1	1,6
- inflacja bazowa	XI '14	0,7	1,0	1,3
- ceny żywności	XI '14	-0,7	0,9	2,0
- ceny energii	XI '14	-0,6	1,5	2,0
Realizacja		0,0	-0,9	-
- inflacja bazowa		0,6	0,3	-
- ceny żywności		-0,9	-1,7	-
- ceny energii		-1,0	-4,2	-

Źródło: Opracowanie NBP.

Projekcja opublikowana w listopadzie 2014 r. wskazywała na stopniowy wzrost inflacji, do 1,1% w 2015 r. i 1,6% w 2016 r. (przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, Tabela R.3.1). Nieoczekiwany silny spadek cen ropy wpłynął niekorzystnie na trafność prognoz inflacji formułowanych także przez inne ośrodki progностyczne. Dostępne wówczas wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród profesjonalnych progностów przez NBP (z września 2014 r.) i agencję Reutera (z października 2014 r.) wskazywały na jeszcze szybszy wzrost inflacji - do 2,2% w 2016 r. (mediana prognoz). Tymczasem faktyczna inflacja CPI w 2015 r. wyniosła -0,9%, kształtując się 2 pkt proc. poniżej oczekiwań z projekcji. Błąd prognozy w około 50% wynikał z niższej od zakładanej dynamiki cen energii, która w tym okresie spadła o 4,2%. Do spadku tych cen w największym stopniu przyczyniła się obniżka cen paliw do prywatnych środków transportu oraz gazu ziemnego. Na akceptowane przez URE, ceny gazu dla gospodarstw domowych, duży wpływ mają ceny tego surowca importowanego z Rosji, które, zgodnie z zawartymi długoterminowymi kontraktami, z opóźnieniem kilku kwartałów reagują na zmiany cen ropy naftowej.

Wykres R.3.1 Rewizja prognoz cen ropy naftowej (USD/bbl) w poszczególnych projekcjach na tle 90-procentowego przedziału ufności* z projekcji z listopadowej 2014 r.



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

* 90-proc. przedział ufności dla prognoz cen ropy naftowej z projekcji z listopada 2014 r. wyznaczono w oparciu o przeszłe błędy prognoz (z lat 2005-14).

Kolejne 30% rozbieżności pomiędzy realizacją a projekcją na 2015 r. wynika z niższej od oczekiwań, ujemnej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Spadek tych cen był rezultatem zarówno wysokiej podaży, jak i niskiego popytu ze strony Rosji i Ukrainy, na co wpływ miał kryzys gospodarczy w tych państwach oraz embargo na produkty spożywcze z Unii Europejskiej wprowadzone przez Federację Rosyjską.

Różnica pomiędzy projekcją a realizacją w przypadku inflacji bazowej była stosunkowo niewielka i w dużej mierze spowodowana przez pośredni wpływ spadków cen ropy naftowej na komponenty inflacji bazowej, a także niższą presję inflacyjną na świecie. Spadek cen ropy naftowej przyczynił się w szczególności do obniżenia cen usług transportowych, a przez niższe koszty transportu wywierał ujemny wpływ również na ceny pozostałych towarów i usług.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W porównaniu z projekcją listopadową, w bieżącej rundzie prognostycznej w latach 2016-2017 zrewidowano w górę prognozę wzrostu PKB oraz obniżono prognozę inflacji CPI (Tabela 4.1). Podwyższenie prognozy wzrostu gospodarczego spowodowane jest poluzowaniem polityki fiskalnej oraz osłabieniem kursu złotego. Niższa w bieżącym roku dynamika cen konsumenta jest

natomiast wynikiem silnie spadających cen energii, na który składa się korekta notowań cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz zmiany administrowanych cen krajowych w tej grupie.

PKB

Informacje, które napłynęły po zakończeniu prac nad projekcją listopadową przyczyniły się do podwyższenia dynamiki PKB w latach 2016-2017 (Wykres 4.23). Pozytywnie na kształtowanie się ścieżki wzrostu gospodarczego w tym okresie wpływa w największym stopniu konsumpcja (Wykres 4.24), negatywnie zaś – nakłady brutto na środki trwałe.

Głównym czynnikiem podwyższającym ścieżkę konsumpcji w stosunku do poprzedniej rundy prognostycznej jest wzrost świadczeń rodzinnych wynikający z programu „Rodzina 500+”, wpływających na poziom dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. O ile świadczenia te będą w bieżącym roku wypłacane za okres kwiecień – grudzień, to w przyszłym roku obejmą już cały rok kalendarzowy. Dodatkowo, wzrost świadczeń ze względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania ścieżki konsumpcji, będzie z pewnym opóźnieniem przekładać się na wzrost wydatków gospodarstw domowych wpływając na podniesienie rocznej dynamiki konsumpcji nie tylko w 2016 r., ale również w 2017 r.

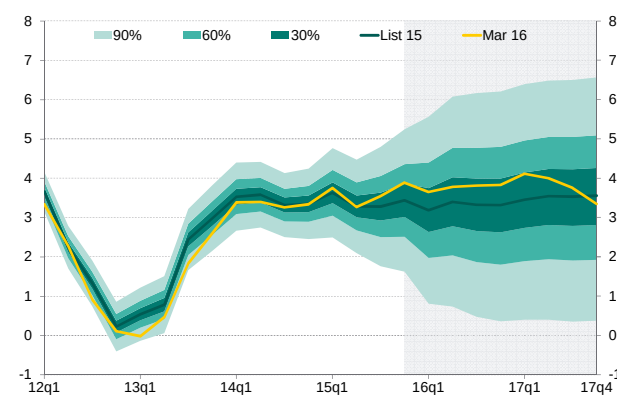
Zwiększony popyt konsumpcyjny w latach 2016-2017 przekłada się na wzrost importu, a więc oddziałuje negatywnie na wkład eksportu netto do wzrostu PKB w tym okresie. Pomimo wpływu tego czynnika, eksport netto w 2016 r. jest kategorią, która podwyższa, w stosunku do projekcji listopadowej, oczekiwany wzrost gospodarczy. Wynika to, po pierwsze, z uwzględniania lepszego od oczekiwań odczytu tej kategorii w II poł. ub.r. W tym samym

Tabela 4.1 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2016	2017	2018
PKB (r/r, %)			
III 2016	3,8	3,8	3,4
XI 2015	3,3	3,5	-
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2016	-0,4	1,3	1,7
XI 2015	1,1	1,5	-

Źródło: Obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)

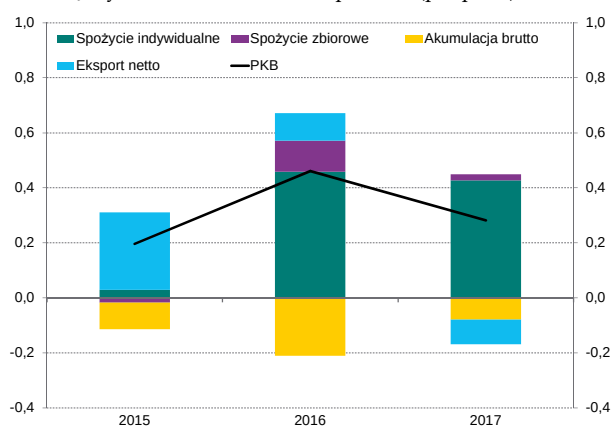


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

kierunku oddziaływać będzie osłabienie kursu walutowego z IV kw. ub.r., które poprzez poprawę konkurencyjności cenowej produkcji krajowej, z pewnym opóźnieniem wpływa na kształtowanie się eksportu i importu. W 2017 r., gdy wygaśnie wpływ na prognozę eksportu netto punktu startowego oraz kursu walutowego, kategoria ta ukształtuje się poniżej oczekiwań z ostatniej projekcji.

Szacunek GUS z 26 stycznia br. wskazał na niższą, niż oczekiwano w listopadzie, dynamikę inwestycji w II poł. ub.r. i stanowił przesłankę dla podobnej korekty tej zmiennej także w kolejnych kwartałach projekcji. Dodatkowym czynnikiem przemawiającym za obniżeniem, w stosunku do poprzedniej rundy prognostycznej, ścieżki inwestycji w latach 2016-2017 jest uwzględnienie wpływu obowiązującego od lutego br. podatku od niektórych instytucji finansowych. Przyjęto, że w obliczu wzrostu kosztów banki podejmą działania nakierowane na zwiększenie przychodów poprzez wzrost kosztu usług bankowych. Efektem tych działań może być w szczególności wzrost kosztu kredytu oraz spadek jego dostępności, co przełoży się na spowolnienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Oczekuje się, że negatywny wpływ na inwestycje podatku od niektórych instytucji finansowych będzie rósł wraz z wydłużaniem horyzontu prognozy ze względu na możliwość podniesienia przez banki kosztu kredytu jedynie dla nowo zawieranych umów. Korekta inwestycji w dół w horyzoncie projekcji wiąże się również ze zwiększoną ostrożnością przedsiębiorstw do podejmowania długoterminnych planów inwestycyjnych związaną ze wzrostem niepewności na globalnych rynkach finansowych oraz raportowanymi przez firmy

Wykres 4.24 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)³⁵



Źródło: Obliczenia NBP.

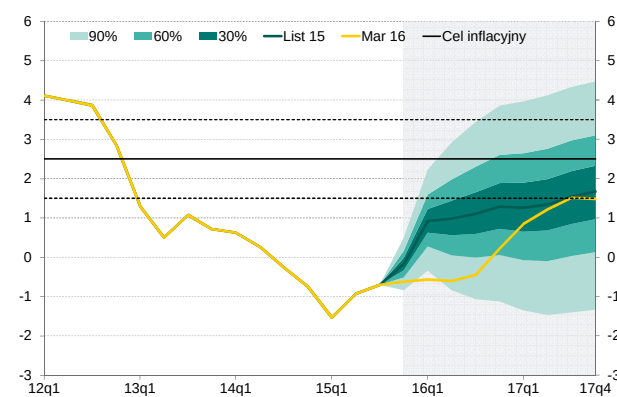
obawami odnośnie do przyszłego kształtowania się obciążeń podatkowych⁵⁴.

Inflacja

Informacje, które napłynęły po *cut-off date* projekcji listopadowej, wskazują na niższą dynamikę cen konsumenta w bieżącym roku oraz, choć w dużo mniejszym skali, również w roku przyszłym (Wykres 4.25). Główną przyczyną zmiany prognozy są silne spadki notowań ropy naftowej na rynkach światowych oraz zmiany krajowych cen administrowanych wpływające na poziom krajowych cen energii. Rewizja w dół inflacji CPI wynika także, choć w mniejszym stopniu, z niższych niż oczekiwano cen żywności oraz mniejszej presji kosztowej ze strony krajowego rynku pracy (Wykres 4.26).

Pomiędzy projekcjami cena ropy naftowej obniżyła się z prawie 50 dolarów za baryłkę do obecnego poziomu około 30 dolarów. Spadek ten przełożył się bezpośrednio na malejące koszty paliw do prywatnych środków transportu. Kształtowanie się na obniżonym poziomie cen ropy, jak również i innych surowców energetycznych przyczyniło się dodatkowo do zmian krajowych cen regulowanych. W szczególności, URE zatwierdził obowiązujące od stycznia br. niższe, względem oczekiwań z projekcji listopadowej, taryfy na energię elektryczną i gaz ziemny dla gospodarstw domowych. Bieżąca projekcja zakłada również kolejne obniżki cen gazu ziemnego dla konsumentów w kwietniu, lipcu i wrześniu 2016 r. Założenie to związane jest z oczekiwanym spadkiem cen gazu importowanego z Rosji w wyniku niskiego poziomu cen ropy naftowej oraz trwającego arbitrażu pomiędzy PGNiG a Gazpromem. Spadek cen importowanego gazu

Wykres 4.25 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁵ 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.

⁵⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2015 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2016 r., NBP.

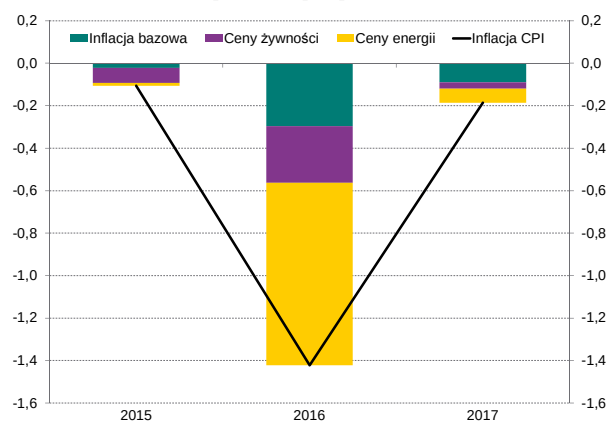
ziemnego przyczynił się również do obniżenia, w stosunku do listopadowej rundy projekcyjnej, prognozy cen opału oraz energii cieplnej, przy czym obniżka ta wynika także ze spadku cen węgla oraz korzystnych warunków meteorologicznych.

Rewizji w dół w bieżącym roku uległa również ścieżka cen żywności, w tym w szczególności żywności nieprzetworzonej. Susza występująca w II poł. ub.r. w Polsce i części krajów Europy nie przełożyła się w tak silnym stopniu, jak oczekiwano w projekcji listopadowej, na ceny warzyw i owoców, co stanowiło przesłankę dla korekty w dół tych cen również w bieżącym roku. Dodatkowo w związku z mniejszym, niż zakładano, wykorzystaniem dopłat do prywatnego przechowywania mięsa wieprzowego, na rynku tym utrzymuje się duża nadpodaż skutkująca niższymi, niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej, cenami mięsa.

Komponentem cen konsumenta, który został zrewidowany w najmniejszym stopniu jest inflacja bazowa. Z jednej strony, wraz z osłabieniem kursu złotego w IV kw. ub.r. prognozowane jest szybsze tempo wzrostu cen dóbr importowanych. Z drugiej strony jednak, za nieznacznym obniżeniem ścieżki inflacji bazowej w 2016 r. przeważała niska presja kosztowa ze strony krajowego rynku pracy. Zgodny z projekcją listopadową wzrost wydajności pracy będzie miał miejsce w warunkach wolniejszej dynamiki nominalnych wynagrodzeń, co wynikać będzie z przełożenia się na oczekiwania płacowe przedsiębiorców i pracowników przedłużającego się okresu deflacji.

W 2017 r., wraz z wygasaniem wpływu na inflację w ujęciu r/r, spadku ceny ropy naftowej oraz stopniową normalizacją na rynku żywności,

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)⁵⁶



Źródło: Obliczenia NBP.

⁵⁶ 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.

dynamika krajowych cen energii i żywności powinna powoli powracać do wielkości prognozowanych w projekcji listopadowej. Niższa, względem oczekiwań z projekcji listopadowej, inflacja bazowa w 2017 r. wynika natomiast z utrzymującej się niższej presji kosztowej odzwierciedlonej w wolniejszym tempie wzrostu jednostkowych kosztach pracy.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Bilans czynników niepewności dla projekcji marcowej – związany z koniunkturą w gospodarce światowej oraz możliwymi zmianami w polityce fiskalnej – wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI przy ujemnym bilansie czynników ryzyka dla dynamiki PKB (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (1,5%-3,5%), które obecnie jest bliskie zera, stopniowo rośnie w najbliższych kwartałach, po czym w latach 2017-18 stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 36% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji marcowej przedstawiono poniżej.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji marcowej jest ryzyko niższego niż uwzględniono w scenariuszu projekcyjnym wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki, w szczególności w Chinach oraz gospodarkach rozwiniętych.

Ryzyko silnego pogorszenia koniunktury w gospodarce chińskiej powiązane jest w największym stopniu z możliwymi problemami ze stabilnością systemu finansowego w tym kraju. W przypadku gdyby skutki przeinwestowania w sektorze mieszkaniowym i w przemyśle okazały

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%)
16q1	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
16q2	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
16q3	0,96	1,00	1,00	0,50	0,04
16q4	0,83	0,95	0,99	0,50	0,17
17q1	0,66	0,85	0,95	0,49	0,30
17q2	0,56	0,77	0,91	0,49	0,35
17q3	0,49	0,70	0,86	0,49	0,37
17q4	0,50	0,71	0,86	0,50	0,36
18q1	0,49	0,70	0,86	0,52	0,37
18q2	0,50	0,71	0,87	0,54	0,37
18q3	0,50	0,70	0,86	0,55	0,35
18q4	0,49	0,69	0,85	0,56	0,36

Źródło: Obliczenia NBP.

się bardziej dotkliwe niż wskazują bieżące oceny, to problemy przedsiębiorstw ze spłatą należności mogłyby przełożyć się na zwiększenie niepewności dotyczącej stabilności chińskiego sektora bankowego i instytucji quasi-bankowych. Źródłem ryzyka dla stabilności finansowej w Chinach jest ponadto znaczące zadłużenie samorządów lokalnych, co wiąże się z poniesionymi przez nie dużymi wydatkami na inwestycje infrastrukturalne. Nadmierne zadłużenie sektora prywatnego, chińskich samorządów oraz będące ich konsekwencją problemy w sektorze bankowym mogłyby doprowadzić do głębszego spowolnienia dynamiki wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych.

Silniejsze spowolnienie wzrostu w Chinach, będących jednym z najważniejszych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, wpłynęłoby na istotnie obniżenie w stosunku do założeń projekcyjnych wzrostu w gospodarce amerykańskiej. Osłabienie chińskiego popytu pogłębiłoby obecne spowolnienie aktywności w amerykańskim przemyśle, szczególnie w warunkach mocniejszego niż przyjęto kursu dolara. Dalsze spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniłyby się z kolei do ograniczenia inwestycji i aktywności amerykańskiego sektora wydobywczego. Osłabienie koniunktury w tym sektorze mogłoby wpłynąć na pogorszenie nastrojów przedsiębiorców również i w innych branżach oraz wśród gospodarstw domowych, co ograniczyłoby aktywność w całej gospodarce amerykańskiej.

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

przedsiębiorców. Wpływ ten byłby znacznie silniejszy w przypadku zakończenia członkostwa Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*), które jeszcze bardziej ograniczyłoby aktywność w gospodarce strefy euro. Ze względu na powiązania w ramach międzynarodowych łańcuchów wartości dodanej, szczególne znaczenie dla krajowej koniunktury miałyby spowolnienie wzrostu w gospodarce niemieckiej. Skalę osłabienia globalnej koniunktury łagodziłoby jednak prawdopodobne akomodacyjna polityka pieniężna władz monetarnych oraz inne ich działania stabilizujące rynki finansowe.

Wolniejsze tempo wzrostu w gospodarce światowej miałyby negatywne konsekwencje dla gospodarki polskiej. Obok spadku dynamiki eksportu, wzrost niepewności oraz pojawienie się zawirowań na rynkach finansowych wpłynęłyby na pogorszenie nastrojów wśród przedsiębiorców i konsumentów w kraju. Niższa niż w scenariuszu bazowym dynamika inwestycji i konsumpcji przełożyłaby się na spadek tempa wzrostu PKB oraz niższą presję inflacyjną.

Pogorszenie koniunktury w kraju i za granicą wpłynęłoby istotnie na ryzyko wyższego, niż w podstawowym scenariuszu projekcji marcowej, deficytu budżetowego. W takiej sytuacji, rynki finansowe mogłyby zrewidować w dół oceny wiarygodności kredytowej państwa, co przełożyłoby się na wzrost rentowności obligacji skarbowych. W efekcie możliwych trudności z finansowaniem wydatków sektora finansów publicznych, rząd prawdopodobnie podjąłby działania prowadzące do zacieśnienia polityki fiskalnej. Zmniejszenie apetytu na ryzyko na rynkach finansowych wpłynęłoby także na osłabienie, w stosunku do scenariusza bazowego projekcji marcowej, 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 kosztu importu częściowo ograniczyłby skalę osłabienia krajowego wzrostu.

Spowolnienie aktywności gospodarczej w kraju i za granicą wpływałoby na ryzyko niższej niż w scenariuszu centralnym presji inflacyjnej, co przy spadkach cen surowców rolnych i energetycznych oddziaływałoby w kierunku utrzymywania się przez dłuższy czas obniżonej inflacji CPI. Wpływ ten zmniejszałoby jednak osłabienie kursu złotego prowadzące do wzrostu cen importu.

Wzrost popytu krajowego wspierany poprawą aktywności gospodarczej w strefie euro i Europie Środkowej

Źródłem niepewności dla projekcji marcowej, oddziałującym tym razem w kierunku wyższej dynamiki PKB w Polsce, jest możliwość szybszego niż w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego u najważniejszych partnerów handlowych Polski: w strefie euro oraz w krajach Europy Środkowej. Z jednej strony mogłoby przyczynić się do tego zmniejszenie się niepewności odnośnie do perspektyw globalnej koniunktury, zwłaszcza związane z rozwojem sytuacji w Stanach Zjednoczonych i gospodarkach wschodzących. Z drugiej strony, wyższe niż założono w scenariuszu bazowym tempo wzrostu w strefie euro może być związane z mocniejszym, względem bieżących oczekiwań, oddziaływaniem programu skupu obligacji rządowych przez EBC oraz ewentualnym rozszerzeniem skali tego programu. W przypadku większego niż przewidywano osłabienia kursu euro wobec dolara kraje unii walutowej silniej zwiększyłyby swój eksport, co mogłoby przyczynić się do szybszej odbudowy środków trwałych w tej gospodarce, w szczególności w warunkach łatwiejszego dostępu do kredytu. Niski koszt pieniądza, przy

poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, wsparłby wtedy również siłę nabywczą gospodarstw domowych. Szybszemu wzrostowi w strefie euro sprzyjałaby także większa niż założono skala poluzowania polityki fiskalnej.

W warunkach lepszego niż przyjęto w projekcji stanu koniunktury w gospodarce strefy euro, do wzrostu PKB w Polsce i innych krajach Europy Środkowej przyczyniłaby się wyższa dynamika eksportu. Poprawa sytuacji polskich eksporterów sprzyjałaby utrzymaniu przez dłuższy okres wysokiej aktywności inwestycyjnej krajowych przedsiębiorstw. Szybsza poprawa sytuacji na krajowym rynku pracy oraz niski poziom stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych do zwiększenia konsumpcji kosztem niższej niż w scenariuszu bazowym projekcji stopy oszczędności. Wyższa w stosunku do projekcji marcowej dynamika popytu krajowego przełożyłaby się na istotnie szybszy wzrost PKB i cen konsumenta.

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

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Kolejnym źródłem niepewności dla scenariusza bazowego jest kształtowanie się w horyzoncie projekcji cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Ryzyko znacznych fluktuacji cen

ropy naftowej związane jest przede wszystkim z czynnikami wpływającymi na zmiany podaży tego surowca na rynkach światowych. Obejmują one m.in. wielkość dostaw ropy z Iranu w wyniku zniesienia w styczniu br. przez Unię Europejską i Stany Zjednoczone nałożonych na ten kraj sankcji gospodarczych oraz reakcję amerykańskich producentów na pogłębienie spadków cen tego surowca. Inne źródło niepewności dotyczące podaży ropy wiąże się z możliwością powrotu dostaw z Libii. Na ryzyko dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się także, choć w mniejszym stopniu, czynniki o charakterze popytowym, związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w krajach wschodzących.

Polityka fiskalna

Ryzyko dla bieżącej projekcji wynika również z możliwych działań rządu nakierowanych na ograniczenie deficytu w latach 2017-2018. Wiązałyby się one z zacieśnieniem polityki fiskalnej w odniesieniu do scenariusza centralnego projekcji, które obejmować może wycofanie z zapowiadanej obniżki podstawowej stawki podatku VAT od 2017 r. lub nawet jej podwyżka. Na działania zmierzające do zwiększenia dochodów budżetowych mogłyby złożyć się również podwyżka stawki akcyzy od paliw od 2017 r. oraz wprowadzenie zapowiadanego podatku od sprzedaży detalicznej. Prawdopodobne ograniczenie wydatków wiązałoby się m.in. ze spowolnieniem tempa wzrostu płac w sektorze publicznym. Zmiany te oddziaływałyby w kierunku wyższych niż w scenariuszu bazowym cen konsumenta oraz niższej dynamiki PKB. Jednak ze względu na brak szczegółowych informacji o charakterze możliwych dostosowań fiskalnych, ich potencjalnych efektów w scenariuszu bazowym projekcji marcowej nie uwzględniono.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2014	2015	2016	2017	2018
Wskaźnik cen konsumenta CPI (r/r, %)	0,0	-0,9	-0,4	1,3	1,7
Ceny żywności (r/r, %)	-0,9	-1,7	1,0	1,6	1,5
Ceny energii (r/r, %)	-1,0	-4,2	-4,9	0,7	1,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (r/r, %)	0,6	0,3	0,5	1,3	1,8
PKB (r/r, %)	3,3	3,6	3,8	3,8	3,4
Popyt krajowy (r/r, %)	4,9	3,4	4,3	4,8	3,9
Spożycie indywidualne (r/r, %)	2,6	3,1	4,1	4,2	3,4
Spożycie zbiorowe (r/r, %)	4,5	3,2	2,8	3,7	3,0
Nakłady inwestycyjne (r/r, %)	9,8	6,1	5,1	5,1	5,2
Wkład eksportu netto (r/r, pkt proc.)	-1,5	0,3	-0,5	-1,0	-0,6
Eksport (r/r, %)	6,4	5,3	6,3	6,6	5,8
Import (r/r, %)	10,0	4,8	7,4	8,6	6,9
Place brutto (r/r, %)	3,6	3,3	3,9	4,9	5,5
Liczba pracujących (r/r, %)	1,9	1,4	0,7	0,5	0,1
Stopa bezrobocia (%)	9,0	7,5	6,8	6,1	5,8
NAWRU (%)	7,5	7,1	6,7	6,4	6,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,3	56,3
Wydajność pracy (r/r, %)	1,5	2,4	3,1	3,3	3,3
Jednostkowe koszty pracy (r/r, %)	1,9	1,2	0,9	1,5	2,1
Produkt potencjalny (r/r, %)	2,7	2,8	3,1	3,2	3,3
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,9	-1,1	-0,4	0,2	0,2
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,93	0,88	0,85	0,90	0,89
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,72	0,51	0,38	0,38	0,38
Inflacja za granicą (r/r, %)	1,2	1,4	1,3	1,4	1,5
PKB za granicą (r/r, %)	1,3	1,6	1,5	1,7	1,6
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,4	1,4	2,6	1,0	0,7
WIBOR 3M (%)	2,52	1,75	1,73	1,73	1,73

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

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2015 – styczeń 2016 r.

■ Data: 1 grudnia 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2015 z dnia 1 grudnia 2015 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

www.nbp.pl

