

Warszawa, dnia 3 października 2016 r.

Poz. 947

**UCHWAŁA NR 5/2016  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 7 września 2016 r.

**w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2017**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908 i 1036, z 2015 r. poz. 855 i 1513 oraz z 2016 r. poz. 996) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2017, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2017 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *A. Glapiński*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *G. Ancyparowicz, M. Chrzanowski, E. Gatnar, Ł. Hardt, J. Kropiwnicki, E. Łon, E. Osiatyński, K. Zubelewicz, J. Żyżyński*

Załącznik do uchwały nr 5/2016 Rady Polityki Pieniężnej  
z dnia 7 września 2016 r. (poz. 947)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2017

Warszawa, 2016

---

## Spis treści

---

Wprowadzenie.....	4
Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej .....	6
Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r. ....	8
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.....	11

---

# Wprowadzenie

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2017*, zwane dalej *Założeniami*, Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 ust. 6 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) do corocznego ustalenia *Założeń* i przedłożenia ich do wiadomości Sejmowi. W *Założeniach* przedstawiona jest strategia polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego, instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez NBP, a także zarys uwarunkowań makroekonomicznych mogących wpływać na tę politykę w roku objętym *Założeniami*.

W 2017 r. podstawowym celem polityki pieniężnej NBP będzie utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. Dążąc do zachowania stabilności cen, NBP będzie stosował strategię celu inflacyjnego. Jednocześnie polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu oraz stabilności systemu finansowego. W związku z tym NBP będzie elastycznie reagował na wstrząsy powodujące odchylenia dynamiki cen od celu, biorąc pod uwagę charakter tych wstrząsów, a także sposób ich oddziaływania na procesy inflacyjne oraz aktywność gospodarczą.

Elastyczne podejście do celu inflacyjnego jest szczególnie ważne, gdy – tak jak w ostatnich latach – odchylenia dynamiki cen od celu są związane głównie z silnym obniżeniem cen surowców na świecie. Wywołana w ten sposób ujemna dynamika cen ma bowiem zewnętrzne źródła oraz – w świetle obecnie dostępnych informacji – nie wpływa negatywnie na aktywność przedsiębiorstw i sytuację ekonomiczną gospodarstw domowych w Polsce. Nie oznacza to, że długotrwała deflacja byłaby zjawiskiem dopuszczalnym, gdyby prowadziła do pojawienia się oczekiwań deflacyjnych i wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego.

W warunkach niskiej dynamiki cen dostosowanie parametrów polityki pieniężnej zależy przede wszystkim od relatywnej oceny korzyści z szybkiego sprowadzenia dynamiki cen do celu inflacyjnego wobec kosztów ekonomicznych i ryzyka dla stabilności makroekonomicznej oraz finansowej, z jakimi wiązałyby się prowadzenie polityki pieniężnej nakierowanej na szybkie podwyższenie inflacji.

W związku z powyższym w 2017 r. parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do sytuacji w gospodarce tak, aby zapewnić długookresową stabilność cen i jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy oraz stabilność systemu finansowego.

Biorąc pod uwagę zewnętrzny charakter wstrząsów powodujących odchylenie dynamiki cen od celu, a jednocześnie nie chcąc dopuścić do trwałego obniżenia długookresowych oczekiwań inflacyjnych, co mogłoby zwiększyć ryzyko utrwalenia się tendencji deflacyjnych i w efekcie pojawienia się ich negatywnych skutków makroekonomicznych, Rada postanowiła utrzymać

---

## Wprowadzenie

---

średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy.

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2017*, Rada podkreśla, że polityka pieniężna będzie prowadzona w warunkach niepewności. Najważniejszym źródłem niepewności dla krajowej polityki pieniężnej w 2017 r. jest możliwość osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz perspektywy kształtowania się inwestycji w Polsce w kolejnych latach. Jednocześnie istotnym czynnikiem ryzyka dla dynamiki cen pozostanie kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych oraz możliwość wolniejszego niż oczekiwany wzrostu płac w Polsce.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2017* uwzględniono informacje dostępne do dnia 6 września 2016 r.

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm.) 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”.

W 2017 r. – podobnie jak w latach ubiegłych – Rada Polityki Pieniężnej będzie dążyła do utrzymania stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada będzie realizować podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim.

Stabilność cen jest współcześnie rozumiana jako dynamika cen, niska, ale dodatnia, która nie wywiera niekorzystnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym decyzje dotyczące inwestowania i oszczędzania. Dla tak rozumianej stabilności cen zagrożeniem jest nie tylko nadmierna inflacja, ale także długotrwała deflacja, szczególnie gdy powoduje silne osłabienie wzrostu gospodarczego. Ujemna dynamika cen nie ma jak dotychczas negatywnego wpływu na przedsiębiorczość w Polsce.

Rada Polityki Pieniężnej dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie.

Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,1% rocznie, a więc był zbliżony do celu NBP, choć w niektórych latach dynamika cen znajdowała się poza przedziałem odchyień od celu. Okresowe odchylenia inflacji od celu, w tym obserwowana w ostatnich latach ujemna dynamika cen, nie spowodowały jednak pojawienia się oczekiwań deflacyjnych. Jednocześnie tempo wzrostu gospodarczego było w ostatnich latach stosunkowo stabilne i zbliżone do długookresowego trendu, a w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. Wskazuje to na skuteczność strategii celu inflacyjnego w zapewnieniu długookresowej stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Przyjęty cel inflacyjny ma charakter średniookresowy. Oznacza to, że ze względu na silne zmiany cen surowców lub inne szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może się okresowo odchyłać od celu, kształtując się nawet poza przedziałem odchyień od celu. W takich okolicznościach reakcja polityki pieniężnej na szok zależy od jego przyczyn i charakteru oraz oceny trwałości jego skutków, w tym wpływu na procesy cenotwórcze i oczekiwania inflacyjne.

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

---

Niezależnie od charakteru szoków występujących w gospodarce sprowadzenie inflacji do celu wymaga czasu, ponieważ zmiany parametrów polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę z opóźnieniem. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Dążenie do jak najszybszego przywrócenia inflacji do celu może nie być w takiej sytuacji pożądane ze względu na koszty, jakie mogłoby to stwarzać dla gospodarki. Dlatego, w przypadku każdorazowego odchylenia inflacji od celu, Rada w sposób elastyczny określa oczekiwane tempo powrotu inflacji do celu. Szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby wspierać stabilność systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. Rada uznaje jednak, że w warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych politykę pieniężną w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna wspierać polityka makroostrożnościowa. Poprzez wywieranie selektywnego wpływu na kształtowanie się agregatów kredytowych, przede wszystkim kredytów hipotecznych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna, która – jeśli nie prowadzi do nadmiernego zadłużenia finansów publicznych – powinna sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu.

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

Ważnym elementem wykorzystywanej przez Radę strategii celu inflacyjnego jest komunikacja z otoczeniem. Z tego względu decyzje Rady wraz z ich makroekonomicznymi uwarunkowaniami są przedstawiane w *Informacjach po posiedzeniach Rady* oraz na towarzyszących im konferencjach prasowych, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*.

## Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.

# Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.

### **Płynność sektora bankowego w 2017 r.**

W 2017 r. polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Podstawowe znaczenie dla poziomu płynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów dotyczące sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa oraz obsługi funduszy unijnych.

Prognoza płynności sektora bankowego na 2017 r. przewiduje jej dalszy stopniowy spadek.

Głównymi czynnikami działającymi w kierunku zmniejszenia płynności w 2017 r. będą dalszy wzrost obiegu pieniądza gotówkowego oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej, a także sprzedaż walut obcych przez NBP na potrzeby Komisji Europejskiej w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej. W przeciwnym kierunku, tj. wzrostu nadpłynności, oddziaływać będzie skup walut obcych wynikający z transakcji walutowych.

### **Instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.**

#### **Stopa procentowa**

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wynikają z kierunku prowadzonej polityki pieniężnej.

Stopa referencyjna NBP określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP wyznacza koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa górny pułap wzrostu rynkowej stopy overnight.

Stopa depozytowa NBP wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa dolne ograniczenie dla wahań rynkowej stopy overnight.

Poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP wyznaczają pasmo wahań stopy procentowej overnight na rynku międzybankowym.

#### **Operacje otwartego rynku**

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający utrzymywanie krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych na poziomie sprzyjającym realizacji założonego przez Radę celu inflacyjnego.



## Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.

W szczególności, bank centralny przeprowadza operacje otwartego rynku w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe standardowo przeprowadzane są w sposób regularny raz w tygodniu, z reguły z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach obowiązuje stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP. Z uwagi na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2017 r. operacje te będą polegać na emisji bonów pieniężnych NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia zmienności krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP, transakcje reverse repo) oraz zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje repo). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji są uzależnione od sytuacji w sektorze bankowym.

Operacje strukturalne mogą zostać przeprowadzone w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzić następujące operacje strukturalne: emisję obligacji, zakup oraz sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

### **Rezerwa obowiązkowa**

System rezerwy obowiązkowej przyczynia się do stabilizacji najkrótszych rynkowych stóp procentowych. Dysponowanie przez banki środkami zgromadzonymi na rachunkach w NBP sprawia, iż każdego dnia operacyjnego fundusze te mogą zostać użyte w celu ułatwienia wzajemnych rozliczeń. Jednocześnie, uśredniony charakter systemu rezerwy stwarza bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunku w banku centralnym w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ogranicza ponadto wielkość nadwyżek środków pozostających do dyspozycji banków. Oznacza to, iż system rezerwy obowiązkowej – w warunkach nadpłynności systemu bankowego – pozwala zmniejszyć skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji płynności.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się poziomu płynności w sektorze bankowym, a także od warunków utrzymujących się na rynku międzybankowym.

### **Operacje depozytowo-kredytowe**

Operacje depozytowo-kredytowe mają na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej overnight. Banki uczestniczą w tych operacjach z własnej inicjatywy.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie nadwyżek środków w banku centralnym na termin overnight. Jego oprocentowanie określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej kwotowanej na ten termin.

Kredyt lombardowy umożliwia bankom zaciąganie kredytu na termin overnight. Kredyt ten jest zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny (m.in. skarbowymi papierami

## Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2017 r.

wartościowymi, papierami wartościowymi wyemitowanymi przez NBP, obligacjami komunalnymi, listami zastawnymi oraz obligacjami korporacyjnymi o wysokiej jakości kredytowej). Jego oprocentowanie wyznacza koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, co stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej overnight.

### **Swapy walutowe**

NBP może przeprowadzać swapy walutowe. Swap walutowy polega na tym, że NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaje (lub odkupuje) je, w ramach transakcji terminowej, w określonej dacie.

### **Interwencje walutowe**

Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP, są interwencje na rynku walutowym.

---

Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.

---

## Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.

### Uwarunkowania zewnętrzne

Od czasu globalnego kryzysu finansowego wzrost gospodarczy na świecie pozostaje względnie niski. Wynika to głównie ze słabszego niż przed kryzysem wzrostu inwestycji w krajach rozwiniętych oraz związanego z tym spowolnienia wzrostu wydajności pracy w tych krajach. W ostatnich latach do niższego wzrostu na świecie przyczynia się również gorsza koniunktura w gospodarkach wschodzących, w tym głównie w Chinach. Tendencje te utrzymają się prawdopodobnie również w 2017 r.

W I połowie 2016 r. wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych Polski nieco przyspieszył w porównaniu z poprzednimi latami, choć – podobnie jak w większości gospodarek na świecie – był wyraźnie niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym. Prognozy sygnalizują utrzymanie umiarkowanego tempa wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki w 2017 r., przy znacznej niepewności co do jego perspektyw.

W Unii Europejskiej (UE) w I połowie 2016 r. wzrost gospodarczy był wyższy niż w poprzednich latach, a prognozy wskazują na kontynuację umiarkowanej dynamiki PKB w 2017 r. Umiarkowany wzrost gospodarczy powinien utrzymać się w szczególności w strefie euro, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Głównym czynnikiem wzrostu w tej gospodarce pozostanie popyt wewnętrzny, wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy, niski koszt kredytu w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC oraz zmniejszenie skali restrykcyjności polityki fiskalnej w części krajów strefy. Negatywnie na koniunkturę w tej gospodarce nadal będzie oddziaływał głównie słaby wzrost na świecie, w szczególności w Chinach. Umiarkowanemu wzrostowi gospodarczemu w strefie euro powinno towarzyszyć ożywienie w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Z kolei w Wielkiej Brytanii prawdopodobne jest spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2017 r. ze względu na wzrost niepewności związany z perspektywą wyjścia tego kraju z UE.

W I połowie 2016 r. w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy był niższy niż w poprzednim roku. W 2017 r. dynamika PKB w tej gospodarce powinna nieco wzrosnąć, do czego ma się przyczynić dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego i zwiększenie inwestycji. Ograniczająco na wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych mogą jednak w dalszym ciągu oddziaływać niskie ceny ropy naftowej zmniejszające dynamikę inwestycji w sektorze wydobywczym, a także utrzymująca się niepewność dotycząca koniunktury w otoczeniu amerykańskiej gospodarki.

W większości głównych gospodarek wschodzących w I połowie 2016 r. koniunktura pozostawała słaba. W Chinach następowało dalsze stopniowe spowolnienie, które prawdopodobnie utrzyma się również w 2017 r. Jednocześnie wysoki poziom zadłużenia, zwłaszcza prywatnego, stanowi

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.

---

czynnik ryzyka dla stabilności systemu finansowego w Chinach, a tym samym dla wzrostu gospodarczego w tym kraju. W Rosji i Brazylii w I połowie 2016 r. utrzymywała się recesja, która – zgodnie z dostępnymi prognozami – powinna się zakończyć odpowiednio w II połowie 2016 r. i w 2017 r. Mimo to wzrost gospodarczy w tych krajach prawdopodobnie będzie nadal niski. W Indiach natomiast koniunktura jest lepsza niż w innych gospodarkach wschodzących, a prognozy wskazują na utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego również w 2017 r.

Ceny ropy naftowej w I połowie 2016 r. nieco wzrosły, jednak były nadal niższe niż w 2015 r. Niekorzystnie na ceny tego surowca wpływa relatywnie niski wzrost gospodarczy na świecie przy wysokim poziomie zapasów ropy naftowej. Ceny pozostałych surowców energetycznych i rolnych również kształtowały się na niskim poziomie. W rezultacie inflacja na świecie w 2016 r. była bardzo niska. W większości gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro, dynamika cen była zbliżona do zera.

Wraz ze spodziewanym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego na świecie oraz wygasaniem wpływu wcześniejszego spadku cen surowców na dynamikę cen, inflacja w 2017 r. powinna wzrosnąć. Mimo to w większości ważniejszych gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro, pozostanie ona prawdopodobnie poniżej celów inflacyjnych tamtejszych banków centralnych. Istotnym czynnikiem ryzyka dla inflacji na świecie jest możliwość osłabienia globalnej koniunktury, co mogłoby przełożyć się na słabszą presję popytową oraz ponowne obniżenie cen surowców.

W tych warunkach EBC utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie. Równocześnie kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Wobec nadal niskiej inflacji EBC będzie prawdopodobnie nadal prowadził silnie akomodacyjną politykę pieniężną, a nawet może dokonać jej dalszego złagodzenia.

Z kolei w Stanach Zjednoczonych – po podwyżce w grudniu 2015 r. – stopy procentowe są utrzymywane na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Fed reinwestuje raty kapitałowe płacone od papierów skarbowych kupionych w trakcie kolejnych rund łagodzenia ilościowego, co pośrednio stabilizuje wysokość długoterminowych stóp procentowych. W II połowie 2016 r. oraz w 2017 r. możliwe jest podwyższenie stóp procentowych, choć niepewność co do skali i terminu tych podwyżek pozostaje znaczna.

Niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury oraz polityki pieniężnej Fed jest istotnym czynnikiem ryzyka dla cen aktywów finansowych na świecie, w szczególności dla kursów walut gospodarek wschodzących. Jednocześnie ekspansywna polityka pieniężna EBC oddziałuje w kierunku poprawy nastrojów na rynkach finansowych krajów europejskich, w tym Polski.

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.

---

#### Uwarunkowania krajowe

W Polsce w I połowie 2016 r. utrzymywał się stabilny wzrost gospodarczy, choć dynamika PKB była nieco niższa niż w poprzednim roku. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej był wzrost popytu konsumpcyjnego następujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, wzrostu akcji kredytowej oraz rozpoczęcia wypłat świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyła niższa niż w poprzednich latach dynamika inwestycji. Była ona związana z mniejszą skalą realizacji projektów finansowanych ze środków UE oraz wzrostem niepewności, w tym w polskiej gospodarce i jej otoczeniu.

W 2017 r. można oczekiwać utrzymania stabilnego wzrostu PKB. Głównym źródłem wzrostu PKB pozostanie konsumpcja prywatna. Będzie ona wspierana przez dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, przekładającą się na stopniowy wzrost dynamiki wynagrodzeń oraz wyższe dochody gospodarstw domowych związane również z wypłatami świadczeń wychowawczych. W 2017 r. można też oczekiwać przyspieszenia wzrostu inwestycji, choć ich dynamika będzie prawdopodobnie słabsza niż w poprzednich latach. Wyższym inwestycjom powinna sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, wysoki stopień wykorzystania ich zdolności produkcyjnych, stabilny wzrost popytu oraz wzrost wykorzystania środków unijnych. Z kolei niekorzystnie na wzrost inwestycji, zwłaszcza przedsiębiorstw, będzie prawdopodobnie wpływać utrzymująca się niepewność.

W I połowie 2016 r. roczna dynamika krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych była nadal ujemna. Źródłem deflacji były głównie czynniki zewnętrzne, w tym wcześniejszy silny spadek cen surowców energetycznych oraz niski poziom aktywności gospodarczej na świecie obniżający dynamikę pozostałych cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Spadek cen surowców energetycznych przekładał się na niższe krajowe ceny energii, co – przy braku presji popytowej i kosztowej – przyczyniało się do obniżania cen innych towarów i usług. Dostępne prognozy wskazują, że w 2017 r. dynamika cen będzie wyższa niż w 2016 r., czemu będzie sprzyjać wygasanie wpływu wcześniejszych spadków cen surowców oraz oczekiwane przyspieszenie wzrostu płac. Wzrost cen będzie jednak prawdopodobnie umiarkowany z uwagi na powolne domykanie się luki popytowej, a także wciąż niską dynamikę cen na świecie.

W Polsce większość wskaźników makroekonomicznych kształtuje się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Na podstawie dostępnych prognoz można oczekiwać, że również w 2017 r. w polskiej gospodarce nie wystąpią istotne nierównowagi – ani zewnętrzne, ani wewnętrzne.

Wokół powyższego scenariusza makroekonomicznego rysuje się kilka obszarów niepewności. Najważniejszy z nich dotyczy możliwości silniejszego osłabienia koniunktury w gospodarkach wschodzących, zwłaszcza w Chinach, co – wraz ze zwiększeniem się niepewności związanym z perspektywą opuszczenia UE przez Wielką Brytanię – może przyczynić się do spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro. Podwyższona niepewność co do perspektyw wzrostu

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2017 r.

---

w otoczeniu polskiej gospodarki może również powodować wzrost zmienności cen aktywów finansowych i kursów walutowych. Obok zewnętrznych źródeł niepewności istnieją również krajowe czynniki ryzyka, związane z możliwością niższej absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej UE, co oddziaływałoby w kierunku słabszego wzrostu inwestycji. Jednocześnie czynnikiem ryzyka dla wzrostu dynamiki cen pozostaje kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych oraz możliwość wolniejszego niż oczekiwany wzrostu płać w Polsce.