SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
VIII kadencja
Narodowy Bank Polski
GP-WP-AD-0001-7/17/577/2017

Druk nr 1572

Warszawa, 17 maja 2017 r.

Pan
Marek Kuchciński
Marszałek Sejmu
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku

Zgodnie z art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o Narodowym Banku Polskim przekazuję

- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016,

uchwalone przez Radę Polityki Pieniężnej w dniu 17 maja 2017 r.

Z szacunkiem

(-) Adam Glapiński

NBP Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016

Warszawa, maj 2017 r.

Przedkładając sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej, Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do złożenia Sejmowi sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Zgodnie z art. 53 ustawy o Narodowym Banku Polskim sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej jest ogłaszane w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski". Sprawozdanie prezentuje główne elementy realizowanej strategii polityki pieniężnej, opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej w roku objętym sprawozdaniem, a także opis stosowanych instrumentów polityki pieniężnej.

Do *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016* dołączono załączniki, w których przedstawiono kształtowanie się istotnych zmiennych makroekonomicznych, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* i *Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami* w roku objętym sprawozdaniem.

Przy ocenie polityki pieniężnej ex post należy brać pod uwagę jej uwarunkowania, w tym przede wszystkim to, że działania władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a jednocześnie są podejmowane w warunkach niepewności dotyczącej przyszłych procesów makroekonomicznych. Należy także uwzględniać to, że w gospodarce występują wstrząsy makroekonomiczne, które – choć pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – mogą w znacznej mierze wpływać na sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w kraju w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2016 r. 5
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2016 r. 7
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2016 r. 11
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki 17
Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto 21
Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych 23
Załącznik 4. Bilans płatniczy 27
Załącznik 5. Pieniądz i kredyt 31
Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej 35
Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami 73

1. Strategia polityki pieniężnej w 2016 r.

W 2016 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą", prowadziła politykę pieniężną zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2016* przyjętymi we wrześniu 2015 r. Podobnie jak w poprzednich latach głównym celem polityki pieniężnej było utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada realizowała podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 482, z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm.). Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza". Ustawa o Narodowym Banku Polskim, zwanym dalej „NBP", w art. 3 ust. 1 stanowi, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP".

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. Od 2004 r. Rada realizuje średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ±1 punkt procentowy. Średniookresowy charakter celu oznacza, że możliwe jest odchylanie się dynamiki cen od celu ze względu na występowanie wstrząsów w gospodarce. Reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy i spowodowane nimi odchylenia dynamiki cen od celu zależy od przyczyn i charakteru tych wstrząsów oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy cenotwórcze i oczekiwania inflacyjne. Rada w sposób elastyczny określa długość horyzontu powrotu inflacji do celu w zależności od natury wstrząsu, jego trwałości oraz ogólnej oceny ryzyka, jakie dany wstrząs stanowi zarówno dla stabilności cen, jak i szerzej rozumianej stabilności makroekonomicznej w średnim okresie.

Analiza przyczyn globalnego kryzysu gospodarczego doprowadziła do częściowej modyfikacji poglądów na temat właściwego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Obecnie uznaje się, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Zapewnienie stabilności makroekonomicznej wymaga bowiem prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w szczególności w systemie finansowym. Rada prowadzi więc politykę pieniężną tak, aby wspierać stabilność systemu finansowego, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uwzględnia w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów, zwłaszcza cen nieruchomości, a także dynamikę akcji kredytowej. Wspieranie stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2016 r.

W 2016 r. koniunktura gospodarcza w Polsce była korzystna. Wzrost realnego PKB wyniósł 2,7% i – mimo pewnego obniżenia wobec poprzedniego roku – pozostał zbliżony do dynamiki produktu potencjalnego. Głównym czynnikiem wzrostu był rosnący popyt konsumpcyjny, któremu sprzyjało przyśpieszenie wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związane z trwającym ożywieniem na rynku pracy, a także zwiększeniem świadczeń wychowawczych. Ożywienie na rynku pracy przyczyniało się do systematycznego wzrostu zatrudnienia oraz spadku stopy bezrobocia, która obniżyła się do najniższego poziomu od 1991 r. Towarzyszył temu stabilny wzrost akcji kredytowej oraz ożywienie na rynku nieruchomości. Do niższej dynamiki PKB w 2016 r. przyczynił się głównie spadek inwestycji związany z zakończeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013.

Stabilny wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych Polski i poprawa konkurencyjności polskich produktów sprzyjały przyśpieszeniu polskiego eksportu, co – przy stabilnym wzroście importu – przyczyniło się do wzrostu nadwyżki w handlu zagranicznym. W konsekwencji deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się do najniższego poziomu od 1995 r., a łączne saldo na rachunku bieżącym i kapitałowym pozostało dodatnie.

Stabilnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyła niska, choć rosnąca dynamika cen – w grudniu 2016 r. wyniosła ona 0,8% r/r wobec -0,9% r/r w styczniu 2016 r. Utrzymująca się przez większą część roku ujemna dynamika cen była spowodowana głównie silnym spadkiem cen surowców energetycznych na światowych rynkach pod koniec 2015 r. i na początku 2016 r., przy ograniczonej krajowej presji popytowej. Niższe ceny surowców energetycznych wpływały korzystnie na sytuację ekonomiczną większości podmiotów gospodarczych, w efekcie czego deflacja nie miała negatywnego wpływu na koniunkturę w Polsce. W szczególności gospodarstwa domowe nie odkładały wydatków w oczekiwaniu na dalszy spadek cen, a przedsiębiorstwa wskazywały, że utrzymująca się deflacja nie ma istotnego wpływu na ich sytuację finansową i plany inwestycyjne. Wśród podmiotów gospodarczych nie pojawiły się oczekiwania deflacyjne.

Wobec takich uwarunkowań w 2016 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. W swoich decyzjach Rada wykorzystywała sygnalizowaną w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2016* elastyczność strategii celu inflacyjnego. Rada brała więc pod uwagę z jednej strony zewnętrzny i przejściowy charakter czynników ograniczających dynamikę cen, a z drugiej zrównoważone tempo wzrostu gospodarczego, systematyczną poprawę na rynku pracy oraz stabilnie rosnącą akcję kredytową. Utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie sprzyjało stabilności cen, a także zachowaniu równowagi makroekonomicznej oraz stabilności sektora finansowego.

Poniżej przedstawiono najważniejsze uwarunkowania decyzji Rady w 2016 r. w podziale na półrocza.

Dane napływające w I połowie 2016 r. wskazywały na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu aktywności ekonomicznej na świecie. W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, trwało ożywienie, choć negatywnie na jego tempo wpływała pogarszająca się koniunktura

w gospodarkach wschodzących. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy obniżył się, co wynikało głównie ze spadku inwestycji, zwłaszcza w sektorze wydobywczym, do czego przyczyniły się niskie ceny ropy naftowej. Spowodowały one również osłabienie aktywności w krajach eksportujących ten surowiec, w tym w Rosji, gdzie utrzymywała się recesja. W Chinach wzrost gospodarczy był słabszy niż w poprzednich latach, choć pojawiały się sygnały stabilizacji koniunktury. Niski wzrost w krajach rozwijających się przekładał się na obniżenie obrotów w światowym handlu, a w konsekwencji – na osłabienie dynamiki produkcji przemysłowej w wielu krajach.

Ceny ropy naftowej i innych surowców – pomimo stopniowego wzrostu w I połowie 2016 r. – były wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. W efekcie w strefie euro i w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej utrzymywała się deflacja.

Główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył stopy procentowe, w tym stopę depozytową do bardziej ujemnego poziomu, a także zwiększył skalę skupu aktywów. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymywała stopy procentowe – po podwyżce w grudniu 2015 r. – na stabilnym poziomie. Jednocześnie Fed kontynuował reinwestowanie zapadających papierów dłużnych kupionych w trakcie kolejnych rund luzowania ilościowego.

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w strefie euro i innych europejskich gospodarkach wyraźnie się obniżyły w I połowie 2016 r., osiągając w przypadku niektórych krajów ujemne wartości. Towarzyszył temu spadek cen akcji na światowych rynkach oraz deprecjacja części walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Było to związane z podwyższoną awersją do ryzyka ze względu na obawy dotyczące dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się, zwłaszcza w Chinach.

W Polsce utrzymywał się stabilny wzrost gospodarczy, choć jego dynamika się obniżyła. Do spowolnienia wzrostu przyczyniło się obniżenie inwestycji związane ze spadkiem napływu funduszy unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Pomimo spowolnienia wzrost gospodarczy pozostał zbliżony do dynamiki produktu potencjalnego. Głównym motorem wzrostu była stabilnie rosnąca konsumpcja prywatna, której sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy. W szczególności nadal istotnie rosła liczba pracujących, a stopa bezrobocia obniżyła się do najniższego poziomu od 1991 r. W konsekwencji dynamika wynagrodzeń zwiększyła się, choć pozostała umiarkowana. Obok poprawy na rynku pracy w kierunku wyższej dynamiki konsumpcji oddziaływała także poprawa nastrojów gospodarstw domowych i – począwszy od II kw. 2016 r. – wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus". Towarzyszył temu stabilny wzrost kredytu, w tym dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Wzrosła również dynamika inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie – pomimo spadku obrotów w handlu światowym – dynamika polskiego eksportu była wyższa niż w poprzednich latach.

W I połowie 2016 r. dynamika cen w Polsce była wciąż ujemna, co wiązało się głównie ze spadkiem cen surowców na rynkach światowych pod koniec 2015 r. i na początku 2016 r. W kierunku niskiej dynamiki cen oddziaływał również brak presji popytowej oraz umiarkowana dynamika wynagrodzeń. Deflacja nie wywierała jednak negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W szczególności wyniki finansowe przedsiębiorstw pozostały dobre, a gospodarstwa domowe nie odkładały wydatków w oczekiwaniu na spadek cen. Oczekiwania inflacyjne

przedsiębiorstw i gospodarstw domowych były bardzo niskie, jednak nie pojawiły się oczekiwania deflacyjne. Przedłużająca się deflacja spowodowała natomiast obniżenie prognoz dynamiki cen na 2016 r. Oczekiwano jednocześnie, że w 2017 r. dynamika cen będzie wyraźnie dodatnia, czemu miało sprzyjać wygaśnięcie efektów spadku cen surowców na rynkach światowych.

Biorąc pod uwagę z jednej strony zrównoważony wzrost gospodarczy, a z drugiej brak negatywnego wpływu deflacji na aktywność gospodarczą, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Za stabilizacją stóp przemawiał również zewnętrzny i przejściowy charakter czynników powodujących utrzymywanie się deflacji. W szczególności Rada uwzględniała to, że wraz z wygaśnięciem efektów spadku cen surowców dynamika cen wzrośnie do wyraźnie dodatniego poziomu. Przy podejmowaniu decyzji Rada brała również pod uwagę stabilny wzrost kredytu oraz inwestycji mieszkaniowych.

W II połowie 2016 r. wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostawał umiarkowany, choć jego perspektywy się poprawiły. Wzrost PKB w strefie euro był stabilny, jednak w niektórych krajach członkowskich, w tym w Niemczech, dynamika PKB obniżyła się ze względu na niższą dynamikę inwestycji, przy wciąż słabym wzroście eksportu. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy wyraźnie przyśpieszył. W krajach rozwijających się pojawiły się sygnały poprawy koniunktury. W Chinach wzrost gospodarczy pozostał stabilny, a nawet nieco przyśpieszył w IV kw. Dane napływające z Rosji wskazywały na zakończenie recesji w tym kraju.

Poprawa perspektyw gospodarczych na świecie przekładała się na wzrost cen ropy naftowej. Dodatkowo w IV kw. 2016 r. do wzrostu cen ropy przyczyniło się porozumienie krajów eksportujących ropę naftową dotyczące ograniczenia jej wydobycia. Ponadto wyraźnie wzrosły ceny wielu surowców rolnych. Wyższe niż przed rokiem ceny surowców znalazły odzwierciedlenie we wzroście dynamiki cen w wielu krajach.

W tych warunkach główne banki centralne utrzymywały stopy procentowe bez zmian przez większą część II półrocza. EBC kontynuował program zakupów aktywów finansowych, a Fed – reinwestował zapadające papiery dłużne. Jednak pod koniec roku EBC wydłużył termin zakupów aktywów, decydując przy tym o zmniejszeniu ich miesięcznej skali. Z kolei Fed podwyższył stopy procentowe, sygnalizując dalsze podwyżki stóp procentowych w kolejnych latach. Zacieśnienie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych spowodowało wzrost rentowności obligacji skarbowych, umocnienie dolara amerykańskiego i osłabienie części walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Jednocześnie poprawa perspektyw koniunktury na świecie przełożyła się na dalszy wzrost cen aktywów, przede wszystkim akcji, szczególnie w krajach rozwiniętych.

W Polsce wzrost gospodarczy w II połowie 2016 r. był niższy niż w poprzednich kwartałach. Podobnie jak w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej główną przyczyną spowolnienia wzrostu był spadek inwestycji związany z zakończeniem poprzedniej perspektywy finansowej UE. W kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływała natomiast przyśpieszająca dynamika konsumpcji. Sprzyjała jej dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wciąż rosnące zatrudnienie i wynagrodzenia. Wzrost konsumpcji był także wspierany przez wypłaty świadczeń wychowawczych oraz systematyczną poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Podobnie jak w poprzednich kwartałach wzrostowi gospodarczemu sprzyjała również stabilna dynamika kredytu oraz wzrost inwestycji mieszkaniowych. Jednocześnie nadal relatywnie wysoka była dynamika eksportu.

W warunkach wyższych niż rok wcześniej cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej, dynamika cen w Polsce wyraźnie wzrosła, osiągając pod koniec 2016 r. dodatnie wartości. Jednocześnie – ze względu na wciąż ujemną lukę popytową i umiarkowaną dynamikę płac – inflacja bazowa pozostawała niska. Projekcje makroekonomiczne wskazywały na dalszy wzrost dynamiki cen w kolejnym roku, czemu towarzyszyło podwyższenie się oczekiwań inflacyjnych.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w II połowie 2016 r. Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Za stabilizacją stóp procentowych przemawiał przejściowy charakter spowolnienia gospodarczego w II półroczu, w tym oczekiwania na poprawę koniunktury w kolejnych kwartałach. W szczególności Rada oceniała, że w 2017 r. utrzyma się wyższy niż w poprzednich latach wzrost popytu konsumpcyjnego, a jednocześnie nastąpi ożywienie inwestycji związane z prognozowanym wzrostem absorbcji środków unijnych. Rada brała także pod uwagę wzrost bieżącej dynamiki cen oraz prognozy kształtowania się inflacji na umiarkowanym poziomie w kolejnych kwartałach.

Ważnym elementem realizacji polityki pieniężnej opartej na strategii celu inflacyjnego była w 2016 r. – podobnie jak w poprzednich latach – komunikacja z otoczeniem, polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów komunikacji polityki pieniężnej w 2016 r. należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* (i towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniach Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*[1], *Raporty o inflacji*, a także: *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2017*.

[1] W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*, stanowiących Załącznik 6. niniejszego *Sprawozdania*, znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje podejmowane przez Radę w 2016 r.

3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2016 r.

W 2016 r. NBP realizował politykę pieniężną, wykorzystując zestaw instrumentów przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2016*.

Płynność sektora bankowego w 2016 r.

W 2016 r. w sektorze bankowym utrzymywała się nadpłynność[2]. Jej średni poziom w roku wyniósł 73 206 mln zł[3] i był niższy w porównaniu do 2015 r. o 16 386 mln zł, tj. o 18,3%.

W ciągu 2016 r. poziom nadpłynności sektora bankowego podlegał zmianom. Od początku roku do końca lipca skala nadpłynności uległa zmniejszeniu z poziomu 86 504 mln zł w styczniu do 66 079 mln zł w lipcu. W kolejnych trzech miesiącach poziom nadpłynności był stabilny. W listopadzie, na skutek znacznego skupu walut obcych od Ministerstwa Finansów, skala nadpłynności ponownie wzrosła do poziomu 76 969 mln zł. W grudniu wskazana pozycja pozostała na zbliżonym poziomie – 76 944 mln zł. W efekcie średni poziom nadpłynności w grudniu 2016 r. był o 10 720 mln zł (tj. o 12,2%) niższy niż w grudniu 2015 r.

Największy wpływ na kształtowanie płynności sektora bankowego w 2016 r. miały zmiany poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu. Oddziaływanie tego czynnika przyczyniło się do spadku płynności sektora bankowego w ciągu roku o 24 190 mln zł. W kierunku ograniczenia poziomu płynności sektora bankowego oddziaływał również wzrost wysokości rezerwy obowiązkowej – średnio o 2 984 mln zł.

Wśród czynników zwiększających płynność sektora bankowego w 2016 r. największe znaczenie miały przeprowadzane przez NBP transakcje walutowe związane ze skupem walut obcych od Ministerstwa Finansów w ramach ustalonego limitu. Przewaga skupu walut obcych nad ich sprzedażą przez NBP w 2016 r. spowodowała wzrost płynności sektora bankowego o 6 042 mln zł.

Na wzrost płynności wpłynęła również wpłata z zysku NBP do budżetu państwa w kwocie 7 862 mln zł.

Stopy procentowe NBP

Najważniejsze znaczenie w realizacji polityki pieniężnej w 2016 r. miała stopa referencyjna NBP. Stopa ta, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na oprocentowanie krótkoterminowych instrumentów rynku pieniężnego, w szczególności niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

Stopy depozytowa oraz oprocentowania kredytu lombardowego wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym.

[2] Nadpłynność sektora bankowego jest to nadwyżka środków pozostająca w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej. Miarą nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez NBP operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych.

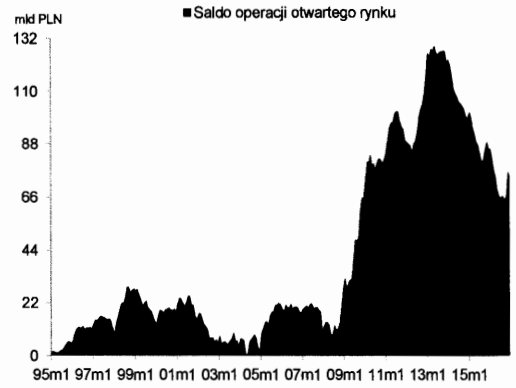
[3] W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Operacje otwartego rynku

W 2016 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej, podobnie jak w 2015 r., było dążenie do kształtowania stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Głównym instrumentem służącym realizacji wskazanego zadania były operacje otwartego rynku (podstawowe oraz dostrajające), przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego. Za ich pomocą bank centralny zarządzał płynnością sektora bankowego. Realizację celu operacyjnego polityki pieniężnej wspierały system rezerwy obowiązkowej oraz oferowane przez bank centralny operacje depozytowo-kredytowe.

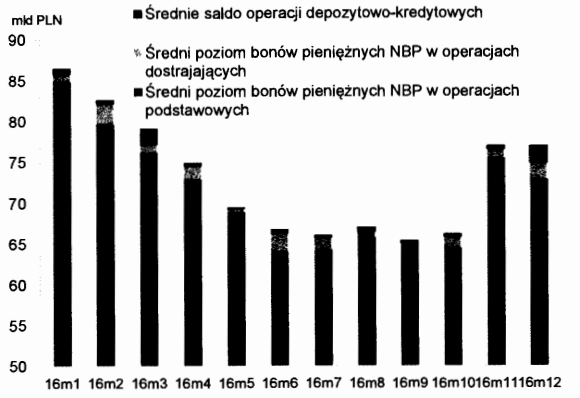
Za pomocą podstawowych operacji otwartego rynku bank centralny wpływał na skalę płynności sektora bankowego. NBP dążył do utrzymywania zbilansowanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym w ciągu całego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie rentowności poszczególnych operacji, równe obowiązującemu w dniu ich przeprowadzania poziomowi stopy referencyjnej NBP, bezpośrednio oddziaływały na cenę pieniądza wyznaczaną na rynku międzybankowym (w tym na stawkę POLONIA).

Wykres 1 Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995-2016



Źródło: dane NBP.

Wykres 2 Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2016 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje podstawowe stosowane były w 2016 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Za pomocą operacji podstawowych bank centralny sterylizował większość nadpłynności utrzymującej się w sektorze bankowym. W 2016 r. średni poziom bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych wyniósł 71 175 mln zł i był niższy w porównaniu z 2015 r. o 16 809 mln zł.

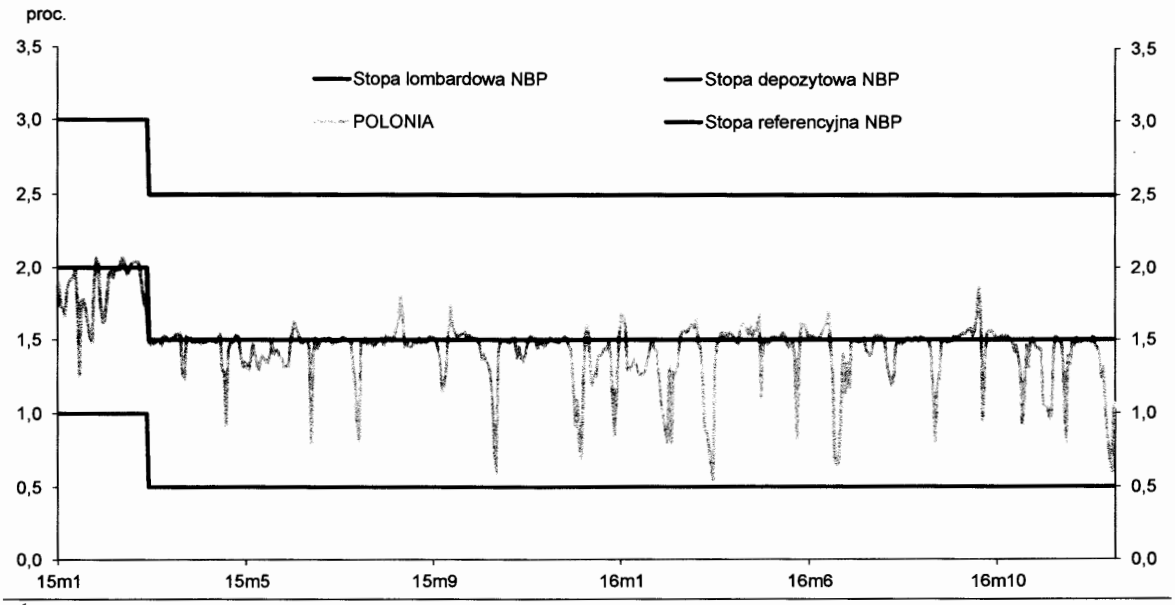
Poza operacjami podstawowymi w 2016 r. NBP przeprowadzał operacje dostrajające, które pełniły rolę uzupełniającą w realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przesłanką ich stosowania było dążenie do zapewnienia bankom możliwości zbilansowania ich pozycji płynnościowych w okresie utrzymywania rezerwy. Rentowności tych operacji były równe poziomowi stopy referencyjnej NBP i – w sposób analogiczny jak w przypadku rentowności operacji podstawowych – wpływały na cenę pieniądza na rynku międzybankowym.

W 2016 r. NBP przeprowadził 11 operacji dostrajających w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Dodatkowo w 2016 r. NBP przeprowadził 4 operacje

dostrajające w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W ramach operacji dostrajających w 2016 r. emitowane były przez NBP bony pieniężne z terminami zapadalności 1-, 2- 3- i 4-dniowymi, tj. krótszymi niż w przypadku operacji podstawowych. Średni poziom operacji dostrajających w 2016 r. wyniósł 1 263 mln zł i był wyższy niż w 2015 r. o 155 mln zł.

Sposób zarządzania płynnością sektora bankowego przez NBP stwarzał bankom warunki do skutecznego bilansowania własnych pozycji płynnościowych w perspektywie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Odzwierciedleniem powyższych uwarunkowań była wysoka skuteczność NBP w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej w 2016 r. Stawka POLONIA ukształtowała się w 2016 r. na poziomach zbliżonych do wysokości stopy referencyjnej NBP. Średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP w 2016 r. wyniosło 16 pb, w porównaniu do 12 pb w 2015 r.[4]

Wykres 3 Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2015-2016



Źródło: dane NBP.

Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej sprzyjał realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Uśredniony charakter systemu rezerwy obowiązkowej stwarzał podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymywania średniego stanu środków na rachunkach w NBP w okresie rezerwowym na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. Jednocześnie obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał skalę operacji otwartego rynku NBP, konieczną do sterylizacji nadpłynności utrzymującej się w 2016 r. w sektorze bankowym.

[4] Przytoczony wskaźnik obliczono jako średnie dzienne absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP (uśredniony moduł różnicy) przeliczone według bazy 365 dni.

W 2016 r. obowiązkowi utrzymywania rezerwy obowiązkowej podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych, oddziały banków zagranicznych działające w Polsce, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.

Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2016 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back, w przypadku których analogiczny parametr wynosił 0,0%.

Na dzień 31 grudnia 2016 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie 40 033 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa banków wynosiła 39 712 mln zł (z czego 2 438 mln zł stanowiła rezerwa sektora banków spółdzielczych), a rezerwa obowiązkowa spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej – 321 mln zł. Rezerwa obowiązkowa ogółem była wyższa w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2015 r. o 2 918 mln zł, co oznacza wzrost o 7,86%. Głównym czynnikiem kształtującym przyrost rezerwy obowiązkowej w 2016 r. był wzrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana była rezerwa obowiązkowa.

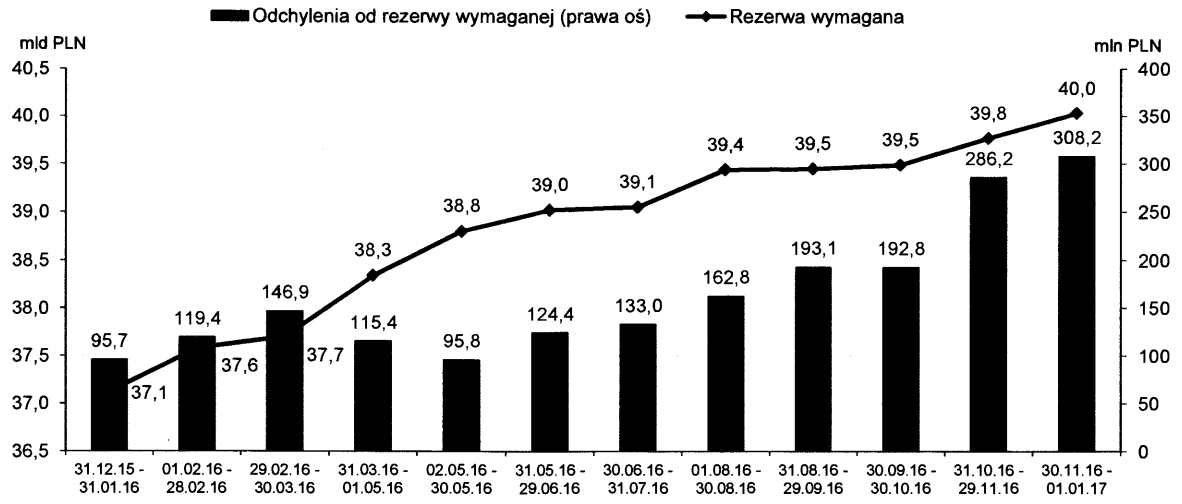
Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej w 2016 r. wynosiło 0,9 stopy referencyjnej NBP. Oznacza to, iż przeciętnie w trakcie roku kształtowało się na poziomie 1,35% wobec 1,43% w 2015 r.

W 2016 r. we wszystkich okresach rezerwowych odnotowana została nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu z wymaganym poziomem rezerwy obowiązkowej. Osiągnęła ona minimalną wartość w styczniu (95,7 mln zł), a maksymalną – w grudniu (308,2 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2016 r. wyniosła 164,5 mln zł i stanowiła 0,42% średniego poziomu wymaganej rezerwy obowiązkowej.

W 2016 r. odnotowano 4 przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej, w tym 2 – przez banki komercyjne, 1 – przez bank spółdzielczy oraz 1 – przez spółdzielczą kasę oszczędnościowo-kredytową. Przyczynami nieutrzymania rezerwy obowiązkowej na wymaganym poziomie były błędy rachunkowe oraz problemy techniczne związane z wewnętrznymi systemami informatycznymi podmiotów rezerwy.

W trakcie 2016 r. Zarząd NBP zwolnił 1 bank spółdzielczy, będący w okresie realizacji programu postępowania naprawczego, z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2016 r.



Źródło: dane NBP.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy) pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności na rynku międzybankowym oraz skalę wahań stóp overnight. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków. Przy ich wykorzystaniu podmioty te uzupełniały niedobory płynności bądź lokowały nadwyżki środków w NBP, w obu przypadkach na okresy jednodniowe.

Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała jednocześnie górną granicę wahań stóp na rynku międzybankowym. Z kolei stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchyleń od dołu.

W 2016 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku (wyznaczona za dni wykorzystywania tego instrumentu) wyniosła 1 349,5 mln zł w porównaniu z 10,9 mln zł w 2015 r. Średnie dzienne wykorzystanie kredytu lombardowego ukształtowało się w 2016 r. na poziomie 3 667,2 tys. zł (przy 29,9 tys. zł w 2015 r.).

W 2016 r. banki złożyły lokaty terminowe (depozyty na koniec dnia) w NBP ogółem w kwocie 284,2 mld zł (liczone za dni ich utrzymywania). Wspomniana wartość była o 55,6% wyższa od wyznaczonej w analogiczny sposób w roku poprzednim (182,5 mld zł). Łączna wysokość lokat składanych przez banki w danym dniu wahała się od 40,0 mln zł do 17 052,5 mln zł. Średni dzienny poziom depozytu na koniec dnia w 2016 r. wyniósł 772,3 mln zł w porównaniu z 500,3 mln zł w 2015 r. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w formie depozytu na koniec dnia w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Swapy walutowe

Wykorzystując transakcje typu swap walutowy, NBP może dokonywać kupna (lub sprzedaży) złotego za walutę obcą na rynku kasowym przy jednoczesnej jego odsprzedaży (lub odkupie) w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

W 2016 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Interwencje walutowe

W ramach obowiązującej strategii polityki pieniężnej NBP może dokonywać zakupu bądź sprzedaży na rynku walut obcych za złote.

W 2016 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

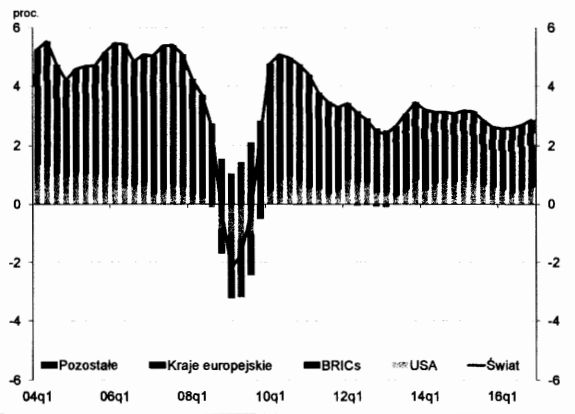
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

W 2016 r. wzrost gospodarczy na świecie był nadal umiarkowany, jednak w II połowie roku pojawiły się sygnały jego ożywienia (Wykres 5). Dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki przez większą część roku pozostawała bardzo niska, rosnąc wyraźnie dopiero pod koniec roku.

W strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, w 2016 r. dynamika PKB była stabilna (Wykres 6). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał rosnący popyt wewnętrzny wspierany przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Wzrostowi w strefie euro sprzyjała również ekspansywna polityka pieniężna EBC, która przekładała się na poprawę warunków finansowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz na bardzo niskie, a nawet ujemne, stopy procentowe i rentowności obligacji skarbowych (Wykres 9). Dynamikę PKB w strefie euro przez większą część roku ograniczał natomiast słaby wzrost eksportu związany z niską dynamiką handlu światowego. W większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB w 2016 r. był nieco niższy niż w poprzednich latach. Było to związane głównie ze spadkiem nakładów inwestycyjnych po zakończeniu perspektywy finansowej UE 2007-2013.

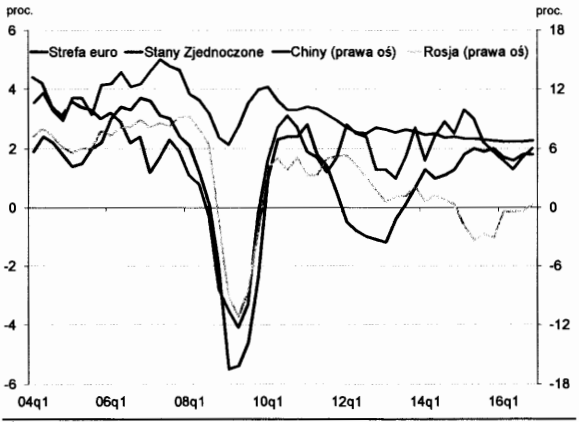
W Stanach Zjednoczonych w 2016 r. utrzymała się dobra koniunktura gospodarcza, chociaż dynamika PKB obniżyła się przejściowo w I połowie roku, głównie z uwagi na ograniczenie aktywności w sektorze wydobywczym w warunkach niższych niż w poprzednich latach cen ropy naftowej. W największych gospodarkach wschodzących koniunktura była wciąż słaba. W Chinach wzrost gospodarczy był niższy niż w poprzednich latach, choć pod koniec roku nieznacznie przyśpieszył. Z kolei w Rosji trwała recesja, lecz jej skala stopniowo malała (Wykres 6).

Wykres 5 Roczna dynamika PKB na świecie w latach 2004-2016 z podziałem na grupy krajów



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, MFW, obliczenia NBP.
Średnia dynamika PKB gospodarek stanowiących 80% światowego PKB (Australii, Brazylii, Chin, Francji, Hiszpanii, Indii, Indonezji, Japonii, Kanady, Korei, Meksyku, Niemiec, Rosji, Stanów Zjednoczonych, Szwajcarii, Turcji, Wielkiej Brytanii i Włoch), ważona PKB.

Wykres 6 Roczna dynamika PKB w wybranych gospodarkach w latach 2004-2016

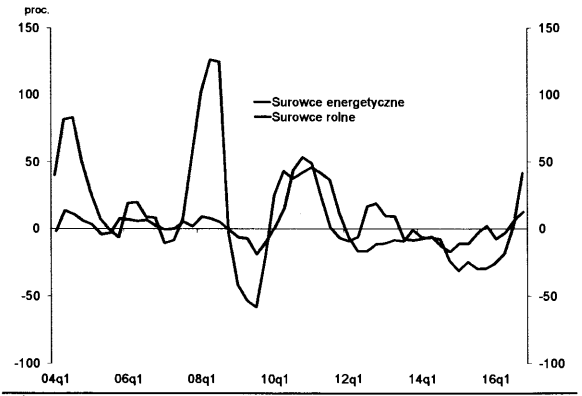


Źródło: dane Bloomberg.

Ceny surowców w 2016 r. były znacząco niższe niż w poprzednich latach, jednak ich poziom systematycznie rósł w ciągu roku. W efekcie roczna dynamika cen surowców była ujemna w I połowie

roku, a w II połowie roku stała się dodatnia (Wykres 7)[5]. Takie kształtowanie się cen surowców w znaczącym stopniu determinowało zmiany dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych na świecie. W I połowie roku zarówno w strefie euro, jak i krajach Europy Środkowo-Wschodniej utrzymywała się deflacja. Natomiast w II półroczu – wraz ze wzrostem cen surowców, w tym ropy naftowej – roczna dynamika cen konsumpcyjnych w otoczeniu polskiej gospodarki stała się dodatnia (Wykres 8). Jednocześnie – w warunkach wciąż niskiej presji popytowej – inflacja bazowa w strefie euro i Europie Środkowo-Wschodniej była nadal wyraźnie niższa od wieloletniej średniej.

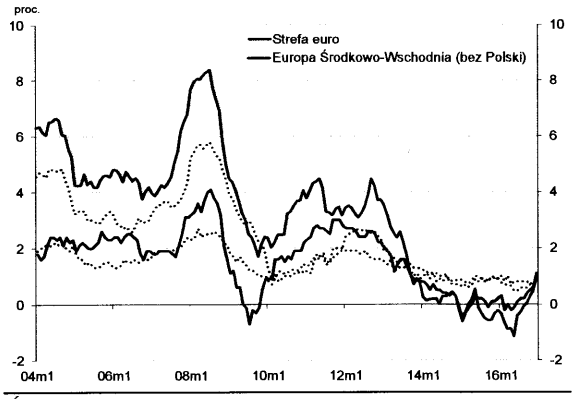
Wykres 7 Roczna dynamika cen surowców energetycznych i rolnych w dolarach amerykańskich w latach 2004-2016



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 8 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w otoczeniu gospodarczym Polski w latach 2004-2016



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Inflacja HICP i inflacja bazowa (HICP po wyłączeniu cen żywności nieprzetworzonej i energii; oznaczona przerywaną linią). Wskaźniki dla Europy Środkowo-Wschodniej są średnimi ważonymi PKB dla następujących krajów: Bułgarii, Chorwacji, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Słowacji, Słowenii, Rumunii i Węgier.

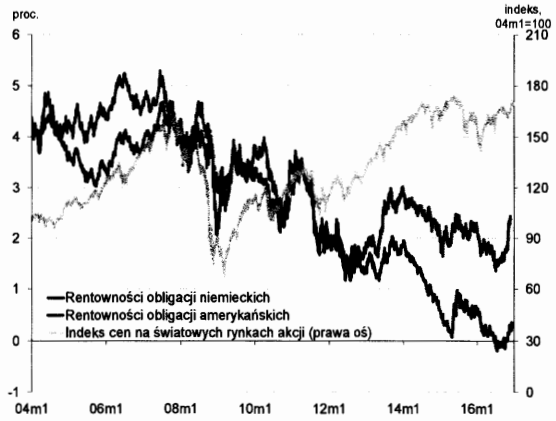
W tych warunkach EBC w 2016 r. zwiększył skalę ekspansywności prowadzonej polityki pieniężnej. W szczególności, w I połowie roku EBC obniżył stopy procentowe, w tym stopę depozytową do bardziej ujemnego poziomu, a także wydłużył termin skupu aktywów finansowych, zwiększając jednocześnie jego miesięczną skalę. W II połowie roku, pomimo wzrostu inflacji w strefie euro, EBC ponownie wydłużył termin funkcjonowania programu skupu aktywów, podejmując zarazem decyzję o obniżeniu jego miesięcznej skali. Z kolei Fed – w związku z niższą dynamiką aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych w I połowie 2016 r. – utrzymywał stopy procentowe na niezmienionym poziomie, po ich podwyższeniu w grudniu 2015 r. Wraz z poprawą koniunktury i ponownym wzrostem inflacji, Fed podniósł stopy procentowe w grudniu 2016 r., sygnalizując ich dalsze podwyżki w kolejnych latach.

W warunkach stopniowo poprawiającej się koniunktury w części gospodarek wschodzących i Stanach Zjednoczonych, a także nadal silnie ekspansywnej polityki pieniężnej większości głównych banków centralnych, ceny akcji na świecie nieznacznie wzrosły w 2016 r. (Wykres 9). Jednocześnie zaostrzenie polityki pieniężnej Fed przyczyniło się do wzrostu rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych oraz w niektórych krajach rozwijających się, wpływając również na osłabienie walut

[5] Od grudnia 2015 r. do grudnia 2016 r. ceny ropy naftowej wzrosły o 41,2%, ceny węgla o 64,8%, ceny gazu o 10%, a ceny surowców rolnych o 10,8%. Jednocześnie poziom cen ropy, gazu i surowców rolnych był niższy od 10-letniej średniej o odpowiednio 35%, 25% i 13%.

części gospodarek wschodzących. Z kolei w kierunku aprecjacji kursów walut gospodarek będących eksporterami netto surowców oddziaływał wzrost cen surowców (Wykres 10).

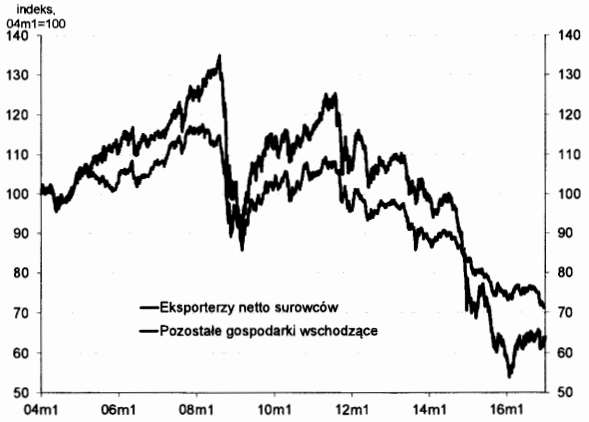
Wykres 9 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Niemiec i Stanów Zjednoczonych oraz indeks cen na światowych rynkach akcji w latach 2004-2016



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen na światowych rynkach akcji to MSCI (Morgan Stanley Capital International) World Index.

Wykres 10 Kursy walut gospodarek wschodzących w latach 2004-2016



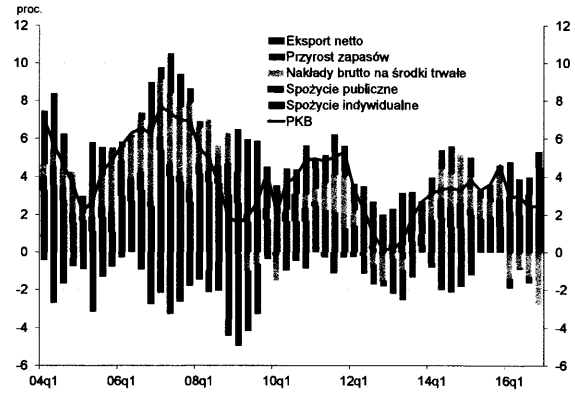
Źródło: dane Bloomberg i MFW, obliczenia NBP.

Indeksy kursów walut gospodarek wschodzących w relacji do dolara, ważone PKB. Kraje będące eksporterami netto surowców: Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Rosja i RPA. Pozostałe gospodarki wschodzące: Indie, Indonezja, Korea, Malezja, Filipiny, Polska, Rumunia, Singapur, Tajwan, Tajlandia, Turcja, Ukraina i Węgry. Wzrost oznacza aprecjację.

Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto

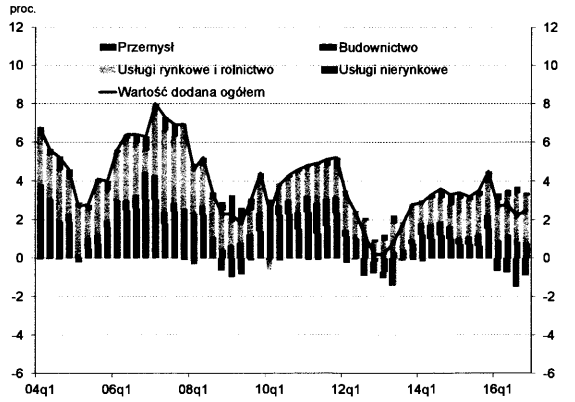
Wzrost realnego PKB w 2016 r. wyniósł 2,7% wobec 3,8% rok wcześniej (Wykres 11; Tabela 1). Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt konsumpcyjny, którego dynamika była wyższa niż w poprzednim roku. Do niższej dynamiki PKB w 2016 r. przyczynił się natomiast głównie spadek inwestycji związany z zakończeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013. Wzrost gospodarczy – pomimo obniżenia – pozostał zbliżony do dynamiki produktu potencjalnego.

Wykres 11 Roczna dynamika PKB i jej struktura w latach 2004-2016



Źródło: dane GUS.

Wykres 12 Roczna dynamika wartości dodanej i jej struktura w latach 2004-2016



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną.

Szybszy wzrost spożycia indywidualnego w 2016 r. był w znacznej mierze związany z poprawą na rynku pracy, przejawiającą się we wzroście płac i zatrudnienia, a także z rozpoczęciem wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus". W kierunku wzrostu konsumpcji prywatnej oddziaływała też poprawa nastrojów konsumentów oraz niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów.

Spadek nakładów brutto na środki trwałe – podobnie jak w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (zob. również Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki) – wynikał głównie z przejściowego obniżenia się absorbcji środków unijnych po zakończeniu perspektywy finansowej UE 2007-2013.

W konsekwencji niższego napływu środków unijnych obniżyły się inwestycje publiczne oraz przedsiębiorstw. Spadkowi inwestycji publicznych i przedsiębiorstw towarzyszył jednak wzrost inwestycji mieszkaniowych, któremu sprzyjały zwiększające się dochody do dyspozycji gospodarstw domowych oraz wysoka dostępność i niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów.

W 2016 r. wkład eksportu netto do dynamiki PKB był nieznacznie dodatni, choć mniejszy niż w poprzednim roku, wskutek silniejszego przyśpieszenia importu niż eksportu. Przyśpieszenie

dynamiki importu było związane ze zwiększeniem się wzrostu popytu konsumpcyjnego. Wyższej dynamice eksportu sprzyjał natomiast stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro oraz rosnąca konkurencyjność cenowa polskich produktów w warunkach słabszego niż rok wcześniej kursu złotego.

Dekompozycja sektorowa dynamiki wartości dodanej wskazuje, że w 2016 r. głównym źródłem wzrostu gospodarczego był wzrost aktywności w sektorze usług. Dodatni był również wkład przemysłu do wzrostu wartości dodanej, podczas gdy w budownictwie wartość dodana obniżyła się (Wykres 12; Tabela 1).

Tabela 1 PKB i jego komponenty w latach 2008-2016

	2016		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016			
	Ceny bieżące (mld PLN)	proc. PKB	Roczna dynamika (w proc., ceny stałe roku poprzedniego)									Q1	Q2	Q3	Q4
PKB	1851,2	100,0	4,2	2,8	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,7	2,9	3,0	2,4	2,5
Popyt krajowy	1779,2	96,1	5,4	-0,1	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,7	3,3	2,4	3,5	1,9	2,7	1,7
Spożycie	1416,4	76,5	6,2	3,6	2,8	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,6	3,5	4,0	3,1
Spożycie indywidualne	1072,3	57,9	6,8	3,6	2,5	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	3,4	3,4	4,1	4,5
Akumulacja	362,8	19,6	2,7	-12,6	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,8	4,9	-1,8	2,9	-5,0	-2,2	-1,6
Nakłady brutto na środki trwałe	334,3	18,1	8,8	-2,7	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	-9,8	-4,5	-6,7	-9,8
Eksport	967,8	52,3	7,1	-5,9	12,9	7,9	4,6	6,1	6,7	7,7	9,0	7,1	11,8	7,8	9,3
Import	895,9	48,4	9,5	-12,4	14,0	5,5	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	8,7	10,1	8,7	8,2
Wartość dodana	1637,5	88,5	4,2	3,1	3,5	5,0	1,7	1,5	3,3	3,7	2,6	2,7	2,8	2,2	2,5
Przemysł	433,6	23,4	6,3	0,3	8,4	7,9	2,8	0,9	4,5	3,8	3,6	3,2	5,0	3,6	2,7
Budownictwo	112,3	6,1	2,5	10,1	4,9	13,5	-4,0	-5,0	9,0	6,4	-12,0	-12,7	-9,6	-16,7	-9,6
Usługi rynkowe i rolnictwo	851,3	46,0	3,3	2,6	2,1	3,5	2,2	3,2	2,5	3,7	4,6	4,3	3,8	4,8	5,3
Usługi nierynkowe	240,2	13,0	3,1	5,3	-0,3	1,1	0,1	0,9	1,7	2,0	1,8	2,0	2,2	2,3	0,9
	Wkład do rocznej dynamiki PKB (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)														
Popyt krajowy	-	-	5,5	-0,3	4,3	4,3	-0,5	-0,6	4,7	3,2	2,4	3,4	1,8	2,7	1,7
Spożycie	-	-	4,9	2,9	2,3	1,6	0,4	0,6	2,2	2,2	2,8	3,0	2,7	3,1	2,2
Spożycie indywidualne	-	-	4,1	2,2	1,7	2,0	0,5	0,2	1,5	1,8	2,3	2,2	2,0	2,5	2,2
Akumulacja	-	-	0,6	-3,0	1,9	2,7	-0,9	-1,2	2,5	1,0	-0,4	0,4	-0,9	-0,4	-0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	-	-	1,9	-0,6	0,0	1,8	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,6	-1,4	-0,8	-1,3	-2,8
Eksport netto	-	-	-1,3	3,2	-0,5	0,9	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,3	-0,5	1,2	-0,3	0,8
Przemysł	-	-	1,5	-0,1	2,1	1,9	0,4	0,1	1,2	1,0	0,9	0,9	1,2	0,8	0,8
Budownictwo	-	-	-0,1	0,9	0,5	0,8	-0,2	-0,4	0,7	0,5	-1,0	-0,7	-0,7	-1,5	-0,9
Usługi rynkowe i rolnictwo	-	-	2,2	1,4	1,0	1,4	1,4	1,4	1,2	1,9	2,4	2,1	2,0	2,5	2,5
Usługi nierynkowe	-	-	0,2	0,7	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

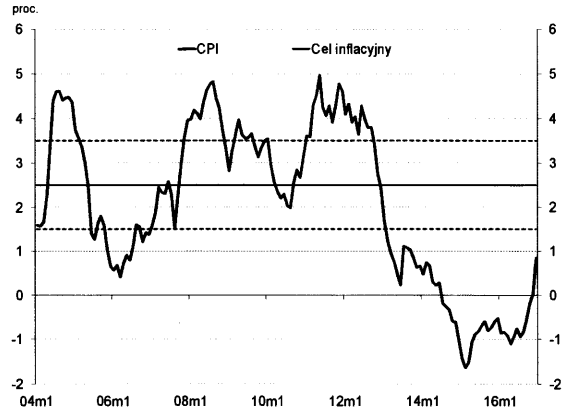
Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną.

Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

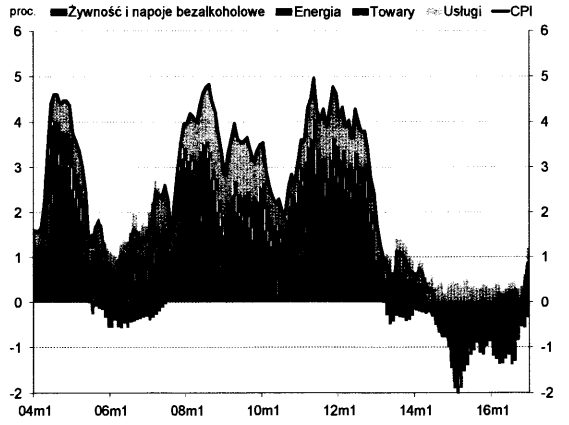
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2016 r. wyniosła średnio -0,6% (wobec -0,9% w roku poprzednim), przy czym pod koniec roku osiągnęła wartości dodatnie (Wykres 13; Tabela 2).

Wykres 13 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004-2016



Źródło: dane GUS.

Wykres 14 Roczna dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do dynamiki CPI w latach 2004-2016



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W 2016 r. kształtowanie się dynamiki cen w Polsce, podobnie jak w innych gospodarkach europejskich, było determinowane głównie zmianami cen surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 14). W I połowie roku ceny tych surowców były wyraźnie niższe niż w poprzednich latach, przez co ich roczna dynamika była ujemna (zob. Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki). W II połowie roku nastąpił ich wzrost, co znalazło odzwierciedlenie w stopniowym zwiększaniu się dynamiki cen energii, która jednak osiągnęła wartości dodatnie dopiero pod koniec roku. W 2016 r. dynamikę cen energii zmniejszały także obniżki regulowanych administracyjnie opłat za gaz ziemny i energię elektryczną dla gospodarstw domowych[6], a także spadek cen opału.

Niższe niż w poprzednim roku ceny surowców znajdowały również odzwierciedlenie w słabszej presji kosztowej w gospodarce, która – wraz z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki – ograniczała dynamikę cen towarów. Przez cały 2016 r. roczna dynamika cen towarów pozostawała ujemna, przyczyniając się tym samym do niższej dynamiki cen w Polsce. Jednocześnie w kierunku wyższej dynamiki cen towarów oddziaływał słabszy niż w poprzednim roku kurs złotego.

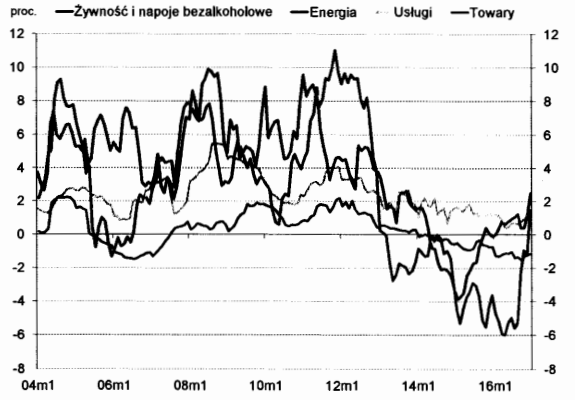
Do wyższej niż w poprzednim roku średniorocznej dynamiki CPI przyczyniała się utrzymująca się przez cały rok dodatnia dynamika cen żywności i usług (Wykres 14; Wykres 15). W kierunku wzrostu cen żywności oddziaływał utrzymujący się na rynkach światowych przez niemal cały rok wzrost cen wielu surowców rolnych (m.in. wieprzowiny, nabiału, cukru, kawy, cytrusów, a pod koniec roku także warzyw). Na ceny żywności wpływały dodatkowo czynniki krajowe. Przede wszystkim niższa

[6] Obniżkę taryf na energię elektryczną przeprowadzono w styczniu 2016 r., a na gaz ziemny w styczniu, kwietniu i lipcu.

krajowa podaż owoców i warzyw związana z suszą w 2015 r. oddziaływała w kierunku wyższych cen tych towarów w I połowie 2016 r., a ograniczanie pogłowia zwierząt hodowlanych, spowodowane niską opłacalnością produkcji, przyczyniało się do wyższej dynamiki cen mięsa i produktów nabiałowych.

Z kolei wzrostowi cen usług sprzyjał coraz szybciej rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus", a także bardzo dobre nastroje konsumentów i stabilny wzrost akcji kredytowej. Do wyższych cen usług przyczynił się również, w znacznym stopniu, wzrost opłat związanych z użytkowaniem mieszkania oraz podwyżki ubezpieczeń pojazdów silnikowych.

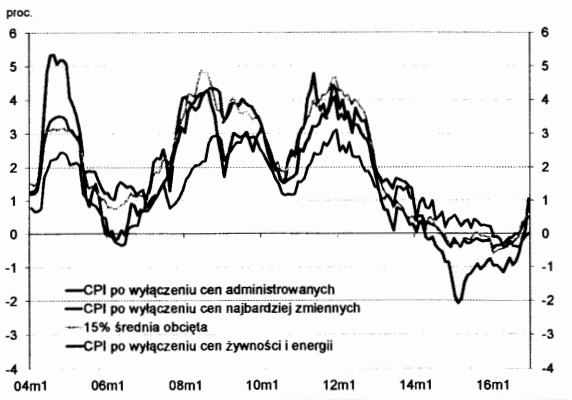
Wykres 15 Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów oraz usług w latach 2004-2016



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Kategoria energia obejmuje nośniki energii (energia elektryczna i cieplna, gaz oraz opał), a także paliwa silnikowe (do prywatnych środków transportu); kategoria towary nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

Wykres 16 Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004-2016 (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do rocznej dynamiki CPI

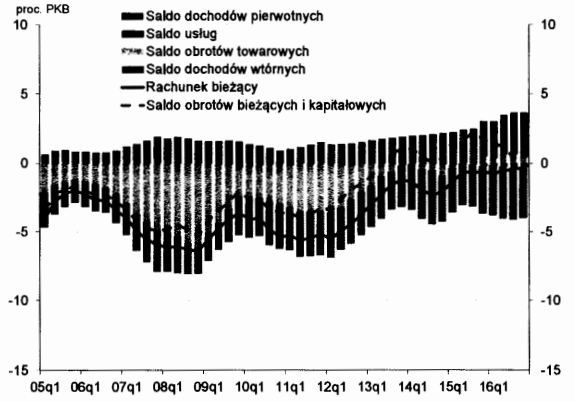
	Wagi	Roczna dynamika (w proc.)												
	2016	2016												średnio
	proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	w roku
CPI	100,0	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,6
Inflacja bazowa	58,9	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,2
Towary	30,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,2
Usługi	28,6	1,2	1,2	0,9	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,7	0,9	1,1	1,2	0,8
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,0	0,0	0,4	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	0,4	0,4	1,2	2,5	0,8
Przetworzona	13,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	0,6	1,2	1,7	2,1	0,2
Nieprzetworzona	11,0	1,2	1,6	2,4	1,9	2,1	2,2	2,4	2,3	0,1	-0,5	0,5	2,9	1,6
Mięso	6,3	-2,0	-2,1	-1,9	-2,1	-1,0	-0,6	0,7	1,3	1,2	1,6	2,3	3,1	0,0
Warzywa	2,4	5,2	4,4	6,9	7,9	10,1	7,9	5,2	2,8	-5,7	-7,5	-5,6	0,9	2,8
Owoce	1,4	9,3	13,6	14,5	8,6	1,9	4,1	4,6	4,6	2,3	-1,1	0,4	4,1	5,5
Energia	17,1	-4,7	-5,2	-5,9	-6,0	-5,3	-5,0	-5,6	-5,3	-2,4	-0,9	-1,2	1,5	-3,9
Nośniki energii	12,0	-2,5	-2,7	-2,7	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1	-2,3	-2,1	-2,0	-1,6	-2,6
Paliwa	5,1	-9,8	-11,3	-13,4	-12,3	-9,9	-9,0	-11,1	-10,2	-2,5	1,8	0,7	8,9	-6,7
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,0	0,0	0,4	0,8	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	0,4	0,4	1,2	2,5	0,8
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,6	0,9	0,6	0,3	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0	0,7
Odzież i obuwie	5,5	-4,6	-4,5	-3,5	-3,9	-4,3	-4,1	-4,7	-4,8	-4,9	-4,6	-4,7	-4,7	-4,4
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,0	-0,6	-0,6	-0,7	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	-0,7
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,0	-0,5	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,4	0,0	0,3	-0,1
Zdrowie	5,4	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,4	-1,2	-1,4	-2,1	-2,1	-1,8	-1,6	-0,8
Transport	8,7	-6,4	-7,3	-8,4	-8,0	-6,8	-6,0	-7,1	-6,9	-2,5	0,3	-0,2	4,3	-4,6
Łączność	5,3	-0,2	0,0	-0,3	-1,6	-1,1	-0,4	-1,4	-1,4	-1,2	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8
Rekreacja i kultura	6,6	-0,7	-0,5	-2,0	-2,9	-3,1	-3,0	-2,3	-2,3	-2,1	-1,8	-1,2	-0,8	-1,9
Edukacja	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8
Restauracje i hotele	5,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4
Inne towary i usługi	5,8	0,3	0,3	0,6	0,9	1,3	1,7	1,7	2,0	1,8	2,4	3,0	2,9	1,6
	Wagi	Wkład do rocznej dynamiki CPI (w pkt proc.)												
	2016	2016												średnio
	proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	w roku
CPI	100,0	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,6
Inflacja bazowa	58,9	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Towary	30,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4
Usługi	28,6	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,6	0,2
Przetworzona	13,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0
Nieprzetworzona	11,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,2
Mięso	6,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0
Warzywa	2,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
Owoce	1,4	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Energia	17,1	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2	0,2	-0,7
Nośniki energii	12,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Paliwa	5,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,1	0,1	0,0	0,4	-0,3
wg 12 grup COICOP														
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,6	0,2
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
Odzież i obuwie	5,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	21,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdrowie	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Transport	8,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,4	-0,4
Łączność	5,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rekreacja i kultura	6,6	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Edukacja	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restauracje i hotele	5,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inne towary i usługi	5,8	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Załącznik 4. Bilans płatniczy

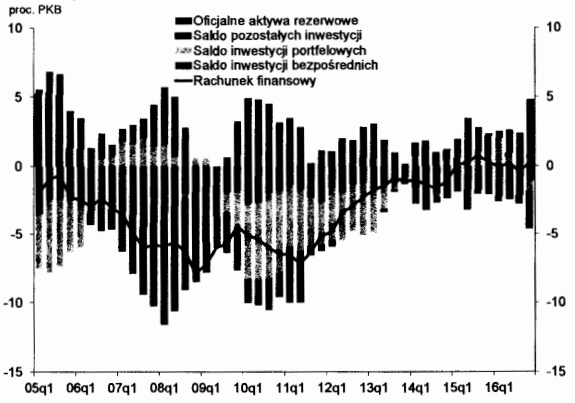
W 2016 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących był na historycznie niskim poziomie i wyniósł 0,3% PKB (wobec 0,6% PKB w 2015 r. oraz 3,5% średnio w latach 2004-2016; Wykres 17; Wykres 18). Jego źródłem pozostał deficyt na rachunku dochodów. Jednocześnie w handlu zagranicznym zwiększyła się nadwyżka, co było związane ze wzrostem salda w handlu usługami.

Wykres 17 Saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz jego dekompozycja w latach 2005-2016 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS.

Wykres 18 Saldo rachunku finansowego oraz jego dekompozycja w latach 2005-2016 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS.

Do zwiększenia się nadwyżki w handlu towarami i usługami przyczynił się stabilny wzrost PKB w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski, w szczególności w strefie euro, a także poprawa konkurencyjności cenowej polskich produktów, która sprzyjała wzrostowi eksportu. Pomimo oddziaływania tych czynników saldo w handlu towarami w II połowie 2016 r. obniżyło się w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku, do czego przyczynił się wyższy niż rok wcześniej średnioroczny poziom cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz przejściowe spowolnienie eksportu w III kw., związane z niższą aktywnością w światowym przemyśle.

Saldo na rachunku obrotów bieżących w 2016 r. nadal obniżał relatywnie wysoki deficyt dochodów pierwotnych oraz niewielki deficyt dochodów wtórnych. Ujemne saldo dochodów pierwotnych wynikało przede wszystkim z utrzymującego się wysokiego poziomu dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich, uzyskanych w warunkach dobrej sytuacji przedsiębiorstw działających w Polsce oraz wysokich dochodów nierezydentów otrzymywanych z inwestycji portfelowych.

W 2016 r. saldo na rachunku kapitałowym obniżyło się, choć pozostało dodatnie (1,1% PKB wobec 2,4% w 2015 r.). Obniżenie się tego salda względem jego wysokości z poprzednich lat – szczególnie silne w II i III kw. 2016 r. – wynikało z niewielkiego napływu funduszy unijnych w związku z zakończeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013, przy jedynie nieznacznym napływie funduszy z perspektywy 2014-2020. W IV kw. wraz ze wzrostem napływu środków z bieżącej perspektywy, saldo na rachunku kapitałowym ponownie wzrosło i jego poziom był zbliżony do wartości z poprzednich lat.

Tabela 3 Bilans płatniczy (w mln PLN) w latach 2008-2016[7]

Bilans płatniczy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rachunek bieżący	-85 780	-54 261	-77 770	-81 497	-60 477	-21 039	-35 655	-11 232	-5 501
Saldo obrotów towarowych	-82 538	-33 187	-43 677	-54 790	-34 128	-1 345	-13 633	9 326	8 536
Saldo usług	17 983	21 715	13 174	21 073	25 145	32 070	37 922	45 625	59 785
Saldo dochodów pierwotnych	-24 209	-38 603	-47 108	-50 914	-50 874	-50 016	-58 369	-62 553	-69 189
Saldo dochodów wtórnych	2 984	-4 186	-159	3 134	-620	-1 748	-1 575	-3 630	-4 633
Rachunek kapitałowy	14 241	22 097	25 705	30 618	35 711	37 857	41 990	42 510	19 700
Rachunek finansowy	-100 814	-60 189	-92 927	-80 229	-37 275	-18 673	-19 558	5 332	3 883
Inwestycje bezpośrednie: aktywa	10 027	19 262	28 075	12 944	4 237	-10 502	21 297	15 702	36 772
Inwestycje bezpośrednie: pasywa	34 131	43 754	53 939	53 575	23 929	2 809	62 025	52 997	56 178
Inwestycje portfelowe: aktywa	-6 017	4 270	-488	-2 796	1 395	6 891	17 603	41 781	-24 524
Inwestycje portfelowe: pasywa	-14 023	47 935	87 130	47 426	65 455	7 289	9 964	29 457	-9 486
Pozostałe inwestycje: aktywa	-15 369	-17 026	11 878	11 060	7 179	5 286	12 751	20 146	8 894
Pozostałe inwestycje: pasywa	62 174	25 254	39 230	18 944	-11 669	11 064	1 098	-10 592	60 455
Pochodne instrumenty finansowe	2 727	5 850	1 789	525	-8 942	-2 200	-62	-3 551	620
Oficjalne aktywa rezerwowe	-9 900	44 398	46 118	17 983	36 571	3 014	1 940	3 116	89 268
Saldo błędów i opuszczeń	-29 275	-28 025	-40 862	-29 350	-12 509	-35 491	-25 893	-25 946	-10 316

Źródło: dane NBP.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym w 2016 r. – mimo obniżenia – była wyższa od deficytu na rachunku bieżącym. W efekcie łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pozostało dodatnie, co sprzyjało utrzymaniu dodatniego salda na rachunku finansowym oraz obniżeniu się ujemnej pozycji inwestycyjnej netto Polski. Na dodatnie saldo na rachunku finansowym złożyły się przede wszystkim – zwiększający polskie aktywa zagraniczne – wzrost rezerw walutowych NBP[8] oraz – prowadzący do wzrostu pasywów zagranicznych – wzrost zaangażowania zagranicznych inwestorów bezpośrednich, w dużej mierze w formie reinwestycji osiąganych w Polsce zysków.

Efektem powyższych zmian było utrzymanie wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski na korzystnym poziomie. W szczególności zarówno saldo obrotów handlowych, jak i saldo obrotów bieżących w relacji do PKB pozostały na historycznie najwyższych poziomach (Tabela 4).

[7] W przypadku rachunku finansowego prezentowane wielkości powinny być interpretowane następująco: dodatnia (ujemna) wielkość inwestycji rezydentów za granicą (pozycje: inwestycje bezpośrednie: aktywa, inwestycje portfelowe: aktywa, pozostałe inwestycje: aktywa, oficjalne aktywa rezerwowe) oznacza zwiększenie (zmniejszenie) polskich aktywów za granicą. Z kolei dodatnia (ujemna) wartość inwestycji nierezydentów w Polsce (pozycje: inwestycje bezpośrednie: pasywa, inwestycje portfelowe: pasywa, pozostałe inwestycje: pasywa) oznacza zwiększenie (zmniejszenie) polskich zobowiązań wobec zagranicy.

[8] Wzrostowi rezerw walutowych NBP towarzyszyło zwiększenie zobowiązań NBP z tytułu pozostałych inwestycji. Zmiany te w znacznym stopniu wynikały z przeprowadzanych przez NBP transakcji repo służących zarządzaniu rezerwami walutowymi.

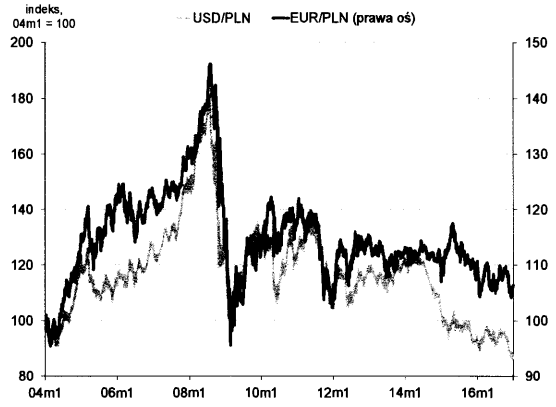
Tabela 4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2005-2016

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Saldo obrotów bieżących/PKB (w proc.)	-6,7	-4,0	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w proc.)	-5,6	-2,4	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,7	0,8
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (w proc.)	-5,1	-0,8	-2,1	-2,2	-0,6	1,9	1,4	3,1	3,7
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	4,0	5,2	5,5	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3	6,4
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w proc.)	56,8	58,7	65,5	70,8	70,2	69,8	72,7	71,6	75,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w proc.)	-56,0	-57,8	-65,1	-62,4	-65,4	-69,0	-69,1	-62,5	-62,0

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

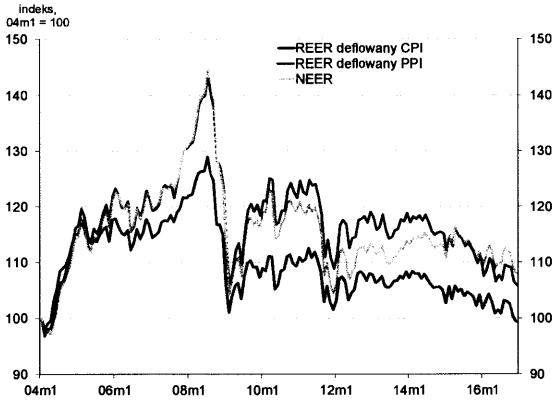
W 2016 r. nominalny efektywny kurs złotego kształtował się na niższym poziomie niż w 2015 r. (Wykres 20), co wspierało konkurencyjność cenową polskiego eksportu, a przez to utrzymywanie się nadwyżki w polskim handlu zagranicznym, a także – poprzez wyższe ceny importu – wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych. Zmiany kursu złotego względem głównych walut w ciągu roku były determinowane w znacznym stopniu przez czynniki zewnętrzne. W I połowie 2016 r. istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia kursu złotego była niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. W kierunku ograniczenia deprecjacji złotego oddziaływały natomiast oczekiwania na utrzymanie przez EBC ekspansywnej polityki pieniężnej. Natomiast w II połowie roku na osłabienie nominalnego efektywnego kursu złotego wpływały oczekiwania na podniesienie stóp procentowych przez Fed, które przełożyły się na wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych oraz aprecjację dolara (Wykres 19).

Wykres 19 Nominalny kurs złotego względem głównych walut w latach 2004-2016



Źródło: dane Bloomberg.
Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres 20 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2004-2016

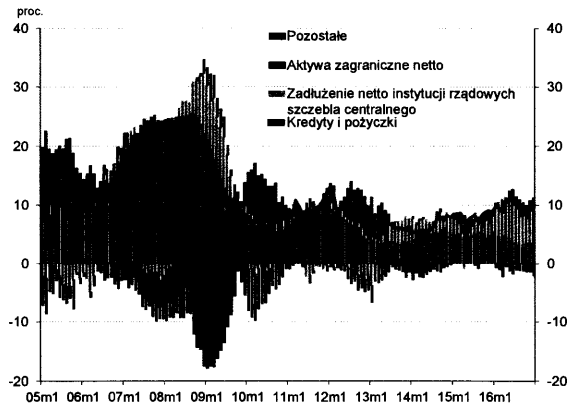


Źródło: dane Eurostat, OECD, Reuters, obliczenia NBP.
Wzrost oznacza aprecjację.

Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2016 r. dynamika podaży pieniądza M3 wzrosła w stosunku do roku poprzedniego (9,7% r/r względem 8,2% r/r[9]). Na przyrost pieniądza M3 złożyło się zwiększenie depozytów, przede wszystkim o charakterze bieżącym, a także gotówki. Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza w 2016 r. był wyższy niż w poprzednich latach przyrost zadłużenia sektora rządowego szczebla centralnego w bankach komercyjnych (w tempie 37,7% r/r wobec 10,0% r/r w poprzednim roku; Wykres 21)[10]. Źródłem kreacji pieniądza była także nadal rosnąca akcja kredytowa dla pozostałych sektorów gospodarki, przede wszystkim gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Kredyty dla podmiotów niemonetarnych[11] w 2016 r. rosły w stabilnym tempie (4,3% r/r wobec 5,2% r/r w poprzednim roku; Wykres 22).

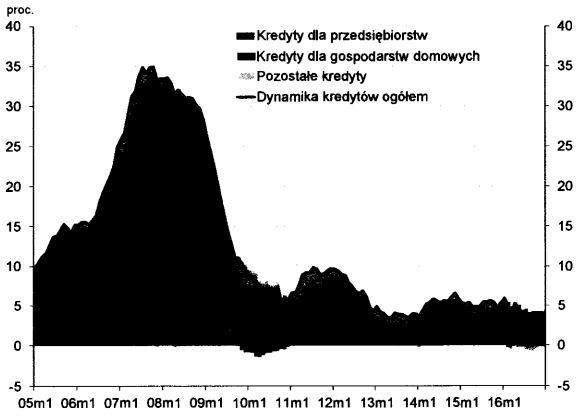
Wykres 21 Roczna dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych czynników kreacji pieniądza w latach 2005-2016



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe *obejmuje: (i) należności monetarnych instytucji finansowych z tytułu dłużnych oraz udziałowych papierów wartościowych; (ii) aktywa trwałe (bez aktywów finansowych); oraz (iii) zobowiązania finansowe o terminie pierwotnym powyżej 2 lat, które nie są uwzględniane w agregacie monetarnym M3 i w związku z tym – w celu zapewnienia porównywalności – są ujęte w statystyce czynników kreacji pieniądza ze znakiem minus.*

Wykres 22 Roczna dynamika kredytów dla sektora niemonetarnego oraz wkład głównych składowych w latach 2005-2016



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe *obejmuje sektory niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych.*

Akcja kredytowa w sektorze gospodarstw domowych w 2016 r., podobnie jak w poprzednich latach, rosła w stabilnym tempie, na co złożył się głównie nieco szybszy przyrost kredytów konsumpcyjnych oraz stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych, następujący pomimo zaostrzenia kryteriów i warunków ich udzielania (Wykres 23) [12, 13, 14]. Wzrostowi kredytów dla tego sektora sprzyjała

[9] Omawiane w tym załączniku dynamiki odnoszą się do średnich rocznych zmian transakcyjnych w danych okresach.

[10] Wzrost zaangażowania sektora bankowego w skarbowe papiery wartościowe można częściowo wiązać z obowiązywaniem od lutego 2016 r. ustawy z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych, która wyłącza obligacje skarbowe z podstawy opodatkowania.

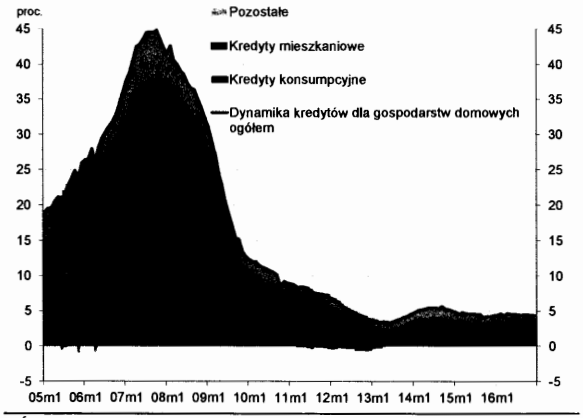
[11] Sektor podmiotów niemonetarnych obejmuje gospodarstwa domowe, niemonetarne instytucje finansowe, przedsiębiorstwa, instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych, instytucje samorządowe i fundusze ubezpieczeń społecznych.

[12] Zgodnie w wymogami Rekomendacji S Komisji Nadzoru Finansowego, w ostatnich latach banki zobowiązane były do corocznego obniżania progu maksymalnej wartości udzielanego kredytu w relacji do wartości nieruchomości (wskaźnik LtV). W 2016 r. wskaźnik ten został obniżony do 85% względem 90% w 2015 r.

[13] Średnioroczna dynamika kredytów konsumpcyjnych w 2016 r. wyniosła 8,2% r/r wobec 6,3% r/r w poprzednim roku, natomiast kredytów mieszkaniowych odpowiednio 2,8% r/r i 3,1% r/r. Podobnie jak w poprzednim roku dynamicznemu

poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych związana z dobrą sytuacją na rynku pracy oraz wypłatami świadczeń wychowawczych. W kierunku wyższej dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych w 2016 r. oddziaływał również niższy niż w poprzednich latach poziom stóp procentowych[15] oraz – w przypadku kredytów konsumpcyjnych – złagodzenie polityki kredytowej przez banki.

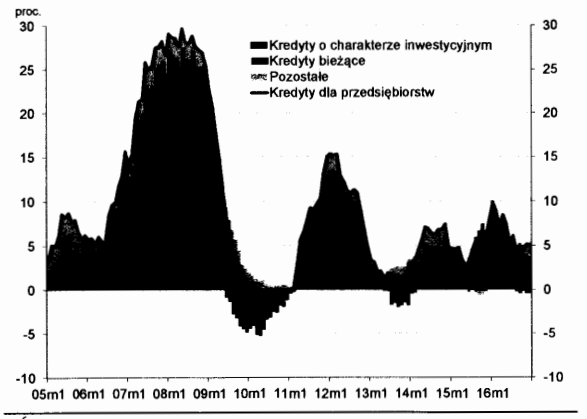
Wykres 23 Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych w latach 2005-2016



Źródło: dane NBP.

Do kategorii Pozostałe *zaliczane są operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorstw.*

Wykres 24 Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych w latach 2005-2016



Źródło: dane NBP.

Do kategorii Pozostałe *zaliczane są m.in. kredyty na zakup papierów wartościowych lub kredyty eksportowe.*

Istotnym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego w 2016 r. był również wyższy niż w poprzednim roku wzrost kredytów dla przedsiębiorstw (Wykres 24)[16, 17]. Głównym czynnikiem zwiększania się zadłużenia firm z tytułu kredytów – podobnie jak w poprzednich latach – był wzrost kredytów inwestycyjnych, który następował pomimo relatywnie niskiej aktywności inwestycyjnej firm w 2016 r. Sprzyjała temu wysoka dostępność kredytów dla przedsiębiorstw oraz niższe niż w poprzednich latach ich oprocentowanie. Jednocześnie wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw oraz zaostrzenie przez banki kryteriów i warunków kredytowych, w tym głównie zwiększenie pozaodsetkowych kosztów kredytu, podwyższały skłonność przedsiębiorstw do finansowania

wzrostowi złotowych kredytów mieszkaniowych w 2016 r. (w tempie 10,6% r/r wobec 10,8% r/r w 2015 r.) towarzyszył systematyczny spadek portfela kredytów walutowych (w tempie -6,5% r/r zarówno w 2016 r., jak i w 2015 r.)

[14] Czynnikiem wspierającym wzrost kredytów mieszkaniowych w 2016 r. był program „Mieszkanie dla Młodych", chociaż jego pozytywny wpływ miał miejsce jedynie w I połowie 2016 r. W związku z wykorzystaniem całości środków przeznaczonych na 2016 r. przydzielanie środków zaplanowanych na 2017 r. rozpoczęło się już w I kw. 2016 r. Jednak również i ta pula została wykorzystana na początku III kw. 2016 r., przez co w II połowie 2016 r. program nie stanowił czynnika wsparcia akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych.

[15] Średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych w 2016 r. wyniosło 7,9% wobec 8,6% w poprzednim roku. Natomiast średnie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych nie zmieniło się względem roku poprzedniego i wyniosło 4,4%.

[16] Średnioroczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w 2016 r. wyniosła 6,5% r/r wobec 5,1% r/r w poprzednim roku. Kredyty inwestycyjne przedsiębiorstw rosły w średniorocznym tempie równym 8,2% r/r wobec 6,0% r/r w 2015 r., natomiast kredyty bieżące – odpowiednio 2,6% r/r i 5,2% r/r.

[17] Wyższa niż przed rokiem dynamika kredytów dla przedsiębiorstw może po części wynikać z jednorazowej transakcji dokonanej przez jeden podmiot na początku 2016 r. dotyczącej zamiany zadłużenia zagranicznego na krajowe w kwocie ok. 3,2 mld zł. Transakcja ta wpłynęła na dynamikę kredytów inwestycyjnych (stanowiąc ok. 18% całkowitego rocznego wzrostu zadłużenia firm z tytułu kredytów inwestycyjnych), a wygaśnięcie jej wpływu na początku 2017 r. znalazło odzwierciedlenie w niższej dynamice tej kategorii kredytu.

bieżącej działalności środkami własnymi[18]. Czynniki te stanowiły ograniczenie dla wzrostu kredytów bieżących, których dynamika w 2016 r. istotnie się obniżyła, a w II połowie 2016 r. była ujemna.

[18] Wskazuje na to m.in. systematycznie zmniejszający się odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt.

Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

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 rosnąć, 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 rosnąć. 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 zwiększyłoby 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 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 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 ryzyka 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 niezmienione 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 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 11 marca 2016 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady uznali, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej. Zwracano uwagę, że w głównych gospodarkach rozwiniętych – w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – utrzymuje się stabilny wzrost konsumpcji, związany z kontynuacją poprawy sytuacji na tamtejszych rynkach pracy. Wskazywano jednak, że wzrost PKB w obu gospodarkach jest ograniczany przez niską dynamikę inwestycji i osłabienie wzrostu eksportu. Podkreślano, że do obniżenia dynamiki eksportu, zwłaszcza strefy euro, przyczynia się pogorszenie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, w szczególności w Chinach. Wskazywano dodatkowo na obserwowane w wielu gospodarkach pogorszenie koniunktury w przemyśle i jej znaczne wahania. Osłabienie eksportu i powiązane z tym pogorszenie koniunktury w sektorze przemysłowym jest widoczne także w Niemczech. Może ono oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki polskiego eksportu i produkcji przemysłowej, co wynika z silnych powiązań polskiego i niemieckiego sektora przemysłowego w ramach tzw. globalnych sieci podaży. Jednocześnie podkreślano, że pomimo osłabienia eksportu w niemieckiej gospodarce utrzymuje się ożywienie, któremu sprzyja wzrost popytu krajowego, częściowo stymulowany przez zwiększone wydatki publiczne.

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

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

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

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

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

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

dodatnia, a w krajowym sektorze przemysłowym utrzymują się korzystne nastroje. Wskazywano także, iż stabilnemu wzrostowi popytu krajowego sprzyja również umiarkowany wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę, że badania ankietowe nie wskazują, by problemy z dostępnością finansowania były istotną przeszkodą przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez polskie przedsiębiorstwa.

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

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, wskazywano na wciąż ujemną dynamikę cen, której głównym powodem jest nadal – podobnie jak w innych krajach – spadek cen surowców, który nastąpił w ostatnich kwartałach. W kierunku obniżenia dynamiki CPI oddziałuje dodatkowo niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski. Podkreślano, że niskiej dynamice cen towarów i usług konsumpcyjnych w kraju sprzyja również brak presji płacowej, pomimo wyraźnej poprawy na rynku pracy. Część członków Rady wskazywała przy tym na utrzymującą się niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali ponadto opinię, że w kierunku niższych cen żywności oddziałuje embargo na eksport towarów żywnościowych do Rosji. Wskazywali oni również na utrzymującą się ujemną dynamikę cen odzieży i obuwia, która może być – ich zdaniem – pogłębiana przez obniżenie popytu zagranicznych konsumentów na te towary, związane m.in. z trwającą w Rosji i Ukrainie recesją i silną deprecjacją ich walut.

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

Dyskutując na temat skutków ujemnej dynamiki CPI w Polsce, część członków Rady wskazywała, że jak dotąd nie widać negatywnych zjawisk związanych z deflacją, w szczególności odkładania

wydatków przez gospodarstwa domowe oraz inwestycji przez przedsiębiorstwa. Niektórzy z nich zwracali ponadto uwagę, że ryzyko utrwalenia się deflacji w Polsce jest niskie ze względu na bardzo dobrą sytuację na polskim rynku pracy, której efektem jest stabilny wzrost nominalnych płac. Inni członkowie Rady oceniali z kolei, że wraz z przedłużaniem się okresu ujemnej dynamiki cen ryzyko odkładania wydatków, zwłaszcza inwestycyjnych finansowanych kredytem, przez podmioty gospodarcze się zwiększa. W związku z tym członkowie Rady uznali, że należy nadal monitorować wpływ niskiej dynamiki cen na zachowania podmiotów gospodarczych.

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

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

Większość członków Rady wyrażała także opinię, że w tych warunkach utrzymywanie obecnego poziomu stóp procentowych pozwala zachować przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w razie wystąpienia negatywnych wstrząsów, które miałyby prowadzić do pogorszenia koniunktury i obniżenia dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali konieczności obniżenia stóp procentowych w przypadku pojawienia się sygnałów negatywnych zjawisk związanych z procesami deflacyjnymi, choć obecnie prawdopodobieństwo ich wystąpienia oceniali jako niskie.

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

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

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

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady ocenili, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Jednocześnie podkreślano, że w gospodarce globalnej utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca przyszłej koniunktury. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze. Oceniono, że utrzymujący się w tej strefie wzrost zatrudnienia i płac, a także rosnąca produkcja przemysłowa i pewna poprawa wskaźników koniunktury, sygnalizują prawdopodobne utrzymanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego także w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do sytuacji w Stanach Zjednoczonych zwracano uwagę, że koniunktura w tym kraju pozostaje relatywnie korzystna. Jednocześnie zaznaczano, że napływające w ostatnim okresie dane utrudniają jednoznaczną ocenę perspektyw aktywności w tej gospodarce. Podkreślano, że czynnikiem niepewności dla przyszłej koniunktury w krajach rozwiniętych – zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i w strefie euro – pozostaje skala osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz jego przełożenie na gospodarki rozwinięte. W tym kontekście wskazywano na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach, o czym świadczy obniżająca się dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz silny spadek eksportu. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na nieznaczne ożywienie inwestycji w tej gospodarce w ostatnim czasie, które może być związane z luzowaniem polityki gospodarczej i sygnalizować zmniejszenie ryzyka istotnego spadku dynamiki PKB w Chinach w kolejnych kwartałach. Odnosząc się do koniunktury pozostałych gospodarek wschodzących, członkowie Rady podkreślali, że w Rosji i Brazylii trwa recesja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że czynnikiem ryzyka dla poprawy koniunktury w gospodarce rosyjskiej oraz dla stabilności jej finansów publicznych może być ewentualny dalszy spadek cen surowców energetycznych oraz zaprzestanie importu tych surowców przez niektórych ich odbiorców. Z kolei na perspektywy wzrostu gospodarki brazylijskiej negatywnie oddziałuje pogłębiający się tam kryzys polityczny.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych członkowie Rady wskazywali, że pomimo ich nieznacznego wzrostu w ostatnich dwóch miesiącach, utrzymują się one na niskim poziomie. Oceniano, że niskie ceny surowców pozostają główną przyczyną bardzo niskiej dynamiki cen na świecie. Jednocześnie wskazywano na istotną zmienność cen surowców w ostatnim czasie oraz niepewność co do ich kształtowania się w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że w kolejnych miesiącach ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, mogą ponownie się obniżyć. Wśród czynników mogących negatywnie wpływać na ceny wskazywano wzrost podaży ropy naftowej związany ze zniesieniem sankcji na eksport z Iranu przy braku znaczącego obniżenia jej produkcji w Stanach Zjednoczonych, a także możliwy wzrost eksportu surowców energetycznych z Rosji. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym czasie możliwy jest wzrost cen ropy naftowej w sytuacji uzgodnienia przez kraje OPEC i Rosję limitów wydobycia tego surowca.

Wskazywano, że wzrost cen surowców oraz pewne osłabienie obaw o koniunkturę na świecie przyczyniło się do poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. W efekcie wzrosły ceny wielu aktywów finansowych, w tym ceny akcji i kursy walutowe gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że poprawa sentymentu

rynkowego jest przejściowa i nie da się wykluczyć ponownego spadku cen akcji na giełdach światowych w kolejnych kwartałach.

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

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

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

Omawiając perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach prawdopodobnie utrzyma się stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB może nawet wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem wspierającym wzrost popytu konsumpcyjnego będzie dalsze zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikające zarówno z postępującego wzrostu zatrudnienia i płac nominalnych jak również uruchomienia programu Rodzina 500+. Z kolei postępujący wzrost konsumpcji, poprawiający perspektywy sprzedaży firm,

może – w opinii niektórych członków Rady – przyczyniać się do przyspieszenia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że skłonność firm do inwestowania może być ograniczana przez utrzymującą się podwyższoną niepewność co do perspektyw koniunktury i uwarunkowań działalności firm. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy będą prowadziły do stopniowego domykania się luki popytowej i zbliżania się obserwowanej stopy bezrobocia do stopy równowagi, tzw. stopy NAWRU, co powinno przyczyniać się do wzrostu krajowej presji popytowej.

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

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

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

Członkowie Rady zaznaczali, że pod koniec bieżącego roku oczekiwany jest powrót dynamiki cen do dodatniego poziomu. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniać się będzie rosnący popyt konsumpcyjny dodatkowo wspierany przez program „Rodzina 500+", a także oczekiwany wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy wynikający z postępującej poprawy sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że negatywnie na dynamikę cen w kolejnych kwartałach oddziaływać może – oczekiwany przez tych członków Rady – dalszy spadek cen surowców energetycznych na świecie, a także aprecjacja złotego obniżająca ceny towarów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę na pewne umocnienie złotego w ostatnich miesiącach, do którego przyczyniło się m.in. luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w średnim okresie wzrost dynamiki cen może być także ograniczany

przez wzrost zdolności wytwórczych w gospodarce wynikający z realizowanych projektów inwestycyjnych.

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

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP członkowie Rady uznali, że na obecnym posiedzeniu powinny one zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne, a deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W efekcie niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych przy oczekiwanym wzroście dynamiki cen w ciągu roku będzie prowadziła do obniżania się realnych stóp procentowych. Członkowie Rady oceniali, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Część członków Rady wskazywała dodatkowo na potrzebę uwzględniania wpływu poziomu stóp procentowych na ryzyko dla stabilności finansowej.

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

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

Niektórzy członkowie Rady wyrażali z kolei opinię, że biorąc pod uwagę relatywnie wysoką dynamikę PKB i korzystne perspektywy wzrostu gospodarczego, wspierane dodatkowo przez zmniejszenie restrykcyjności polityki fiskalnej, w najbliższych kwartałach uzasadnione będzie raczej

utrzymywanie stóp na niezmienionym poziomie, a nawet może być wskazane rozważenie okoliczności zmiany nastawienia polityki pieniężnej.

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

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

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

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

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

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

Członkowie Rady oceniali, że spowolnienie wzrostu gospodarczego na początku br. było prawdopodobnie przejściowe. W kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna nieco przyspieszyć,

choć – jak podkreślała część członków Rady – możliwość silnego wzrostu PKB jest ograniczana przez umiarkowaną dynamikę aktywności gospodarczej za granicą.

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

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

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

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

wyraźnego wzrostu inflacji w Polsce, nawet przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki aktywności gospodarczej.

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

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

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na 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 8 czerwca 2016 r.

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

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

Polski. Poprawa ta – wraz z dalszym ożywieniem niemieckiego popytu wewnętrznego – przyczyniła się do przyspieszenia wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się czynniki niepewności dla koniunktury gospodarczej i sytuacji politycznej w krajach strefy euro oraz pozostałych gospodarkach UE. Wśród czynników tych wymieniano ewentualną decyzję Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej, rozwój sytuacji politycznej we Francji i Hiszpanii, możliwe ponowne nasilenie problemów z zadłużeniem Grecji oraz kryzys imigracyjny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na niepewność dotyczącą skuteczności działań EBC w zakresie pobudzenia aktywności gospodarczej w strefie euro.

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

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

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

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

Podkreślano, że wzrost PKB w I kw. był wspierany głównie przez stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego, a także zwiększenie zapasów. Rosnącej konsumpcji sprzyjała w szczególności

bardzo dobra sytuacja na krajowym rynku pracy, odzwierciedlona w rekordowo wysokim zatrudnieniu oraz historycznie niskiej stopie bezrobocia. W tym kontekście część członków Rady oceniała, że poziom zatrudnienia może być nawet wyższy niż wskazują oficjalne statystyki ze względu na znaczną liczbę pracowników z Ukrainy nieujętych w tych statystykach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi zatrudnienia sprzyja rosnąca aktywność zawodowa osób starszych oraz wydłużający się okres utrzymywania zatrudnienia przez osoby w wieku emerytalnym. Z kolei inni członkowie Rady oceniali, że wzrost zatrudnienia w ostatnich miesiącach mógł po części wynikać z oskładkowania umów cywilnoprawnych prowadzącego do zmian formy zatrudnienia części pracowników. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że choć średnia stopa bezrobocia w Polsce jest niska, to w niektórych częściach kraju bezrobocie pozostaje stosunkowo wysokie.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej większość członków Rady oceniała, że spadek dynamiki PKB w I kw. br. był przejściowy. Część członków Rady wskazywała, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien przyspieszyć, choć będzie prawdopodobnie nieco niższy niż oczekiwano w marcowej projekcji. Natomiast zdaniem niektórych członków Rady, dynamikę PKB może w najbliższych kwartałach ograniczać niska dynamika inwestycji związana częściowo z niepewnością dotyczącą przyszłej koniunktury. Z kolei inni członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB już w II kw. może wyraźnie wzrosnąć i być wyższa od prognoz. W tym kontekście wskazywali oni na znaczne przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy w kwietniu. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie wysokiej dynamice PKB w kolejnych kwartałach powinno sprzyjać przyspieszenie wzrostu konsumpcji wspierane przez kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz uruchomienie wypłat świadczeń z Programu „Rodzina 500plus". Część członków Rady oceniała, że również perspektywy inwestycji pozostają stosunkowo korzystne. Wskazywali oni na wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm i ich dobrą sytuację finansową, a także prawdopodobne rozpoczęcie wydatkowania środków z nowej perspektywy budżetowej UE w II połowie br. Zaznaczano, że do wzrostu dynamiki inwestycji może się przyczynić ewentualne uruchomienie zapowiadanego rządowego programu wspierania inwestycji, choć istnieje niepewność dotycząca kształtu i momentu jego wprowadzenia. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi domknięcie luki popytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że jednoznaczna ocena perspektyw koniunktury w kolejnych kwartałach jest utrudniona ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą otoczenia polskiej gospodarki oraz perspektyw inwestycji.

Analizując procesy cenowe w Polsce, zwracano uwagę, że dynamika cen pozostaje ujemna. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że do utrzymywania się deflacji przyczyniają się przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii niektórych członków Rady ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych mogą także oddziaływać zmiany strukturalne w handlu detalicznym, tj. rosnący udział sklepów dyskontowych w tym rynku. Wskazywano, że w gospodarce nie ma obecnie presji kosztowej. Zwracano uwagę, że dynamika PPI jest nadal ujemna, jednak ceny producenta po wyłączeniu dóbr związanych z energią są już wyższe niż rok temu. Utrzymywaniu się niskiej dynamiki PPI sprzyja nadal umiarkowany – pomimo bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy – wzrost wynagrodzeń. W opinii niektórych członków Rady czynnikiem

ograniczającym dynamikę płac w gospodarce jest stosunkowo duża liczba pracowników z Ukrainy – otrzymujących prawdopodobnie relatywnie niskie wynagrodzenia – zatrudnionych na polskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że pomimo umiarkowanego tempa wzrostu płac zwiększa się ich udział w kosztach operacyjnych przedsiębiorstw.

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

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen, członkowie Rady oceniali, że choć w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna, to pod koniec bieżącego roku powinna być dodatnia, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobnie powróci w pobliże dolnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen – oprócz wygasania efektów wcześniejszych silnych spadków cen surowców na rynkach światowych – przyczyniać się będzie prognozowane przyspieszenie wzrostu płac oraz zwiększenie świadczeń społecznych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyraźne przyspieszenie płac w kwietniu może być sygnałem pojawienia się pewnej presji płacowej w gospodarce. Wyrażali oni również opinię, że przyspieszenie wzrostu konsumpcji i zwiększenie jej wkładu do wzrostu PKB może przyczynić się do silniejszej reakcji cen na zmiany zachodzące w gospodarce realnej i szybszego od oczekiwań wzrostu dynamiki CPI. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrost dynamiki płac w kwietniu mógł być związany z przesunięciami premii w górnictwie, a dane za I kw. dotyczące całej gospodarki nie wskazują na wzrost presji płacowej.

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

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmienionym poziomie. Do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen

przyczyniają się bowiem głównie czynniki zewnętrzne. Jednocześnie deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Ponadto ujemnej dynamice cen towarzyszy nadal relatywnie dobra koniunktura oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

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

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

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

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

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

Analizując sytuację w Stanach Zjednoczonych, wskazywano na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podkreślano, że ocena przyszłej koniunktury w tej gospodarce jest utrudniona, ponieważ utrzymującemu się wzrostowi wydatków konsumpcyjnych i sprzedaży

detalicznej towarzyszą słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz dalszy spadek produkcji przemysłowej.

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

Zwracano uwagę, że w takich warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Zaznaczano, że w czerwcu EBC rozpoczął skup obligacji korporacyjnych. Część członków Rady oceniała, że wobec nasilenia ryzyk dla przyszłej koniunktury w strefie euro, okres utrzymywania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przez EBC może zostać wydłużony. Z kolei w Stanach Zjednoczonych stopy procentowe znajdują się na niezmienionym poziomie, a niejednoznaczne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej zwiększają niepewność co do kolejnych decyzji Rezerwy Federalnej.

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

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

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

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, członkowie Rady oceniali, że po przejściowym spowolnieniu wzrostu PKB na początku br., w kolejnych kwartałach będzie się utrzymywał stabilny wzrost gospodarczy, na co wskazuje także lipcowa projekcja. Podkreślano jednocześnie, że prognozowana dynamika PKB w lipcowej projekcji jest istotnie niższa niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie nieco wyższa niż przewiduje lipcowa projekcja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie ścieżki PKB w lipcowej projekcji wynikało po części z uwzględnienia słabszych danych z gospodarki realnej w I kw. br., które – ze względu na ich przejściowy charakter – nie powinny mieć istotnego wpływu na oczekiwany wzrost aktywności w kolejnych kwartałach. Członkowie Rady oceniali, że wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez wzrost konsumpcji, który prawdopodobnie przyśpieszy. Rosnącemu popytowi konsumpcyjnemu będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z rosnącego funduszu płac i wypłat świadczeń wychowawczych. Czynnikiem pobudzającym konsumpcję w kolejnych latach może być zapowiadana podwyżka płacy minimalnej, która – według niektórych członków Rady – przełoży się prawdopodobnie także na wzrost płac lepiej zarabiających pracowników. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że istnieje niepewność dotycząca wpływu podniesienia płacy minimalnej na wielkość zatrudnienia.

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

Analizując potencjalne skutki wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE na polską gospodarkę, podkreślano, że ich ocena jest obarczona wysoką niepewnością. Część członków Rady wyrażała opinię, że wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na krajową aktywność gospodarczą będzie prawdopodobnie niewielki. Oceniano także, że efekty ewentualnych zmian warunków prowadzenia wymiany handlowej i dostępu do brytyjskiego rynku pracy będą ograniczone i rozłożone w czasie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ prawdopodobnego osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki związanego z decyzją Wielkiej Brytanii na polski eksport będzie łagodzony przez pewne

osłabienie złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że w przypadku ewentualnej aprecjacji złotego wzrost eksportu może spowolnić, co – wobec oczekiwanego silnego popytu wewnętrznego wspierającego wzrost importu – może przyczyniać się do powstawania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących. Inni członkowie Rady oceniali, że podwyższona niepewność związana z decyzją Wielkiej Brytanii może skłaniać inwestorów do realokacji kapitału z gospodarki brytyjskiej do innych gospodarek europejskich, w tym do Polski.

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

Większość członków Rady oceniała, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także opinię, że ze względu na stabilne – choć niskie – oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych ryzyko pojawienia się negatywnych efektów deflacji w przyszłości jest również ograniczone. Niektórzy członkowie Rady byli z kolei zdania, że utrzymująca się deflacja może być jednym z czynników ograniczających aktywność inwestycyjną firm. Członkowie ci wskazywali, że ze względu na deflację realny koszt kredytu jest wyższy niż nominalny. W ich opinii deflacja zwiększa również niepewność dotyczącą przyszłej rentowności działalności przedsiębiorstw, co może pogarszać ocenę perspektyw koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że relatywnie płytka deflacja może jedynie zniechęcać do realizacji inwestycji o niskiej oczekiwanej stopie zwrotu. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że spadek cen może zwiększać skłonność firm do realizowania inwestycji modernizacyjnych ze względu na potrzebę wzrostu wydajności pracy i obniżenie kosztów produkcji w warunkach spadających cen zbytu.

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

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

członków Rady – zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczała, że decyzja Rady powinna także uwzględniać wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego sektora finansowego.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

kwartałach sprzyjać powinny także stopniowo ujawniające się efekty zwiększonych wypłat świadczeń wychowawczych.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

zwiększa długookresowe ryzyka dla chińskiej gospodarki. Z kolei w Rosji zmniejszenie skali recesji jest głównie związane z obserwowanym od początku roku wzrostem cen ropy naftowej.

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

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

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

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

w kolejnych kwartałach może dodatkowo oddziaływać podwyższenie płacy minimalnej od początku 2017 r.

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

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji stopniowo maleje. Oceniano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynia się głównie wygasanie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych. Wskazywano ponadto, że w kierunku wyższej dynamiki cen może oddziaływać także stopniowe przyśpieszenie wzrostu płac w Polsce, przekładające się na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Zwracano uwagę, że osłabienie tendencji deflacyjnych potwierdzają również dane o cenach produkcji sprzedanej przemysłu, w szczególności utrzymująca się od początku br. dodatnia wartość tego wskaźnika po wyłączeniu wpływu cen energii. Wskazywano też, że wskaźnik cen dóbr konsumpcyjnych pozostających pod wpływem krajowej koniunktury od kilku miesięcy jest wyraźnie wyższy od zera. Większość członków Rady oceniała przy tym, że nadal nie ma sygnałów, by deflacja wpłynęła negatywnie na aktywność większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że należy wciąż analizować sytuację ekonomiczną firm oraz zachowanie konsumentów pod kątem ewentualnych negatywnych efektów ujemnej dynamiki cen.

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

pracy na dynamikę cen może być przez jakiś czas łagodzony przez obniżenie marż przez przedsiębiorstwa.

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 listopada 2016 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do jego perspektyw. W trakcie dyskusji na temat sytuacji w strefie euro podkreślano, że dane o rachunkach narodowych potwierdziły stabilny wzrost PKB w tej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niższy niż przed światowym kryzysem finansowym poziom inwestycji. Wskazywano, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost gospodarczy w strefie euro może spowolnić w kolejnych kwartałach, jednak skala tego spowolnienia nie powinna być znacząca. Podkreślano, że w ostatnim okresie pojawiły się sygnały wskazujące na możliwość ożywienia w europejskim przemyśle i sektorze eksportowym. W szczególności nastroje

w europejskim przemyśle są najlepsze od kilku lat, na co wpłynął m.in. wyraźny wzrost zamówień eksportowych. Podkreślano, że może to w dalszej perspektywie oddziaływać korzystnie na dynamikę polskiej produkcji przemysłowej, zwłaszcza przeznaczonej na eksport.

Oceniano, że poprawa sytuacji w europejskim przemyśle może mieć związek ze stabilizacją koniunktury w otoczeniu strefy euro. W tym kontekście wskazywano na przyśpieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych oraz stabilizację koniunktury w Chinach. Zaznaczano, że – w świetle bieżących prognoz – wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w przyszłym roku powinien być wyższy niż w br., do czego przyczyni się stabilny wzrost konsumpcji i odbudowa inwestycji. Część członków Rady podkreślała w związku z tym, że czynnikiem niepewności dla amerykańskiej gospodarki jest możliwość zmian w polityce gospodarczej po wyborach w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano jednak, że na razie bardzo trudno ocenić skalę tych zmian oraz ich wpływ na koniunkturę. Zwracano uwagę, że w Chinach dynamika PKB – pomimo stabilizacji w ostatnich kwartałach – jest najniższa od globalnego kryzysu finansowego. Część członków Rady wskazywała na obniżenie się dynamiki kredytu i inwestycji infrastrukturalnych w tym kraju w III kw., co może świadczyć o zmniejszającej się skali stymulacji fiskalnej i monetarnej w Chinach. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę na możliwość ponownego osłabienia wzrostu PKB w części gospodarek wschodzących, związanego z pewnym obniżeniem się cen ropy naftowej na światowych rynkach w ostatnim okresie.

W trakcie dyskusji na temat procesów inflacyjnych za granicą podkreślano, że dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki jest nadal bardzo niska, choć w ostatnim okresie nieco wzrosła. Oceniano, że do wzrostów rocznych wskaźników inflacji przyczyniły się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny ropy naftowej przekładające się stopniowo na wzrost rocznej dynamiki cen energii. Zwracano uwagę, że kontrakty terminowe na ropę naftową wskazują na wzrost cen tego surowca w kolejnych kwartałach. Jednak – w opinii niektórych członków Rady – wzrost ten nie będzie znaczący z uwagi na obniżenie kosztów wydobycia ropy w Stanach Zjednoczonych oraz prawdopodobne zwiększenie eksportu przez niektórych innych producentów tego surowca. Wskazywano także na podwyższoną niepewność co do poziomu cen ropy ze względu na możliwe trudności w osiągnięciu porozumienia dotyczącego obniżenia wydobycia tego surowca na zbliżającym się szczycie Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC).

Odnosząc się do polityki pieniężnej na świecie, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Zwrócono uwagę, że EBC nie potwierdził zamiaru zmniejszenia skali zakupu aktywów w najbliższych miesiącach. Podkreślano ponadto, że Rezerwa Federalna – po podwyżce w grudniu ub.r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie, sygnalizując ich prawdopodobny wzrost w przyszłości. Oceniano jednak, że – z uwagi na wyniki amerykańskich wyborów – niepewność co do terminu kolejnej podwyżki stóp procentowych przez Fed wzrosła. Wskazywano też, że wyniki wyborów w Stanach Zjednoczonych są czynnikiem, który może zwiększyć zmienność na międzynarodowych rynkach finansowych.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że w Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, choć dane o produkcji i sprzedaży detalicznej za III kw. wskazują na pewne osłabienie dynamiki PKB w ostatnim okresie. Zwracano także uwagę na pogorszenie nastrojów w przemyśle w październiku. Wskazywano również, że nadal obniża się

produkcja budowlano-montażowa, do czego przyczynia się spadek inwestycji związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Część członków Rady oceniała, że w kierunku słabszej dynamiki inwestycji, szczególnie małych i średnich firm, może dodatkowo oddziaływać utrzymująca się niepewność dotycząca otoczenia regulacyjnego przedsiębiorstw. Jednocześnie – jak podkreślała część członków Rady – utrzymuje się bardzo dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym, co wpływa korzystnie na dynamikę inwestycji w tym sektorze. Zaznaczano przy tym, że wzrost gospodarczy jest nadal wspierany głównie przez stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny. Wzrostowi konsumpcji sprzyja systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus".

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że – w świetle wyników listopadowej projekcji – wzrost gospodarczy w IV kw. prawdopodobnie utrzyma się na obniżonym poziomie, lecz w kolejnych kwartałach powinien przyśpieszyć. Jak podkreślali członkowie Rady, głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach pozostanie konsumpcja, której dynamika ma być wyższa w przyszłym roku. Przyśpieszenie wzrostu PKB w przyszłym roku będzie wspierane także przez oczekiwane zwiększenie się inwestycji, związane z wyższym stopniem absorpcji środków unijnych. O prawdopodobnym wyraźnym wzroście wykorzystania funduszy unijnych w przyszłym roku świadczy zwiększenie liczby podpisanych umów na realizację projektów w ramach nowej perspektywy finansowej UE. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ewentualne ograniczenia możliwości współfinansowania wydatków inwestycyjnych przez niektóre samorządy. W ocenie niektórych członków Rady w kolejnych kwartałach powinny także wzrosnąć inwestycje przedsiębiorstw, czemu – w warunkach dobrej sytuacji finansowej firm oraz wysokiego wykorzystania ich zdolności produkcyjnych – będzie sprzyjać zmniejszanie się niepewności dotyczącej ich otoczenia regulacyjnego.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji maleje. Wskazywano, że roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w październiku br. był jedynie nieznacznie ujemny. Podkreślano, że na wygasanie tendencji deflacyjnych wskazuje również obserwowana po raz pierwszy od czterech lat dodatnia roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Oceniano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynia się głównie wygasanie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych. Zwracano ponadto uwagę, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziałuje także wyższy niż w poprzednich kwartałach wzrost płac w Polsce. Zaznaczano jednak, że czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest nadal niski wzrost cen za granicą oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. Wskazywano przy tym na wciąż ujemny poziom większości wskaźników inflacji bazowej.

Odnosząc się do perspektyw kształtowania się cen, członkowie Rady zwracali uwagę, że – zgodnie z listopadową projekcją – dynamika cen będzie nadal stopniowo rosnąć i w nadchodzących kwartałach stanie się dodatnia. Projekcja wskazuje też, że w kolejnych latach inflacja będzie się kształtować w pobliżu dolnej granicy odchyleń od celu NBP. Oprócz wygaśnięcia efektów wcześniejszych spadków cen surowców wzrostowi cen w przyszłym roku będzie sprzyjało oczekiwane w projekcji przyśpieszenie wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że dynamika cen w przyszłym roku może być nieco niższa, niż przewiduje listopadowa projekcja.

Jako czynniki mogące oddziaływać w kierunku niższej niż w projekcji dynamiki cen członkowie ci wymieniali ewentualność obniżenia się cen surowców na światowych rynkach oraz możliwość wolniejszego w porównaniu do projekcji wzrostu inwestycji w Polsce.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one pozostać niezmienione. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Większość członków Rady oceniała, że za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian przemawia w szczególności stopniowy wzrost dynamiki cen, która – zgodnie z listopadową projekcją – ma w kolejnych latach zbliżyć się do dolnej granicy odchyleń od celu NBP. Zdaniem niektórych członków Rady obecny poziom stóp procentowych NBP może także sprzyjać wzrostowi stopy oszczędności gospodarstw domowych. W opinii Rady dodatkowym argumentem za stabilizacją stóp procentowych jest utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej.

Członkowie Rady wskazywali, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że gdyby utrwalało się spowolnienie wzrostu gospodarczego i rosło ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu przez dłuższy czas, wówczas uzasadnione byłoby rozważenie obniżenia stóp procentowych. Większość członków Rady zaznaczała jednak, że decyzje Rady powinny uwzględniać również wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego systemu finansowego.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że biorąc pod uwagę naturę czynników obniżających dynamikę aktywności gospodarczej, wpływ ewentualnego obniżenia stóp procentowych na krajową koniunkturę byłby ograniczony. Część członków Rady wskazywała przy tym, że w przypadku pojawienia się presji inflacyjnej stwarzającej ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie zasadne może być podwyższenie stóp procentowych.

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

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

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do jego perspektyw. Podkreślano, że w strefie euro wzrost PKB jest stabilny, jednak sytuacja w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. Wskazywano, że w Niemczech wzrost gospodarczy obniżył się w III kw., do czego przyczynił się spadek inwestycji w maszyny i urządzenia oraz osłabienie dynamiki eksportu. Oceniano, że niska dynamika niemieckiego eksportu jest związana ze słabszym niż w poprzednich latach wzrostem u głównych partnerów handlowych tej gospodarki, tj. innych krajach europejskich i Chinach. Zwracano uwagę, że dostępne prognozy wskazują na poprawę koniunktury w Niemczech w IV kw. i stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro w kolejnych kwartałach. Wskazywano na poprawę nastrojów w przemyśle w ostatnich miesiącach.

Niektórzy członkowie Rady zauważali jednak, że obserwowane ostatnio polepszenie nastrojów może nie przełożyć się na faktyczne zwiększenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. W ocenie niektórych członków Rady czynnikiem, który może wpływać niekorzystnie na dynamikę inwestycji w strefie euro, jest utrzymująca się niepewność polityczna w kilku krajach Europy Zachodniej.

Omawiając sytuację w pozostałych gospodarkach, zwracano uwagę na dobrą koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Podkreślano, że w III kw. wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przyśpieszył silniej, niż wstępnie szacowano, a sytuacja na tamtejszym rynku pracy pozostaje dobra.

W trakcie dyskusji na temat procesów inflacyjnych za granicą podkreślano, że dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki jest nadal bardzo niska, choć stopniowo rośnie. Zwracano uwagę na wzrost cen ropy naftowej od poprzedniego posiedzenia Rady, spowodowany decyzją o ograniczeniu wydobycia przez członków OPEC oraz niektórych innych istotnych eksporterów tego surowca. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach ceny ropy naftowej nie powinny rosnąć, czemu będzie sprzyjać wciąż wysoka podaż tego surowca, podwyższana przez ponowny wzrost wydobycia w Stanach Zjednoczonych oraz dążenie do zwiększenia udziału w rynku tego surowca przez Iran.

Odnosząc się do polityki pieniężnej na świecie, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program zakupu aktywów finansowych. Oceniano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych prawdopodobnie podniesie stopy procentowe w najbliższym czasie. Podkreślano, że perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, przy pojawieniu się oczekiwań na stymulację fiskalną w przyszłości, przyczyniła się do umocnienia dolara i wzrostu rentowności tamtejszych obligacji, a przez to także rentowności obligacji wielu innych krajów. Wskazywano, że towarzyszyła temu deprecjacja walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego, której skala była zwiększana przez wzrost niepewności politycznej w Europie związany z referendum we Włoszech.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę na obniżenie dynamiki PKB w III kw. Wskazywano, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce jest związane – podobnie jak w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej – głównie ze spadkiem inwestycji spowodowanym przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Jak zaznaczała większość członków Rady, dynamika inwestycji jest również obniżana przez utrzymującą się niepewność wśród przedsiębiorstw. Zwrócono uwagę, że do niższego wzrostu PKB w III kw. przyczyniła się również słabsza niż w poprzednim kwartale dynamika eksportu, związana prawdopodobnie z obniżeniem wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, a także – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – niską dynamiką handlu światowego. Oceniano, że roczna dynamika PKB prawdopodobnie będzie się kształtować na obniżonym poziomie również w IV kw., do czego – obok nadal osłabionej aktywności inwestycyjnej sygnalizowanej przez bieżące dane – przyczyni się również statystyczny efekt bazy, związany z obserwowanym rok wcześniej wysokim wzrostem gospodarczym.

Podkreślano, że krajowy wzrost gospodarczy jest nadal wspierany przez coraz szybciej rosnący popyt konsumpcyjny, którego dynamika w III kw. była najwyższa od ośmiu lat. Część członków Rady

zwracała także uwagę na stabilny wzrost inwestycji mieszkaniowych związany z utrzymującym się wzrostem popytu na mieszkania. Oceniano, że do przyśpieszenia wzrostu wydatków gospodarstw domowych przyczynia się przede wszystkim systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy. Wskazywano na najniższą od dekad stopę bezrobocia, wciąż rosnące zatrudnienie oraz wyższą niż w poprzednich latach dynamikę płac. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, mimo poprawy na rynku pracy stopa bezrobocia jest nadal silnie zróżnicowana regionalnie. Zaznaczano, że wzrost wydatków gospodarstw domowych jest także wspierany przez wypłaty świadczeń wychowawczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że pewna część dochodów gospodarstw domowych pozyskanych ze świadczeń wychowawczych może być przeznaczana na zakup dóbr importowanych, prowadząc do wyższej dynamiki importu i niższego wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni jednak, że efekt ten może być łagodzony przez równoczesny wzrost popytu na usługi, które są mniej importochłonne.

Większość członków Rady oceniała, że obserwowane obecnie spowolnienie dynamiki PKB jest przejściowe, a w 2017 r. wzrost gospodarczy powinien przyśpieszyć. W opinii członków Rady będzie temu sprzyjać dalszy wzrost dynamiki konsumpcji oraz odbudowa inwestycji w warunkach stopniowego zwiększania stopnia absorpcji funduszy unijnych. Zwracano także uwagę na sygnalizowany w badaniach ankietowych wzrost skłonności firm do inwestowania. Jak wskazywali niektórzy członkowie Rady, do przyśpieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach powinna przyczynić się również wyższa dynamika eksportu, której będą sprzyjać wyższy wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki i słabszy kurs złotego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednocześnie opinię, że coraz większą barierą rozwoju przedsiębiorstw w nadchodzących kwartałach może być brak pracowników o określonych kwalifikacjach w pewnych regionach kraju. Zdaniem niektórych członków Rady nie można wykluczyć, że obniżony wzrost gospodarczy utrzyma się do połowy 2017 r. Według tych członków Rady negatywnie na dynamikę PKB może wpływać trwający kilka kwartałów cykl inwestycyjny projektów infrastrukturalnych oraz obniżający się już od II kw. 2017 r. wpływ świadczeń rodzinnych na roczną dynamikę konsumpcji. Członkowie ci wskazywali również na ryzyko utrzymywania się niskiej dynamiki eksportu związanej z niekorzystnymi uwarunkowaniami światowego handlu, w tym możliwym nasileniem się protekcjonizmu.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie, niektórzy członkowie Rady wskazywali na rządowe projekty infrastrukturalne, których efektem będzie zwiększenie potencjału wytwórczego gospodarki. Członkowie ci zwrócili także uwagę na obniżenie w ostatnim okresie skłonności polskich obywateli do emigracji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na konieczność podjęcia działań na rzecz zwiększenia aktywności zawodowej w Polsce i wspierania napływu pracowników z zagranicy, co powinno łagodzić niekorzystne tendencje związane ze starzeniem się społeczeństwa.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych stopniowo rośnie, a w listopadzie skończyła się deflacja. Wskazywano, że zwiększa się również dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Oceniano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynia się głównie osłabienie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu dynamiki cen oddziałuje także wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika płac w kraju. Zaznaczano jednak, że czynnikami

ograniczającymi wzrost cen w Polsce są: nadal niska inflacja za granicą, ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce oraz niskie oczekiwania inflacyjne.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie nadal stopniowo rosnąć, czemu – oprócz wygaśnięcia efektów wcześniejszych spadków cen surowców – będzie sprzyjało oczekiwane stopniowe przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Część członków Rady zwracała dodatkowo uwagę na sygnalizowane przez firmy nasilenie się presji płacowej, które – wraz z podwyższeniem płacy minimalnej w przyszłym roku – może przyczynić się do zwiększenia dynamiki płac nominalnych. Członkowie Rady byli zdania, że – mimo przyśpieszenia – dynamika cen w przyszłym roku będzie prawdopodobnie nadal niska. Wskazywano na prawdopodobną stabilizację cen surowców w kolejnych kwartałach oraz ograniczoną – ze względu na istotną importochłonność rosnącego popytu konsumpcyjnego – krajową presję inflacyjną.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one pozostać niezmienione. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Większość członków Rady oceniała, że za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian przemawia w szczególności stopniowy wzrost dynamiki cen. W efekcie, mimo utrzymywania niezmienionych nominalnych stóp procentowych, ich poziom w ujęciu realnym wyraźnie się obniży. W opinii Rady dodatkowym argumentem za stabilizacją stóp procentowych NBP jest utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej.

Członkowie Rady wskazywali, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Zaznaczali oni przy tym, że w przypadku pojawienia się presji inflacyjnej stwarzającej ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie zasadne może być podwyższenie stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali możliwości obniżenia stóp procentowych NBP w przypadku pogłębienia i utrwalenia się spowolnienia wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wysokość stóp procentowych NBP nie jest obecnie czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w Polsce. Z tego względu – zdaniem tych członków Rady – obniżenie stóp procentowych NBP nie miałoby znacznego wpływu na aktywność gospodarczą, natomiast mogłoby prowadzić do pojawienia się nierównowag na rynku finansowym i rynku nieruchomości oraz obniżenia się stopy oszczędności gospodarstw domowych.

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%.

Załącznik 7. Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2016 r.

- Data: 5 kwietnia 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
uchwała nr 1/2016 z dnia 5 kwietnia 2016 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2015 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:
M. Belka
G. M. Ancyparowicz
M. Chrzanowski
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
E. J. Osiatyński
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

- Data: 5 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
uchwała nr 2/2016 z dnia 5 maja 2016 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

E. J. Osiatyński był nieobecny.

- Data: 5 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
uchwała nr 3/2016 z dnia 5 maja 2016 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

E. J. Osiatyński był nieobecny.

- Data: 24 maja 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
uchwała nr 4/2016 z dnia 24 maja 2016 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2015 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	**Przeciw:**
	G. M. Ancyparowicz	
	E. Gatnar	
	Ł. J. Hardt	
	J. J. Kropiwnicki	
	E. M. Łon	
	K. Zubelewicz	
	J. Żyżyński	

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

- Data: 7 września 2016 r.

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- Data: 20 grudnia 2016 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
uchwała nr 6/2016 z dnia 20 grudnia 2016 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2017.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.