

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2017 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 22 czerwca 2017 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	7
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	7
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	8
1.3 Światowe rynki surowców	9
1.4 Polityka pieniężna za granicą	10
Ramka 1: Zakończenie zobowiązania kursowego Banku Czech	12
1.5 Światowe rynki finansowe	14
Ramka 2: Spadek zmienności na amerykańskim rynku akcji	15
2 Gospodarka krajowa	19
2.1 Ceny dóbr i usług	19
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	27
2.4 Rynek pracy	28
2.5 Rynki aktywów	30
2.6 Pieniądz i kredyt	32
2.7 Bilans płatniczy	34
3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2017 r.	37
4 Projekcja inflacji i PKB	49
4.1 Synteza	50
4.2 Otoczenie zewnętrzne	52
4.3 Gospodarka polska w latach 2017-2019	58
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	74
4.5 Źródła niepewności projekcji	78
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie marzec – maj 2017 r.	85

Synteza

W gospodarce światowej utrwalają się sygnały ożywienia, widoczne szczególnie w światowym przemyśle i handlu. Wzrost gospodarczy za granicą, w tym u głównych partnerów handlowych Polski, nieco przyspieszył w ostatnich kwartałach, choć pozostaje niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym. W strefie euro od kilku kwartałów trwa ożywienie, natomiast w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. br. obniżyła się w ujęciu kwartalnym. W największych gospodarkach wschodzących będących głównymi partnerami handlowymi Polski koniunktura nieco się poprawiła, choć pozostaje relatywnie słaba.

Dynamika cen w gospodarkach rozwiniętych – po wyraźnym wzroście na przełomie 2016 i 2017 r. – ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Stabilizacja inflacji w tych gospodarkach była związana w głównej mierze ze stopniowym wygasaniem efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Jednocześnie w warunkach poprawy koniunktury inflacja bazowa jest tam wyższa niż w poprzednich latach.

Najważniejsze banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną. Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, a także nadal skupuje aktywa finansowe, choć od kwietnia br. w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach. Z kolei Rezerwa Federalna (Fed) kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, podwyższając stopy procentowe. Jednocześnie Fed nadal prowadzi reinwestycje rat kapitałowych obligacji kupionych w ramach łagodzenia ilościowego, choć zamierza stopniowo zmniejszać ich skalę.

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się, do czego przyczyniło się ożywienie koniunktury na świecie, a także wciąż ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych. W konsekwencji obniżała się też zmienność cen na rynkach finansowych. W tych warunkach indeksy giełdowe na świecie rosły, osiągając w przypadku niektórych gospodarek rozwiniętych najwyższe wartości w historii. Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych sprzyjała spadkowi rentowności obligacji oraz umocnieniu się walut gospodarek wschodzących, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W Polsce roczna dynamika cen konsumpcyjnych – po wyraźnym wzroście na początku br. – ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Stabilizacji inflacji CPI w ostatnich miesiącach sprzyjało wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jednocześnie wyższym niż w pierwszych miesiącach br. poziomie inflacji bazowej związanym z poprawą krajowej koniunktury i wyższej dynamice cen żywności. Dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała umiarkowana i zbliżona do średniej z ostatnich lat.

W I kw. br. wzrost gospodarczy wyraźnie przyspieszył po przejściowym spowolnieniu w 2016 r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Dynamika inwestycji była natomiast zbliżona do zera. Bliski zera był również wkład eksportu netto do wzrostu PKB, przy jednoczesnym utrzymaniu się znaczącego wzrostu eksportu i importu. Wyprzedzające wskaźniki

koniunktury oraz dane o produkcji i sprzedaży sygnalizują, że w II kw. br. wzrost gospodarczy utrzymał się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw.

Pomimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego dynamika akcji kredytowej pozostaje stabilna i zbliżona do tempa wzrostu nominalnego PKB. Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego pozostają kredyty dla gospodarstw domowych – zarówno konsumpcyjne, jak i mieszkaniowe. Akcja kredytowa rozwija się również w sektorze przedsiębiorstw.

W tych warunkach Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie od marca 2015 r., w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Uczestnicy rynku oczekują utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych również w kolejnych kwartałach.

W ostatnim okresie obniżyły się rentowności krajowych obligacji skarbowych, co w znacznej mierze wynikało ze spadku premii terminowej, a także poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych. Towarzyszyło temu umocnienie kursu złotego oraz wzrost cen akcji, które w maju br. osiągnęły najwyższy poziom od 2007 r. Ceny mieszkań pozostają relatywnie stabilne pomimo nieznacznego wzrostu w niektórych miastach.

Pomimo przyspieszenia wzrostu PKB w gospodarce nie narastają nierównowagi zewnętrzne. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB, w ujęciu czterech kwartałów krocząco) w I kw. br. poprawiło się i było zbliżone do zera, a pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski pozostają na korzystnym poziomie.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2017 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 24 sierpnia 2017 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie marzec – maj 2017 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono dwie ramki: *Zakończenie zobowiązania kursowego Banku Czech* oraz *Spadek zmienności na amerykańskim rynku akcji*.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 14 czerwca 2017 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,3% w 2017 r. (wobec 1,6 – 2,5% w projekcji z marca 2017 r.), 1,1 – 2,9% w 2018 r. (wobec 0,9 – 2,9%) oraz 1,3 – 3,6% w 2019 r. (wobec 1,2 – 3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4 – 4,7% w 2017 r. (wobec 3,4 – 4,0% w projekcji z marca 2017 r.), 2,5 – 4,5% w 2018 r. (wobec 2,4 – 4,5%) oraz 2,3 – 4,3% w 2019 r. (wobec 2,3 – 4,4%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

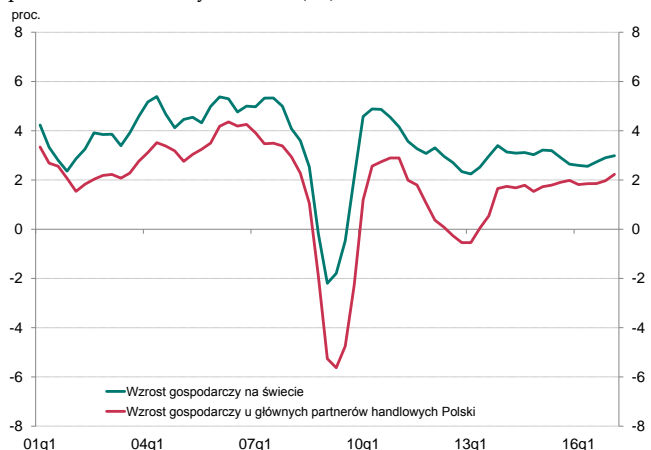
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej utrwalają się sygnały ożywienia, widoczne szczególnie w światowym przemyśle i handlu (Wykres 1.1; Wykres 1.2). Wzrost gospodarczy za granicą, w tym u głównych partnerów handlowych Polski, nieco przyspieszył w ostatnich kwartałach, choć pozostaje niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym.

W strefie euro od kilku kwartałów trwa ożywienie (Wykres 1.3). Jest ono wspierane przez stabilny wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w warunkach systematycznej poprawy sytuacji na rynku pracy w wielu krajach tej strefy. Wzrostowi gospodarczemu sprzyja ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*), a także łagodna polityka fiskalna wielu krajów strefy euro. W kierunku poprawy koniunktury w tej gospodarce oddziałuje również wzrost obrotów w światowym handlu. Aktywność inwestycyjna – mimo wzrostu – pozostaje natomiast wyraźnie niższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. Towarzyszy temu nadal ujemna luka popytowa.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. br. obniżyła się w ujęciu kwartalnym, lecz w ujęciu rocznym pozostała stabilna (Wykres 1.4). Spadek kwartalnej dynamiki PKB wynikał z czynników przejściowych – osłabienia wzrostu zapasów oraz niższej dynamiki konsumpcji prywatnej związanej m.in. z opóźnieniem zwrotu podatku dochodowego na początku 2017 r. Napływające w II kw. br. dane wskazują na pewne przyspieszenie wzrostu w tej gospodarce. Jednocześnie nadal systematycznie rośnie

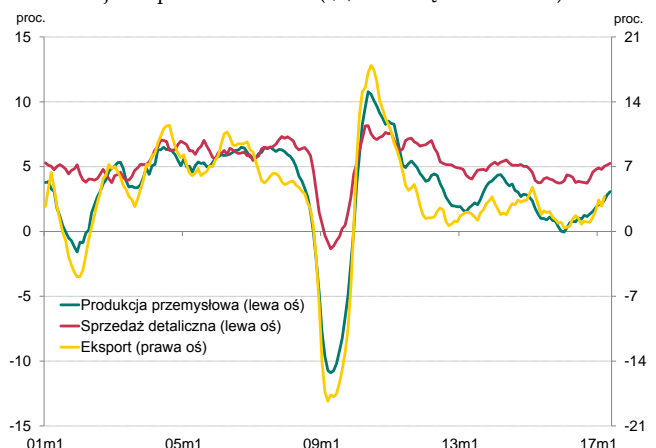
Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy na świecie i u głównych partnerów handlowych Polski (r/r)



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

Wzrost gospodarczy na świecie – średnia roczna dynamika PKB w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2016 r., ważona PKB. Wzrost gospodarczy u głównych partnerów handlowych Polski – średnia roczna dynamika PKB w gospodarkach stanowiących 60% polskiego eksportu w 2016 r., ważona PKB.

Wykres 1.2 Dynamika produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i eksportu na świecie (r/r, 3-miesięczna średnia)



Źródło: dane Bloomberg, Centraal Planbureau i MFW.

Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2016 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu według danych Centraal Planbureau.

zatrudnienie, a wkład inwestycji do wzrostu zwiększył się.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej – po wyraźnym spowolnieniu w II półroczu 2016 r. – wzrost gospodarczy przyspieszył w I kw. br. (Wykres 1.5). Głównym motorem wzrostu w większości tych krajów pozostała rosnąca konsumpcja. Do poprawy koniunktury w części gospodarek tego regionu przyczyniło się także ożywienie inwestycji oraz wzrost obrotów w światowym handlu.

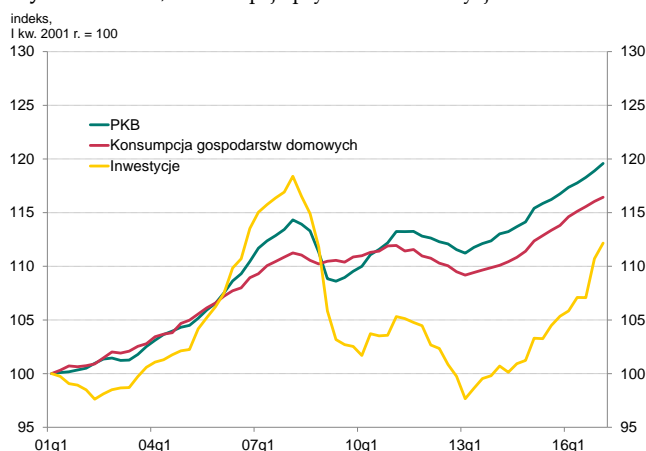
W pozostałych gospodarkach wschodzących będących głównymi partnerami handlowymi Polski koniunktura nieco się poprawiła, choć pozostaje relatywnie słaba. W Chinach w I kw. br. dynamika PKB zwiększyła się, jednak najnowsze dane, zwłaszcza z sektora przemysłowego, nie wskazują na trwałe przyspieszenie wzrostu w tej gospodarce. Dodatkowo w sektorze nieruchomości w Chinach w dalszym ciągu narastają nierównowagi, co ogranicza perspektywy wzrostu gospodarczego w tym kraju w dłuższym okresie. Z kolei Rosja wyszła z recesji, jednak koniunktura gospodarcza pozostaje tam w istotnym stopniu uzależniona od kształtowania się cen ropy naftowej, które obniżyły się w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Dynamika cen w gospodarce światowej – po wyraźnym wzroście na przełomie 2016 i 2017 r. – ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie.

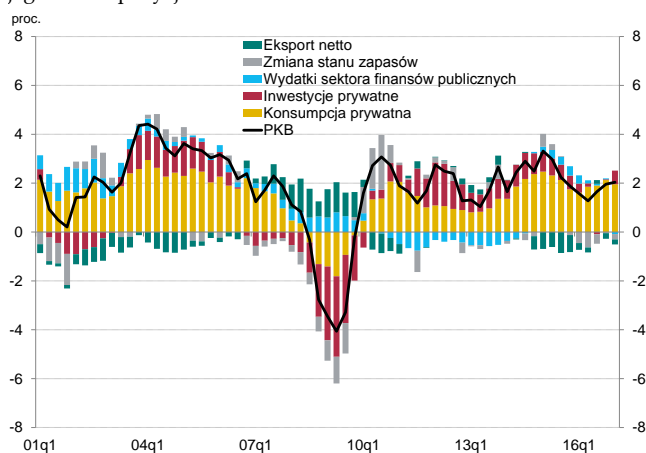
Stabilizacja inflacji na świecie była związana w głównej mierze ze stopniowym wygasaniem efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Dotyczyło to w szczególności najbliższego otoczenia polskiej gospodarki, tj. strefy euro i

Wykres 1.3 PKB, konsumpcja prywatna i inwestycje w strefie euro



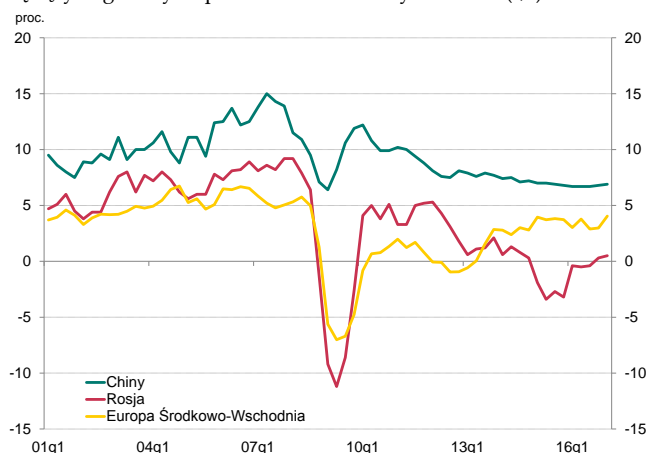
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy w gospodarkach wschodzących będących głównymi partnerami handlowymi Polski (r/r)



Źródło: dane Bloomberg i Eurostat, obliczenia NBP.

Europa Środkowo-Wschodnia – średni wzrost gospodarczy w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważony PKB.

krajów Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.6). Jednocześnie – wraz z poprawą koniunktury (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) – inflacja bazowa w tych gospodarkach nieco wzrosła (Wykres 1.7).

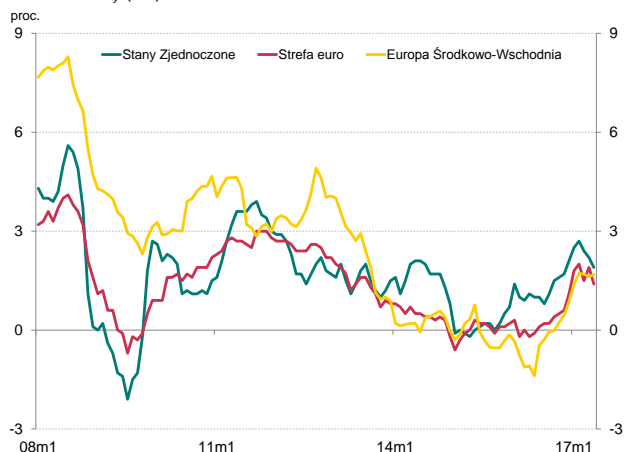
W Stanach Zjednoczonych wzrost dynamiki cen wyhamował, jednak zarówno poziom inflacji CPI, jak i inflacji bazowej pozostaje tam wyższy niż w strefie euro (Wykres 1.7)¹. Sprzyja temu ożywienie gospodarcze oraz systematyczny wzrost zatrudnienia w tym kraju (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

W gospodarkach wschodzących – w szczególności w Brazylii i Rosji – inflacja wyraźnie się obniżyła w ostatnim okresie. Oprócz wygasania efektu wcześniejszego wzrostu cen surowców przyczyniła się do tego aprecjacja walut tych krajów (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Z kolei w Chinach inflacja nieco wzrosła w ostatnich miesiącach, jednak wciąż kształtuje się poniżej wieloletniej średniej.

1.3 Światowe rynki surowców

W pierwszej połowie 2017 r. ceny surowców energetycznych obniżyły się (Wykres 1.8). Spadkowi cen ropy naftowej sprzyjała rosnąca podaż tego surowca. Przedłużeniu porozumienia dotyczącego ograniczenia wydobycia ropy przez Organizację Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) towarzyszyła bowiem rosnąca skala produkcji ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Nastąpił również wyraźny spadek cen gazu ziemnego związany z niższym popytem na ten surowiec. Z kolei ceny węgla – mimo wzrostu wydobycia – obniżyły się jedynie nieznacznie. Ich spadek został ograniczony przez podwyższenie prognoz popytu na węgiel po

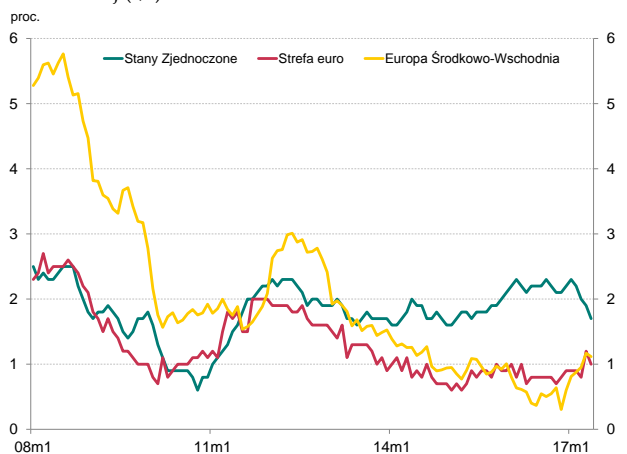
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP. Europa Środkowo-Wschodnia – średnia roczna inflacja HICP w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważona PKB.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – roczna inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności nieprzetworzonej oraz energii. Europa Środkowo-Wschodnia – średnia roczna inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności nieprzetworzonej oraz energii w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważona PKB.

¹ Obniżenie się inflacji CPI i inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych w ostatnim okresie wynikało w dużym stopniu ze spadku cen pojazdów (nowych i używanych) oraz spowolnienia dynamiki cen usług medycznych i transportowych.

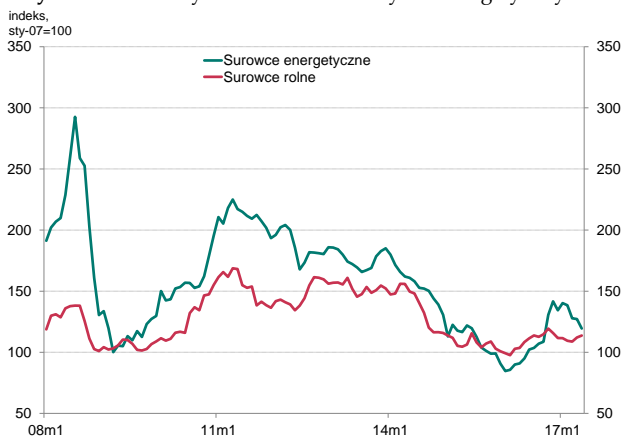
ogłoszeniu wycofania się Stanów Zjednoczonych z Porozumienia Paryskiego dotyczącego przeciwdziałania zmianom klimatycznym.

Jednocześnie ustabilizowały się ceny surowców rolnych na rynkach światowych. Ograniczająco na ceny na tym rynku wpływała rosnąca podaż mleka, cukru, kawy, kakao i soku pomarańczowego. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost cen innych surowców. W szczególności wzrosły ceny wieprzowiny, co było związane z rosnącym popytem gospodarek wschodzących w warunkach pewnej poprawy koniunktury w tych krajach (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Zwiększyły się także ceny pszenicy, do czego przyczyniło się obniżenie prognoz podaży tego surowca.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Fed kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. W ostatnich miesiącach dwukrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej, każdorazowo o 0,25 pkt proc. – obecnie wynosi on 1,00-1,25%. Mediana prognoz członków komitetu decyzyjnego Fed wskazuje na jeszcze jedną podwyżkę o 0,25 pkt proc. w br. i wzrost stóp o 0,75 pkt proc. w 2018 r. Także uczestnicy rynku oczekują dalszych podwyżek stóp w kolejnych kwartałach (Wykres 1.9). Pomimo podwyższania stóp procentowych Fed reinwestuje raty kapitałowe papierów dłużnych kupionych w ramach kolejnych rund łagodzenia ilościowego. Fed zamierza jednak stopniowo zmniejszać skalę reinwestycji aktywów, co będzie prowadzić do powolnego obniżania się jego sumy bilansowej (Wykres 1.10)².

Wykres 1.8 Indeksy cen surowców rolnych i energetycznych

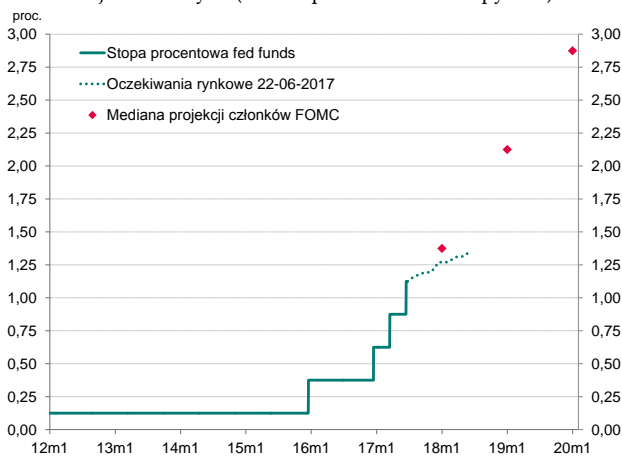


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

W skład indeksu cen surowców energetycznych wchodzi ceny węgla, ropy i gazu. System wag odwzorowuje strukturę zużycia nośników energii pierwotnej w polskiej gospodarce.

Wykres 1.9 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy Fed)



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania rynkowe na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

² Fed zamierza wprowadzić miesięczne limity dla niereinwestowanych środków w wysokości 6 mld USD dla obligacji skarbowych i 4 mld USD dla pozostałych papierów dłużnych zakupionych w ramach programu luzowania ilościowego. Następnie co trzy miesiące Fed ma zwiększać te limity odpowiednio o 6 i 4 mld USD aż do poziomu 30 i 20 mld USD miesięcznie. Fed sygnalizuje, że

Z kolei EBC utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, a także nadal skupuje aktywa finansowe, choć od kwietnia br. w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach³. Program skupu aktywów ma być kontynuowany przynajmniej do końca br. Zgodnie z planem pod koniec marca br. EBC zakończył natomiast udzielanie pożyczek w ramach programu wsparcia akcji kredytowej (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*). Jednocześnie – wobec trwającego ożywienia gospodarczego – uczestnicy rynku oczekują, że w przyszłym roku EBC może zacząć stopniowo ograniczać skalę luzowania polityki pieniężnej (Wykres 1.11).

Większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Część tych banków nadal stosuje także niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, choć w malejącym zakresie. Bank Japonii i Riksbank wciąż prowadzą programy skupu aktywów finansowych, przy czym Riksbank obniżył skalę skupu⁴. Bank Anglii osiągnął w maju skalę skupu założoną po referendum w sprawie *Brexitu* i od tej pory kontynuuje jedynie reinwestowanie rat kapitałowych zakupionych obligacji⁵. Bank Szwajcarii nadal przeprowadza interwencje w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka szwajcarskiego. Z kolei Bank Czech w kwietniu wycofał się z asymetrycznego zobowiązania kursowego (por. Ramka 1: *Zakończenie zobowiązania kursowego Banku Czech*).

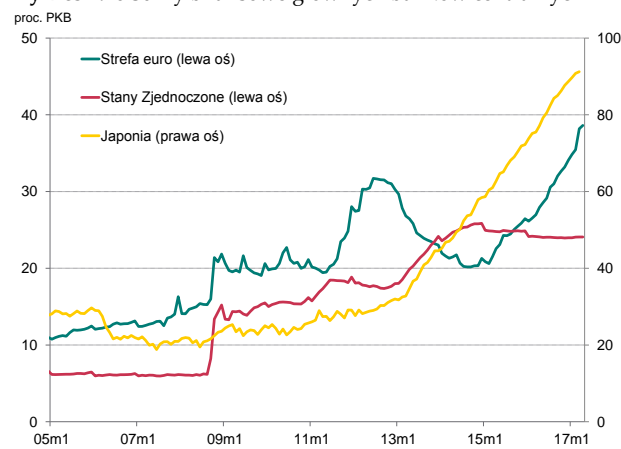
proces ograniczania reinwestycji rozpocznie się w br.

³ W okresie od stycznia 2015 r. (tj. od momentu ogłoszenia rozszerzenia programu skupu aktywów) do marca 2016 r. Eurosystem skupował aktywa o wartości 60 mld EUR miesięcznie. Następnie zdecydował o zwiększeniu skali skupu do 80 mld EUR miesięcznie. Od kwietnia br. banki centralne Eurosystemu ponownie skupują aktywa finansowe o wartości 60 mld EUR miesięcznie.

⁴ Bank Japonii skupuje obligacje skarbowe w skali pozwalającej na stabilizację 10-letnich rentowności w okolicy zera, tj. około 80 bln JPY rocznie, a także dokonuje zakupów innych aktywów finansowych, w tym funduszy typu ETF (*Exchange-Traded Fund*). Riksbank w kwietniu br. zdecydował o przedłużeniu programu zakupu obligacji rządowych o pół roku, tj. do końca 2017 r., po raz kolejny obniżając jednak skalę zakupów (do 15 mld SEK w II półroczu br. z 30 mld SEK w I półroczu br.).

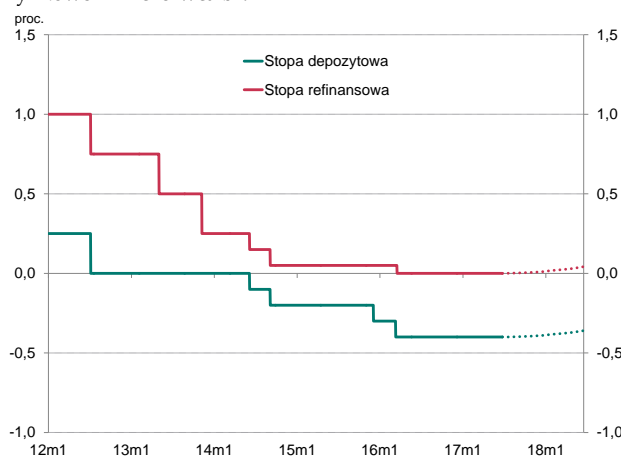
⁵ Bank Anglii w maju br. osiągnął założone wielkości zakupionych obligacji skarbowych i korporacyjnych (odpowiednio 435 mld i 10 mld GBP).

Wykres 1.10 Sumy bilansowe głównych banków centralnych



Źródło: dane FRED i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.11 Historyczne stopy procentowe EBC i oczekiwania rynkowe z 22 czerwca br.



Źródło: dane Bloomberg.

Stopy oczekiwane wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight index swap* na stopy depozytową i refinansową.

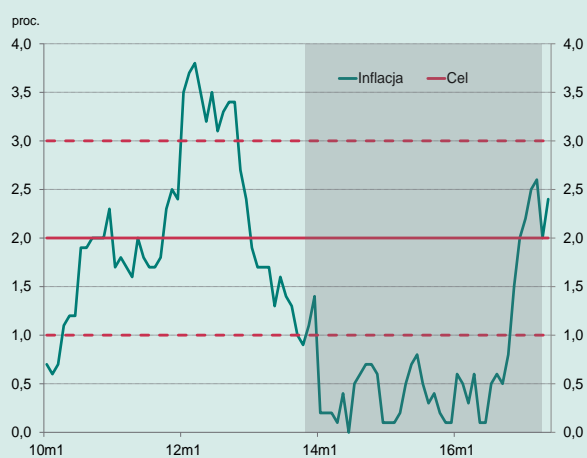
Ramka 1: Zakończenie zobowiązania kursowego Banku Czech

6 kwietnia br. Bank Czech podjął decyzję o odejściu od zobowiązania do utrzymania kursu korony czeskiej powyżej poziomu 27 EUR/CZK (tzw. asymetryczne zobowiązanie lub cel kursowy). Bank nie wykluczył jednak możliwości wykorzystywania dostępnych narzędzi w celu ograniczenia nadmiernej zmienności kursu walutowego, gdyby okazało się to konieczne (CNB 2017).

Asymetryczne zobowiązanie kursowe zostało wprowadzone w listopadzie 2013 r. po wcześniejszym obniżeniu głównej stopy procentowej Banku Czech niemal do zera (0,05%). Miało ono na celu dalsze złagodzenie polityki pieniężnej wobec utrzymującej się recesji i związanego z nią ryzyka pojawienia się deflacji w czeskiej gospodarce (por. Ramka 1: *Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech, Raport o inflacji – marzec 2014 r.*; CNB 2013). Dalsze istotne obniżenie stopy procentowej było niemożliwe ze względu na dolne ograniczenie nominalnych stóp procentowych, które w Czechach jest umocowane w przepisach prawnych. Z kolei ewentualne wprowadzenie programu skupu aktywów miałoby prawdopodobnie ograniczoną skuteczność z uwagi na wysoką nadpłynność w czeskim sektorze bankowym oraz niskie rentowności obligacji (IMF 2013). Przystępując do realizacji asymetrycznego zobowiązania kursowego, Bank Czech podał minimalny okres jego obowiązywania, który jednak był później stopniowo wydłużany. W II połowie 2016 r. Bank Czech zaczął sygnalizować możliwość zniesienia zobowiązania kursowego w II kw. br. Główną przesłanką zniesienia zobowiązania kursowego była poprawa bieżącej i oczekiwanej sytuacji gospodarczej w Czechach sprzyjająca powrotowi inflacji do 2-procentowego celu banku centralnego (Wykres R.1.1).

Pod wpływem komunikacji Banku Czech uczestnicy rynku przygotowywali się na decyzję o zniesieniu asymetrycznego celu kursowego, m.in. otwierając pozycje walutowe nastawione na aprecjację kursu. Znalazło to odzwierciedlenie w istotnym wzroście zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku czeskich skarbowych papierów wartościowych i w spadku ich rentowności. Po odejściu przez Bank Czech od zobowiązania kursowego kurs korony umocnił się, choć pozostał słabszy niż przed wprowadzeniem tego zobowiązania (Wykres R.1.3). Ograniczająco na skalę umocnienia korony wpływało prawdopodobnie zamykanie pozycji walutowych przez część uczestników rynku, a także możliwość działań stabilizujących wahania kursu walutowego sygnalizowana przez Bank Czech.

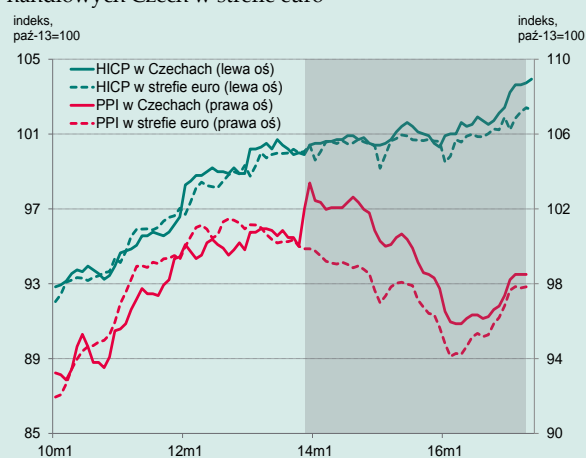
Wykres R.1.1 Inflacja CPI w Czechach na tle celu inflacyjnego



Źródło: dane Bloomberg i CNB.

Kolorem szarym zaznaczono okres obowiązywania asymetrycznego zobowiązania kursowego (dotyczy również kolejnych wykresów).

Wykres R.1.2 Wskaźniki cen w Czechach i u partnerów handlowych Czech w strefie euro



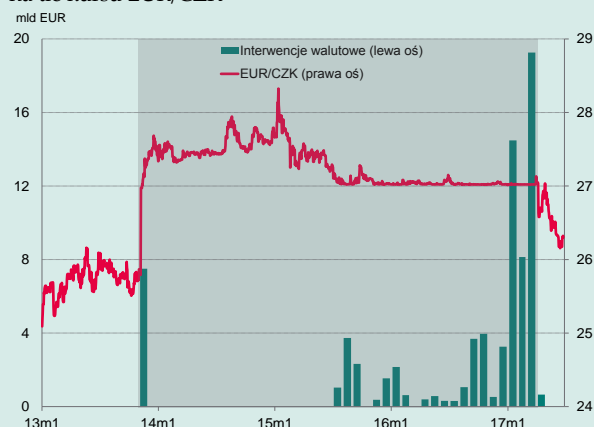
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki dla strefy euro obliczono jako średnią w krajach strefy euro ważoną udziałem tych krajów w handlu zagranicznym Czech.

Wstępna ocena makroekonomicznego wpływu asymetrycznego zobowiązania kursowego wskazuje, że prowadzona przez Bank Czech polityka kursowa przyczyniła się do uniknięcia deflacji w czeskiej gospodarce, a głównym kanałem jej wpływu na inflację było podwyższenie dynamiki cen importu⁶. Świadczy o tym zbliżona skala wzrostu cen importu i osłabienia korony w pierwszych miesiącach obowiązywania asymetrycznego zobowiązania kursowego⁷. W efekcie dynamika cen w Czechach była istotnie wyższa niż w strefie euro. W okresie utrzymywania zobowiązania kursowego skumulowany wzrost wskaźników cen konsumenta i producenta w Czechach był wyższy niż wśród partnerów handlowych Czech ze strefy euro o ok. 1 pkt proc. (Wykres R.1.2)⁸.

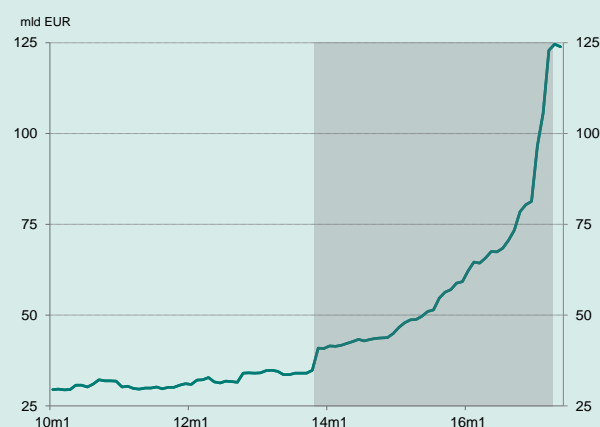
Ograniczenie tendencji deflacyjnych poprzez usztywnienie kursu doprowadziło jednak do znacznego zwiększenia poziomu aktywów rezerwowych na skutek prowadzonych interwencji walutowych. Bank Czech akumulował rezerwy walutowe przede wszystkim bezpośrednio po wprowadzeniu asymetrycznego celu kursowego oraz w ostatnich miesiącach jego obowiązywania, tj. po zapowiedziach możliwości zniesienia zobowiązania kursowego, które przyczyniły się do wzrostu napływu kapitału spekulacyjnego do Czech (Wykres R.1.3). W ostatnim pełnym kwartale obowiązywania celu kursowego skala interwencji wyniosła 41,9 mld EUR (tj. około 24% PKB). W całym okresie obowiązywania asymetrycznego celu kursowego aktywa rezerwowe Banku Czech zwiększyły się 3,5-krotnie (z 34,8 mld EUR w październiku 2013 r. do 124,6 mld EUR – czyli do około 71% PKB – w kwietniu 2017 r.; Wykres R.1.4)⁹. W konsekwencji wzrosło ryzyko dla wyniku finansowego Banku Czech w przyszłości ze względu na potencjalne znaczne zmiany wartości aktywów rezerwowych (w tym wskutek możliwej dalszej aprecjacji korony). Już w 2015 r., tj. w okresie jeszcze umiarkowanych interwencji walutowych, Bank Czech odnotował stratę, do której przyczyniły się w największym stopniu straty na operacjach walutowych.

Wykres R.1.3 Wielkość interwencji walutowych Banku Czech na tle kursu EUR/CZK



Źródło: dane CNB i Bloomberg.

Wykres R.1.4 Wielkość aktywów rezerwowych Banku Czech



Źródło: dane Bloomberg.

⁶ Jest to związane z wysokim stopniem otwartości czeskiej gospodarki. Suma eksportu i importu w odniesieniu do PKB w Czechach wynosi 153% wobec 84% średnio w Unii Europejskiej.

⁷ Roczna dynamika cen importu w Czechach w latach 2002-2012 była wyjaśniana w 84% dynamiką PPI w strefie euro i kursu EUR/CZK. Pomiędzy październikiem a grudniem 2013 r. roczna dynamika kursu EUR/CZK wzrosła o 6,3 pkt proc., a dynamika cen importu o 5,5 pkt proc., przy wzroście inflacji PPI w strefie euro zaledwie o 0,5 pkt proc.

⁸ Należy zaznaczyć, że ograniczająco na różnicę w dynamice cen w Czechach i strefie euro wpływały zmiany cen administrowanych i podatków, których łączny wpływ na wskaźnik cen konsumenta w Czechach w latach 2014-2015 był ujemny i wyniósł 0,6 pkt proc.

⁹ Całkowita wielkość interwencji walutowych wyniosła w tym okresie 75,2 mld EUR. Pozostały wzrost aktywów rezerwowych wynikał z innych operacji walutowych.

Podsumowując, można oceniać, że asymetryczny cel kursowy stosowany przez Bank Czech był skutecznym narzędziem ograniczającym tendencje deflacyjne w czeskiej gospodarce. Osiągnięto to jednak kosztem silnego wzrostu aktywów rezerwowych, który – przy oczekiwanej przez Bank Czech aprecjacji korony – będzie negatywnie wpływać na wynik finansowy banku centralnego.

Literatura

CNB (2013), *Transcript of the introductory statement from the press conference*, 7 November 2013.

CNB (2017), *Statement of the Bank Board for the press conference following the extraordinary monetary policy meeting*, 6 April 2017.

IMF (2013), *Czech Republic 2013 Article IV Consultation*, Country Report No 13/242, 2 August 2013.

Franta, M., Holub, T., Kral, P., Kubickova, I., Smidkova, K., Vasicek, B. (2014), *The Exchange Rate as an Instrument at Zero Interest Rates: The Case of the Czech Republic*, CNB Research and Policy Notes 3/2014, September 2014.

Skorepa, M., Tomsik, V., Vlcek, J. (2016), *Impact of the CNB's exchange rate commitment: pass-through to inflation*, BIS Paper No 89.

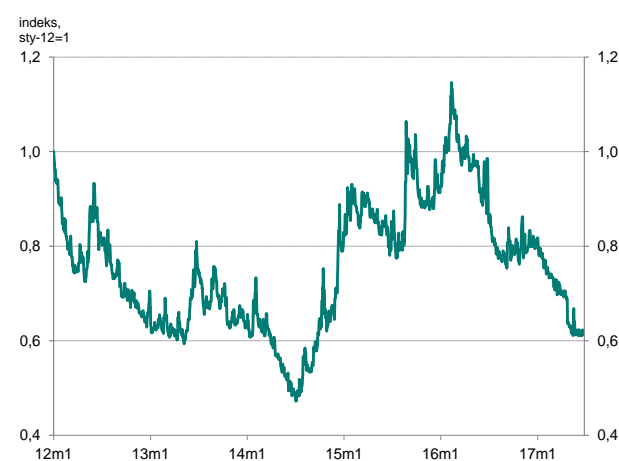
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiały się. Przyczyniało się do tego ożywienie koniunktury na świecie, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), przy wciąż ekspansywnej – mimo stopniowych podwyżek stóp przez Fed – polityce pieniężnej głównych banków centralnych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W konsekwencji obniżała się też zmienność cen na rynkach finansowych (por. Ramka 2: *Spadek zmienności na amerykańskim rynku akcji*; Wykres 1.12).

W tych warunkach indeksy giełdowe na świecie rosły, osiągając w przypadku niektórych gospodarek rozwiniętych, w tym Stanów Zjednoczonych, najwyższe wartości w historii (Wykres 1.13).

Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych sprzyjała spadkowi rentowności obligacji w gospodarkach wschodzących (Wykres 1.14). Jednocześnie rentowności obligacji w gospodarkach rozwiniętych ustabilizowały się po wcześniejszym wzroście. Było to związane ze spadkiem oczekiwań inflacyjnych – po ich istotnym podwyższeniu się w poprzednich kwartałach – na co w dużej mierze wpłynęło obniżenie się cen surowców energetycznych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

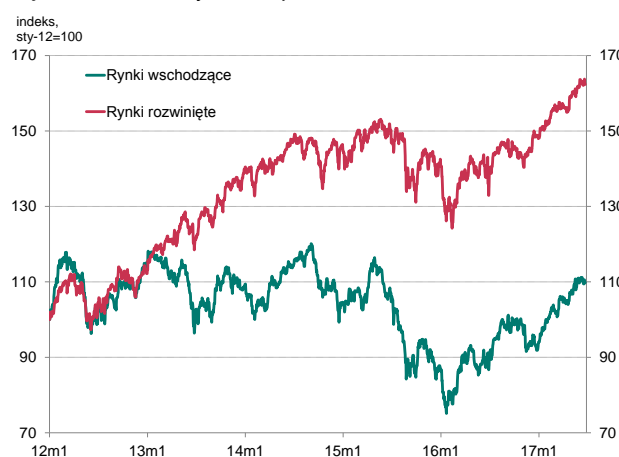
Wykres 1.12 Miara zmienności na rynkach finansowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.13 Indeksy cen akcji na świecie

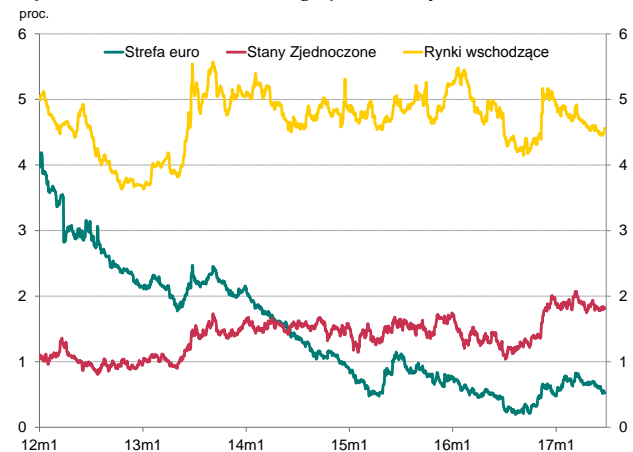


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki rozwinięte – MSCI World Equity Index, gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych i spadek awersji do ryzyka spowodowały także umocnienie walut gospodarek wschodzących, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.15). Umocnieniu walut gospodarek wschodzących względem dolara dodatkowo sprzyjała jego deprecjacja wobec głównych walut, do czego przyczyniała się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw polityki gospodarczej w Stanach Zjednoczonych.

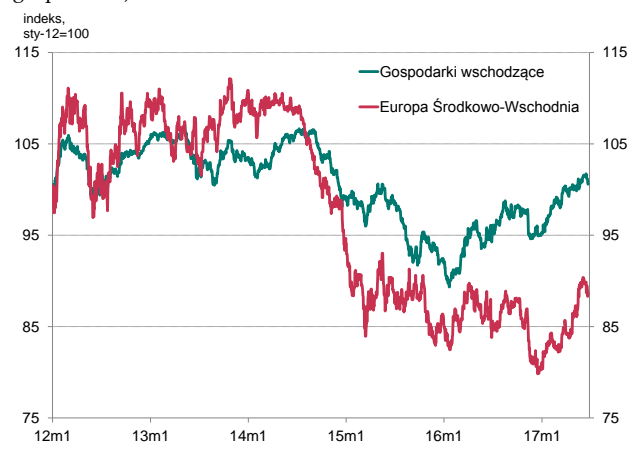
Wykres 1.14 Rentowności obligacji skarbowych na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rentowności na podstawie indeksów obligacji Bloomberg: *Eurozone Sovereign*, *US Treasury* i *Emerging Market Sovereign*.

Wykres 1.15 Kursy walut gospodarek wschodzących względem dolara (wzrost oznacza aprecjację waluty danej grupy gospodarek)



Źródło: dane Bloomberg.

Gospodarki wschodzące – *MSCI Emerging Market Currency Index*; Europa Środkowo-Wschodnia – średnia kursów walut Polski, Czech i Węgier względem dolara amerykańskiego, ważona PKB.

Ramka 2: Spadek zmienności na amerykańskim rynku akcji

W 2017 r. istotnie wzrosły ceny akcji na światowych rynkach finansowych i spadła ich zmienność. Dotyczyło to w szczególności Stanów Zjednoczonych, gdzie główny indeks akcji S&P 500 osiągnął historycznie najwyższy poziom (Wykres R.2.1), a jego zmienność – w tym zmienność oczekiwana przez uczestników rynku odzwierciedlona we wskaźniku VIX – znacząco się obniżyła (Wykres R.2.2). Wzbudziło to obawy – m.in. części członków komitetu decyzyjnego Fed¹⁰ – o to, czy inwestorzy na rynku akcji poprawnie wyceniają ryzyko i czy ceny instrumentów finansowych nie odchylają się nadmiernie od wartości fundamentalnych. Poniżej omówiono główne przyczyny niskiej zmienności na amerykańskim rynku akcji oraz ryzyko związane z odwróceniem się obecnych tendencji cen aktywów na światowych rynkach finansowych.

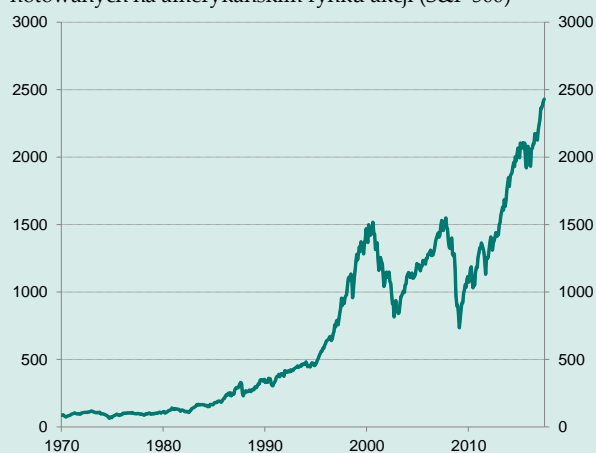
Indeks zmienności VIX

Konstrukcja indeksu VIX jest związana z opcjami na indeks S&P 500, tj. indeks największych spółek notowanych na amerykańskiej giełdzie. Opcje to kontrakty finansowe, które umożliwiają inwestorom zabezpieczenie się przed

¹⁰ Por. np. *minutes* z posiedzenia komitetu decyzyjnego Fed w dn. 14-15 marca 2017 r.

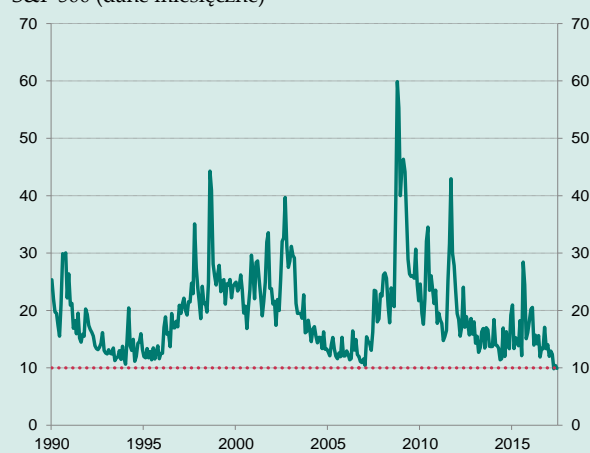
niepożądanym wzrostem (tzw. opcja „call”) lub spadkiem (opcja „put”) ceny danego instrumentu bazowego, w tym wypadku indeksu S&P 500. Kluczowym parametrem wyceny opcji jest oczekiwana przez inwestorów zmienność cen instrumentu bazowego: im wyższa, tym większe są oczekiwane wypłaty z opcji, i tym wyższa ich cena. VIX wyraża oczekiwaną w ciągu miesiąca zmienność indeksu S&P 500¹¹. Wartość VIX rośnie, gdy inwestorzy oczekują wzrostu zmienności na rynku akcji i są gotowi płacić więcej za zabezpieczenie się przed ryzykiem znacznych zmian ich cen.

Wykres R.2.1 Indeks cen 500 największych spółek notowanych na amerykańskim rynku akcji (S&P 500)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres R.2.2 Indeks VIX wyrażający oczekiwaną zmienność S&P 500 (dane miesięczne)



Źródło: dane Bloomberg.

W ostatnich miesiącach VIX obniżył się do historycznie niskich poziomów (Wykres R.2.2), co wskazuje, że inwestorzy postrzegają niewielkie ryzyko dużych zmian cen akcji. W szczególności w maju br. VIX kilkakrotnie spadł poniżej 10 pkt przy wieloletniej średniej na poziomie 20 pkt. W całej historii kwotowań od 1990 r. VIX osiągnął poziom 10 pkt tylko dwukrotnie, w 1993 r. i w 2007 r. Oba epizody poprzedziły okresy eskalacji napięć na rynkach finansowych związanych – w pierwszym przypadku – z załamaniem na amerykańskim rynku obligacji w 1994 r., a w drugim – z początkiem kryzysu *subprime* w lipcu 2007 r.

Czynniki spadku zmienności i ryzyka z tym związane

Z teoretycznego punktu widzenia zmienność indeksu S&P 500 zależy od dwóch głównych czynników: zmienności cen akcji poszczególnych uwzględnionych w nim spółek oraz stopnia ich wzajemnej korelacji. W latach 2010-2017 oczekiwana średnia korelacja zmian cen akcji uwzględnianych w indeksie S&P 500 wyjaśniała niemal 80% zmienności indeksu VIX (Wykres R.2.3). W ostatnim okresie korelacja ta znacząco się obniżyła¹², co istotnie przyczyniło się do spadku VIX. Spadek oczekiwanej – a także ostatecznie zrealizowanej – przeciętnej korelacji cen akcji wskazuje, że inwestorzy przypisują relatywnie mniejszą wagę czynnikom systematycznym w kształtowaniu się cen akcji. Innymi słowy uważają oni, że – w warunkach utrwalającej się dobrej koniunktury, dobrych nastrojów i wciąż łagodnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych – niepewność co do przyszłych stóp zwrotu z akcji jest związana przede wszystkim z czynnikami charakterystycznymi dla poszczególnych spółek lub sektorów, a nie z czynnikami wspólnymi dla całego rynku.

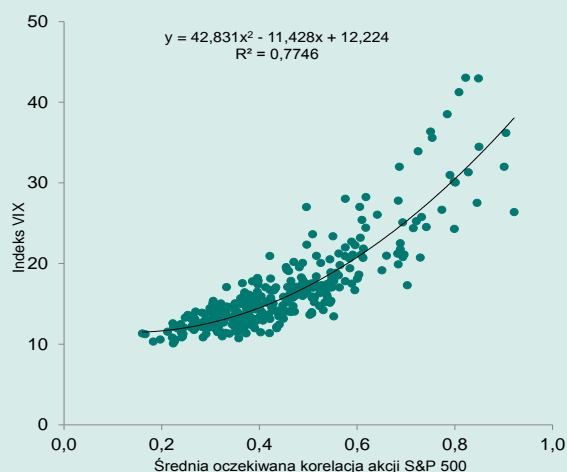
Obniżenie się indeksu VIX może być też pośrednim skutkiem długotrwałego prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w tym Fed. Jednym z zamierzonych efektów działań niekonwencjonalnych był ich wpływ na relatywne ceny instrumentów finansowych i skłonienie inwestorów do kupowania bardziej ryzykownych aktywów (ang. *portfolio rebalancing channel*). Wobec spadku rentowności obligacji skarbowych i innych instrumentów tradycyjnie uważanych za bezpieczne inwestorzy zaczęli poszukiwać bardziej

¹¹ Formalnie VIX wyraża wartość oczekiwaną zannualizowanego odchylenia standardowego dziennych stóp zwrotu z S&P 500.

¹² Korelacja zmian cen akcji obniżyła się do 0,22 wobec długoletniej średniej na poziomie 0,45.

dochodowych form inwestycji. Wśród nich istotną rolę odgrywały strategie polegające na wystawianiu opcji. Opcje te były kupowane głównie przez tzw. animatorów rynku (ang. *market makers*), którzy z reguły je zabezpieczali, aby nie ponosić związanego z nimi ryzyka. Strategia zabezpieczająca polegała w tym wypadku na nabywaniu instrumentu bazowego (np. indeksu S&P 500), gdy jego cena spadała, i sprzedawaniu, gdy jego cena rosła. W efekcie zmniejszała się zmienność na rynku, co wpływało na oczekiwania inwestorów i przekładało się na spadek indeksu VIX.

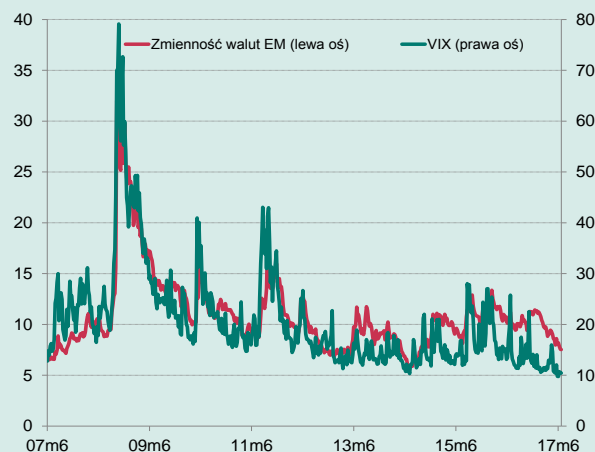
Wykres R.2.3 Związek pomiędzy indeksem VIX a średnią oczekiwaną korelacją stóp zwrotu z akcji uwzględnionych w indeksie S&P 500



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwana korelacja oznacza korelację implikowaną z opcji na S&P 500 o terminie zapadalności 1 miesiąca.

Wykres R.2.4 Zmienność walut gospodarek wschodzących na tle indeksu VIX (dane tygodniowe)



Źródło: dane Bloomberg.

Zmienność walut wschodzących przybliżona indeksem JP Morgan Emerging Market Volatility Index.

Mechanizm ten może jednak również działać w odwrotnym kierunku. Przy znacznym spadku indeksu S&P 500, np. spowodowanym pogorszeniem nastrojów na rynkach finansowych, zwiększyłby się popyt inwestorów na opcje chroniące przed podobnymi skrajnymi zdarzeniami. Animatorzy rynku, dążąc do zaspokojenia popytu inwestorów, wystawiliby im opcje i – podobnie jak wcześniej – zabezpieczali je. Tym razem jednak oznaczałoby to konieczność sprzedawania instrumentu bazowego, gdy jego cena spada, i kupowania, gdy rośnie. Dodatkowo pogłębiałyby to pierwotny spadek indeksu i zwiększało zmienność na rynku¹³. W rezultacie nastąpiłby wzrost indeksu VIX, który prawdopodobnie przełożyłby się na ogólny wzrost awersji do ryzyka i spadek cen aktywów na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie wzrosnąć mogłyby także zmienność kursów walutowych gospodarek wschodzących, ponieważ są one wyraźnie skorelowane z nastrojami globalnych inwestorów (Wykres R.2.4).

Podsumowując, obserwowany w ostatnich miesiącach spadek zmienności cen akcji do poziomów najniższych w historii odzwierciedla bardzo dobre nastroje inwestorów oraz ich wysoką skłonność do podejmowania ryzyka. Jest to związane z poprawą światowej koniunktury przy wciąż bardzo łagodnych warunkach monetarnych na świecie. Niski poziom zmienności może też być częściowo efektem strategii realizowanych przez inwestorów i animatorów rynku, które wzmacniają szoki na rynkach finansowych. W tych warunkach ewentualny silny spadek cen akcji mógłby doprowadzić do znaczącego wzrostu zmienności i pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych. Z tego względu tendencje na amerykańskim rynku akcji będą prawdopodobnie stanowić istotną przesłankę przy podejmowaniu decyzji o tempie dalszego zaostrzania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

¹³ Analogiczny mechanizm został zidentyfikowany przez tzw. komisję Brady'ego powołaną przez prezydenta Reagana w 1988 r. do zbadania przyczyn załamania na giełdzie amerykańskiej w 1987 r. Por. Danielsson, J. i Shin, H. S. (2002), *Endogenous risk*, w: *Modern Risk Management – A History*, Risk Books, London.

2 Gospodarka krajowa

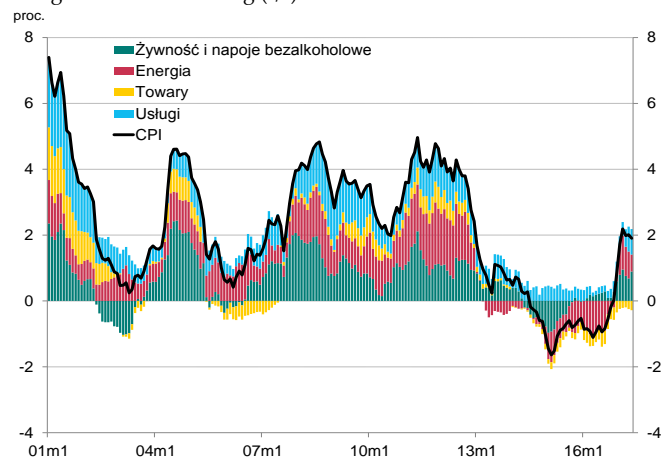
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce – po wyraźnym wzroście na początku br. – ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie¹⁴ (Wykres 2.1). Stabilizacji inflacji CPI w ostatnich miesiącach sprzyjało wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jednocześnie nieco wyższym poziomie inflacji bazowej – związanym z poprawą krajowej koniunktury – i wyższej dynamice cen żywności.

Inflacja bazowa, choć wzrosła od początku br., pozostaje niska (Wykres 2.2). Jest to związane z wciąż umiarkowaną dynamiką cen w otoczeniu polskiej gospodarki, która – wraz z aprecjacją kursu złotego – przyczynia się do utrzymania spadku cen towarów. Poprawa krajowej koniunktury przekłada się natomiast na wzrost dynamiki cen usług¹⁵.

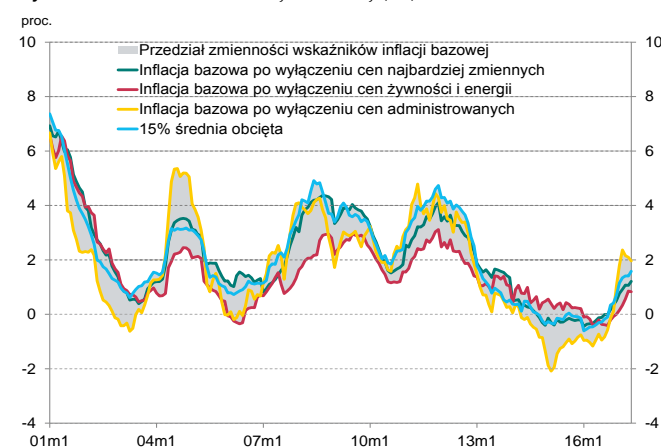
Odnotowany w ostatnim okresie spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) spowodował z kolei obniżenie się dynamiki cen paliw. Przyczyniło się to do stabilizacji dynamiki cen konsumpcyjnych, a – wraz ze spadkiem cen innych surowców energetycznych – także do osłabienia dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, po jej znaczącym wzroście na początku br. (Wykres 2.3).

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁴ Zgodnie z szybkim szacunkiem, opublikowanym po *cut-off date* dla *Raportu*, inflacja CPI wyniosła 1,5% w czerwcu br. wobec 1,9% w poprzednim miesiącu. Ostateczne dane o inflacji CPI w czerwcu wraz z dekompozycją zostaną opublikowane 11 lipca br.

¹⁵ Do wzrostu rocznej dynamiki cen usług w br. przyczyniały się również efekty statystyczne, w tym dodatni efekt bazy związany z obniżkami opłat radiowo-telewizyjnych w marcu i kwietniu ub.r.

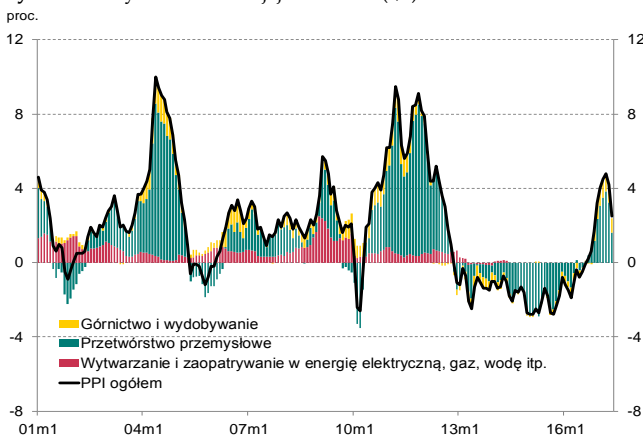
W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała natomiast wyższa niż przed rokiem dynamika cen żywności. Była ona związana z szybko rosnącym popytem gospodarek wschodzących oraz z niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi najpierw na południu Europy, a następnie w Polsce.

W tych warunkach oczekiwania inflacyjne – po wzroście na początku roku – ustabilizowały się. W szczególności oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i prognozy ekonomistów ankietowanych przez NBP wskazują na utrzymanie się inflacji na zbliżonym do obecnego poziomie w nadchodzących kwartałach (Tabela 2.1; Wykres 2.4).

2.2 Popyt i produkcja

Po przejściowym spowolnieniu w 2016 r., wzrost gospodarczy wyraźnie przyspieszył. W I kw. br. dynamika PKB wzrosła do 4,0% r/r (wobec 2,7% w 2016 r.; Wykres 2.5). Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Dynamika inwestycji była natomiast zbliżona do zera. Bliski zera był również wkład eksportu netto do wzrostu PKB, przy jednoczesnym utrzymaniu się wysokiej dynamiki eksportu i importu. Dodatni wkład do wzrostu PKB wniósł z kolei przyrost zapasów, w znacznej mierze materiałów, co może wskazywać na kontynuację ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wyprzedzające wskaźniki koniunktury oraz dane o produkcji i sprzedaży sygnalizują, że wzrost gospodarczy w II kw. br. utrzymał się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I kw.

Wykres 2.3 Dynamika PPI i jej struktura (t/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

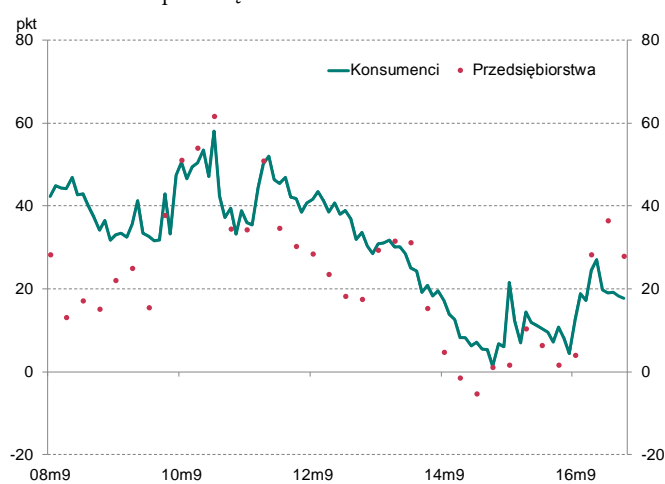
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	16q2	16q3	16q4	17q1	17q2
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,6	1,4	1,4	2,0	1,8
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,3	1,2	1,7	2,0	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	1,8	1,8	2,2	2,3	-

Źródło: dane NBP i Reuters.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

Wykres 2.4 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej dynamiki cen.

Szerzej na temat sposobu liczenia statystyki bilansowej – por.

<http://www.nbp.pl/home.aspx?l=/statystyka/oczekiwania/oczekiwania.html>

2.2.1 Konsumpcja

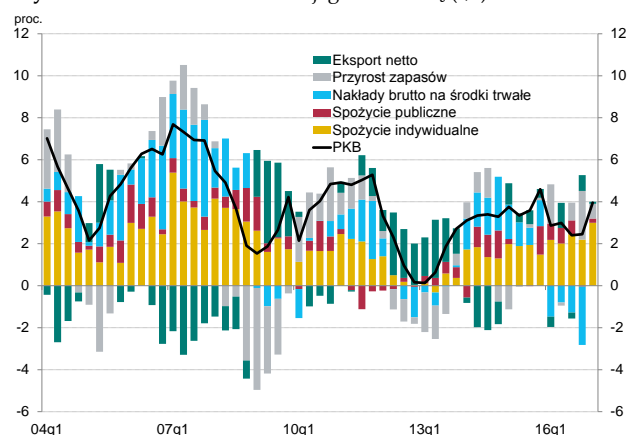
Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym czynnikiem wzrostu PKB. W I kw. br. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 4,7% r/r (wobec 3,8% r/r w 2016 r.). Rosnącej konsumpcji sprzyja wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*; Wykres 2.6). Pozytywnie na dynamikę spożycia indywidualnego wpływają dodatkowo bardzo dobre nastroje konsumentów (Wykres 2.7) oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”¹⁶. Ograniczająco na dynamikę konsumpcji oddziałuje natomiast wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen konsumpcyjnych, która – wobec braku znaczącego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń – ogranicza wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Dane za pierwsze miesiące II kw. br. sugerują utrzymywanie się stabilnej dynamiki spożycia indywidualnego. Sprzedaż detaliczna w cenach stałych w kwietniu i maju rosła średnio w takim samym tempie jak w I kw. (7,1% r/r). Jednocześnie nadal poprawiały się nastroje konsumentów, a dynamika funduszu płac w przedsiębiorstwach nieco się zwiększyła (realnie do 7,4% r/r z 6,9% r/r w I kw.). W kolejnych kwartałach stabilizująco na roczną dynamikę konsumpcji będzie natomiast wpływać stopniowe wygasanie pozytywnych efektów wprowadzonego rok wcześniej programu „Rodzina 500 plus”.

2.2.2 Inwestycje

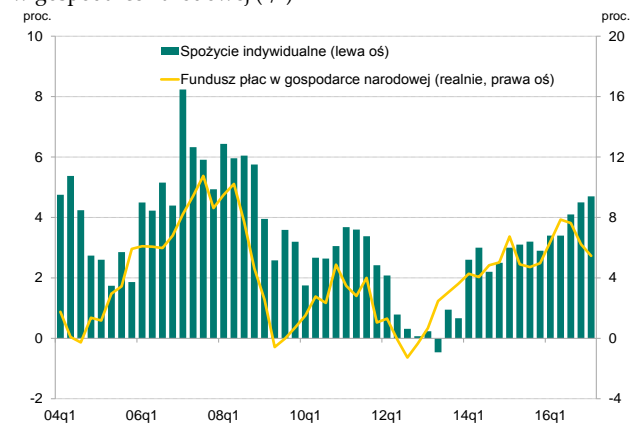
W I kw. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe była zbliżona do zera (wyniosła -0,4% r/r wobec -7,9% w 2016 r.; Wykres 2.8).

Wykres 2.5 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



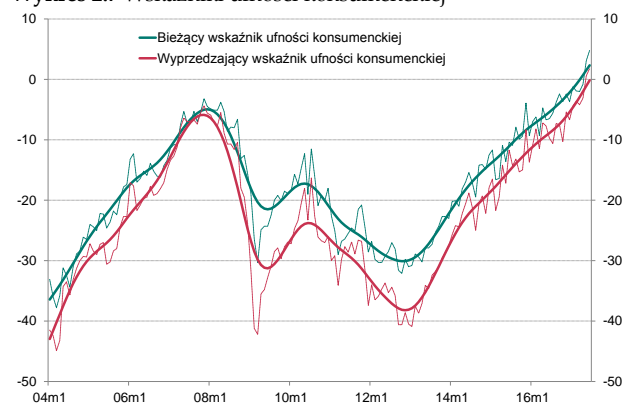
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6 Dynamika spożycia indywidualnego i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

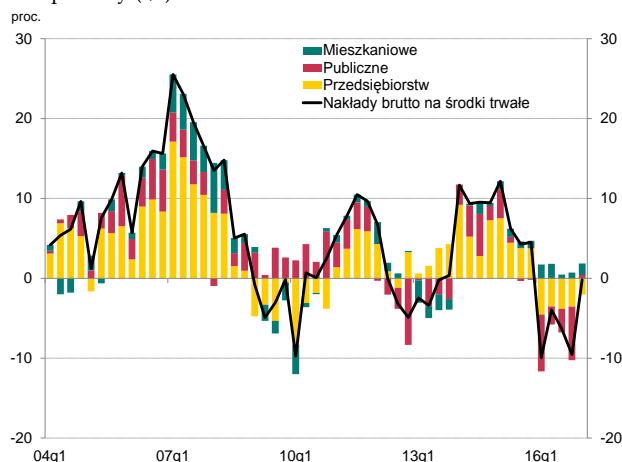
Linia przerywaną zaznaczono surowe dane; linią ciągłą – dane wyglądzone filtrem HP.

¹⁶ W IV kw. ub.r. wypłaty świadczeń wychowawczych zwiększyły dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych o 2,1 pkt proc. (por. *Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w IV kw. 2016 r.*, NBP, czerwiec 2017 r.).

Do wyhamowania spadku nakładów brutto na środki trwałe przyczyniło się – według szacunków NBP – zmniejszenie skali spadku inwestycji przedsiębiorstw, przy jednoczesnym niewielkim wzroście inwestycji publicznych oraz wyraźnym zwiększeniu się dynamiki inwestycji mieszkaniowych.

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe sektora publicznego był związany z ożywieniem inwestycji finansowanych ze środków unijnych¹⁷. Jednocześnie zmniejszyła się skala spadku inwestycji przedsiębiorstw, w tym w branżach wykorzystujących w znacznym stopniu fundusze unijne w finansowaniu nakładów na środki trwałe (budownictwo, dostarczanie wody, energetyka i transport)¹⁸. Utrzymał się natomiast spadek inwestycji w górnictwie. Z kolei dynamika inwestycji przedsiębiorstw z sektora usług, handlu i przemysłu była dodatnia, czemu sprzyjał rosnący popyt przy coraz większym wykorzystaniu zdolności produkcyjnych (Wykres 2.9; Wykres 2.10). W kierunku wyższych inwestycji przedsiębiorstw oddziałuje też poprawa ich sytuacji finansowej, wysoka dostępność kredytu i relatywnie niskie stopy procentowe. Dane o produkcji przemysłowej oraz budownictwie (por. rozdz. 2.2.5. *Produkcja*) wskazują na utrzymanie się tendencji wzrostowej w tych sektorach, co powinno wspierać wzrost inwestycji przedsiębiorstw w II kw. br. Ograniczająco na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw oddziałuje natomiast deklarowana przez nie niepewność,

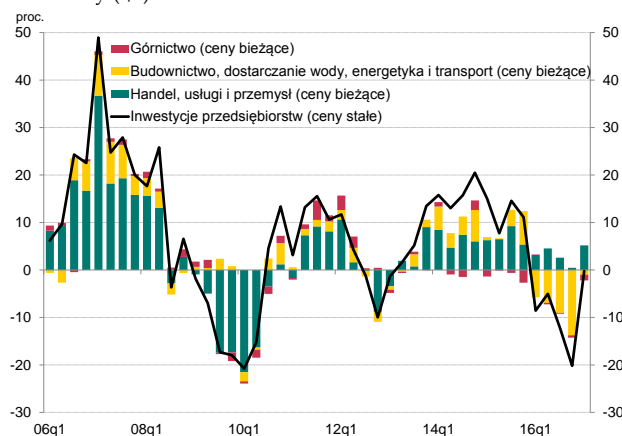
Wykres 2.8 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP, dane nieodsezonowane.

Wykres 2.9 Dynamika inwestycji przedsiębiorstw z podziałem na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Podział na sektory według Polskiej Klasyfikacji Działalności. Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01). Dane różnią się od przedstawionych na Wykresie 2.8, ponieważ zakres podmiotowy tego sprawozdania nie obejmuje, w przeciwieństwie do rachunków narodowych, jednostek prowadzących działalność badawczo-rozwojową, agencji wykonawczych, szkolnictwa wyższego, publicznych zakładów opieki zdrowotnej, instytucji kultury mających osobowość prawną, a także jednostek prowadzących działalność finansową i ubezpieczeniową. Wartość dodana brutto tych ostatnich obniżyła się w I kw. br., co może również częściowo tłumaczyć nadal ujemną dynamikę aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w tym okresie.

¹⁷ W I kw. br. wartość wniosków beneficjentów o refundację nakładów na inwestycje publiczne szacowana jest na ok. 1,8 mld PLN wobec 0,4 mld PLN w I kw. ub.r.

¹⁸ Według szacunków NBP w przypadku budownictwa, dostarczania wody, energetyki i transportu relacja wykorzystania środków unijnych do nakładów brutto na środki trwałe w I kw. br. wyniosła przeciętnie 16,5%, a w przypadku pozostałych sektorów było to zaledwie 0,8%. Na zbliżonym poziomie kształtują się relacje całkowitej kwoty planowanych wydatków tych sektorów w ramach inwestycji współfinansowanych z funduszy unijnych z nowej perspektywy finansowej (według złożonych do maja 2017 r. wniosków o dofinansowanie) do szacowanej na podstawie lipcowej projekcji inflacji i PKB skali inwestycji przedsiębiorstw z tych sektorów w latach 2017-2019.

a także wyższe niż w poprzednich latach koszty pracy oraz ceny surowców¹⁹.

W I kw. br. wyraźnie wzrosła dynamika inwestycji mieszkaniowych. Sprzyjała temu systematyczna poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych, związana w szczególności ze wzrostem zatrudnienia i wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), a także niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytu. Inwestycje mieszkaniowe są ponadto wspierane przez wyższą opłacalność inwestycji w mieszkania na wynajem względem innych form lokowania kapitału (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek mieszkaniowy*).

2.2.3 Sektor finansów publicznych

W 2016 r. deficyt sektora finansów publicznych obniżył się do 2,4% PKB (z 2,6% PKB w 2015 r.). Pomimo obniżenia się deficytu wpływ polityki fiskalnej na popyt zagregowany był zbliżony do neutralnego²⁰.

W I kw. br. sektor finansów publicznych osiągnął znaczącą nadwyżkę. Przyczynił się do tego bardzo niski deficyt budżetu państwa w tym okresie²¹, przy nadwyżce w podsektorach samorządowym i funduszy ubezpieczeń społecznych. Niski deficyt budżetu państwa wynikał głównie z wysokiej dynamiki dochodów, zwłaszcza dochodów z podatku od towarów i usług. Wysoka dynamika dochodów z podatku VAT była efektem poprawy ściągalności tego podatku oraz oddziaływania czynników o charakterze przejściowym²²,

Wykres 2.10 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw, dane odsezonowane



Źródło: dane NBP.

Dane ze wstępnych danych Szybkiego Monitoringu NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw.

¹⁹ Por. *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2017 r.

²⁰ Zbliżony do neutralnego wpływ polityki fiskalnej na popyt zagregowany wynikał z równoważenia się wpływu spadku inwestycji publicznych ze wzrostem wydatków na świadczenia społeczne i wychowawcze, przede wszystkim w efekcie uruchomienia programu świadczeń wychowawczych „Rodzina 500 plus”.

²¹ W I kw. br. deficyt budżetu państwa wyniósł ok. 2,3 mld PLN (3,8% limitu ustawowego).

²² Czynniki przejściowe, które wpłynęły pozytywnie na dynamikę dochodów z VAT (wzrost o 40,6% r/r w I kw. 2017 r.), obejmowały m.in. przyspieszenie dokonywania zwrotów pod koniec 2016 r., objęcie niektórych usług budowlanych świadczonych przez podwykonawców mechanizmem odwrotnego obciążenia, a także wprowadzenie ograniczenia możliwości stosowania kwartalnych rozliczeń VAT począwszy od 2017 r.

a także poprawy koniunktury gospodarczej. Dobra sytuacja finansowa funduszy ubezpieczeń społecznych była z kolei nadal wspierana przez wzrost zatrudnienia i płac.

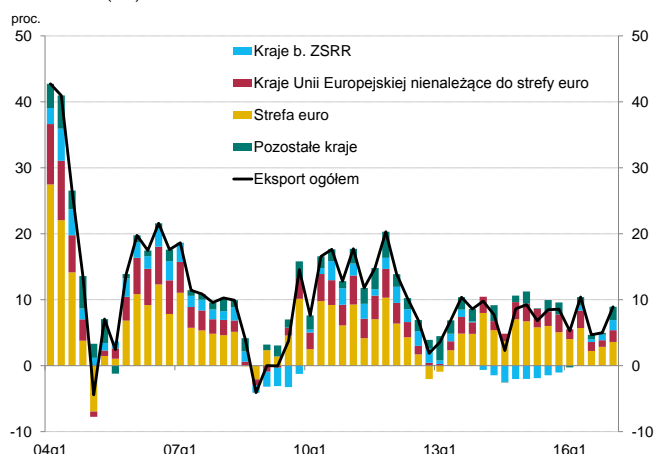
W kolejnych miesiącach 2017 r. można oczekiwać zwiększenia się deficytu sektora finansów publicznych w następstwie m.in. wyraźnego wzrostu inwestycji publicznych²³, których realizacja w ostatnich latach koncentrowała się w II półroczu. W ostatnim kwartale br. w kierunku podwyższenia dynamiki wydatków tego sektora będzie także oddziaływało obniżenie powszechnego wieku emerytalnego (do poziomu 60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn)²⁴. Dodatkowo negatywnie na saldo sektora finansów publicznych w relacji do poprzedniego roku wpłyną całoroczne koszty realizacji programu „Rodzina 500 plus”²⁵. Deficyt sektora finansów publicznych pozostanie jednak niższy od 3% PKB.

W konsekwencji wyższych niż w poprzednim roku inwestycji publicznych, w tym finansowanych ze środków unijnych²⁶, a także zwiększonych świadczeń, polityka fiskalna będzie prawdopodobnie pozytywnie – choć w umiarkowanym stopniu – wpływać na popyt zagregowany w 2017 r.

2.2.4 Handel zagraniczny

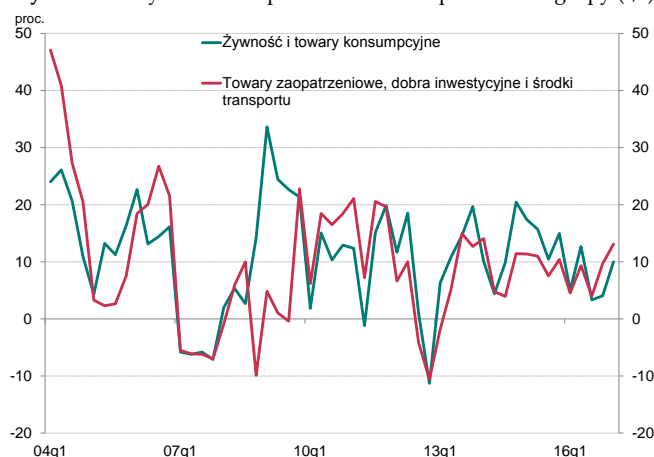
W I kw. br. przyspieszył wzrost wartości eksportu i importu²⁷. Sprzyjało temu

Wykres 2.11 Dynamika eksportu towarów w podziale na kraje docelowe (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.12 Dynamika eksportu towarów w podziale na grupy (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²³ W Programie Konwergencji. Aktualizacja 2017 założono wzrost nakładów na środki trwałe łącznie o ok. 1,2 pkt proc. PKB, w tym niepodlegających refundacji z budżetu Unii Europejskiej o ok. 0,4 pkt proc. PKB.

²⁴ Skutki finansowe przywrócenia powszechnego wieku emerytalnego wynoszącego 65 lat dla mężczyzn i 60 lat dla kobiet są szacowane przez rząd na ok. 0,1% PKB w 2017 r. (w ujęciu ESA2010).

²⁵ Według informacji Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej beneficjentom programu „Rodzina 500 plus” wypłacono w 2016 r. łącznie ponad 17 mld PLN (ok. 0,9% PKB), a w I kw. 2017 r. – ok. 6 mld PLN (tj. ok. 0,3% PKB).

²⁶ Zgodnie z zasadami ESA2010 dochody i wydatki finansowane z budżetu Unii Europejskiej nie wpływają na wynik sektora finansów publicznych, ale wpływają na popyt zagregowany.

²⁷ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia. Należy jednak zaznaczyć, że – zgodnie z danymi NBP – dynamika eksportu usług (10,7% r/r) pozostała wyraźnie wyższa niż ich importu (7,4% r/r).

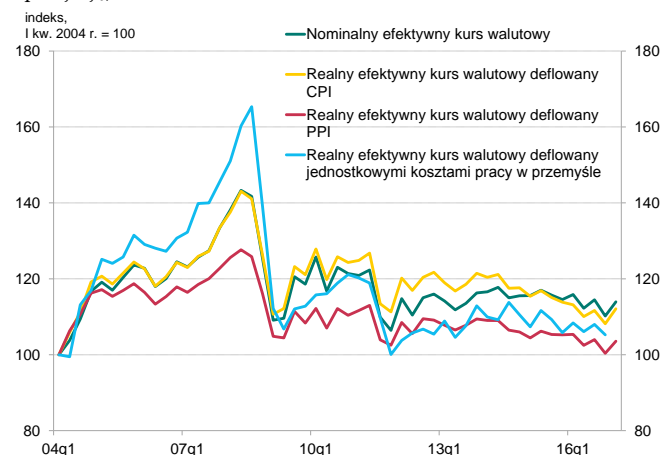
zwiększenie się obrotów w handlu światowym, wysoka konkurencyjność cenowa polskich produktów oraz poprawa krajowej koniunktury.

Wzrost dynamiki wartości eksportu w I kw. br. dotyczył wszystkich rynków zbytu, w tym strefy euro i pozostałych krajów europejskich (Wykres 2.11). Wyższy popyt był związany zarówno z poprawą koniunktury w światowym przemyśle, przekładającą się na ożywienie handlu towarami wytwarzanymi w ramach globalnych sieci podaży, jak i z ponownym wzrostem zapotrzebowania na polskie towary konsumpcyjne i żywność (Wykres 2.12). Wzrostowi eksportu sprzyjało także pewne ożywienie popytu w największych gospodarkach wschodzących (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Dynamika eksportu była wspierana również przez wysoką konkurencyjność cenową polskich towarów. Zarówno poziom cen, jak i przeciętne godzinowe koszty pracy w Polsce należą do najniższych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej²⁸. Ponadto poziom kursu złotego – pomimo umocnienia (por. rozdz. 2.5.1 *Rynki finansowe*) – nie stanowił bariery dla działalności eksportowej polskich przedsiębiorstw²⁹, a miary realnego efektywnego kursu złotego pozostają niższe od wieloletniej średniej (Wykres 2.13).

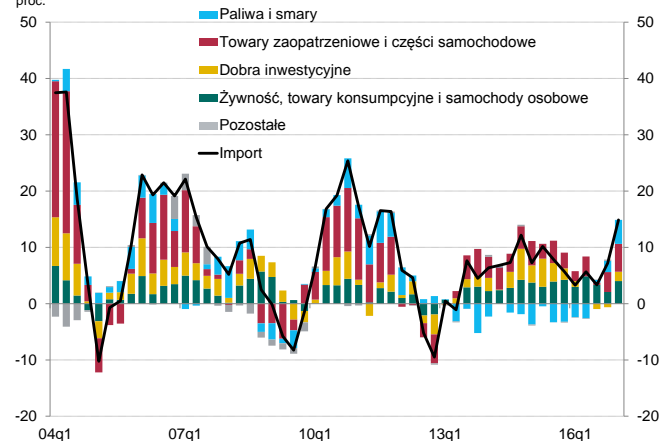
Z kolei przyspieszenie wzrostu wartości importu było związane z jednej strony z wyższymi niż rok wcześniej cenami ropy naftowej, a z drugiej strony z ożywieniem popytu krajowego (Wykres 2.14). Utrzymujący się wysoki popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych przełożył się na wyższą dynamikę importu towarów konsumpcyjnych i żywności (por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*). Nieznacznie

Wykres 2.13 Miary realnych efektywnych kursów walutowych oraz nominalnego efektywnego kursu walutowego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane OECD i Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 2.14 Dynamika importu towarów w podziale na grupy (t/r) proc.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁸ Średni poziom cen w Polsce pozostaje niższy niż na Węgrzech, w Czechach i na Słowacji, o odpowiednio 7%, 21% i 23%. Przeciętne godzinowe koszty pracy są natomiast niższe o odpowiednio 4%, 21% o 19%.

²⁹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

wzrósł także import dóbr inwestycyjnych. Ponadto – wobec zwiększenia się aktywności w ramach globalnych sieci podaży – wyraźnie wzrosła dynamika importu towarów zaopatrzeniowych i części samochodowych.

2.2.5 Produkcja

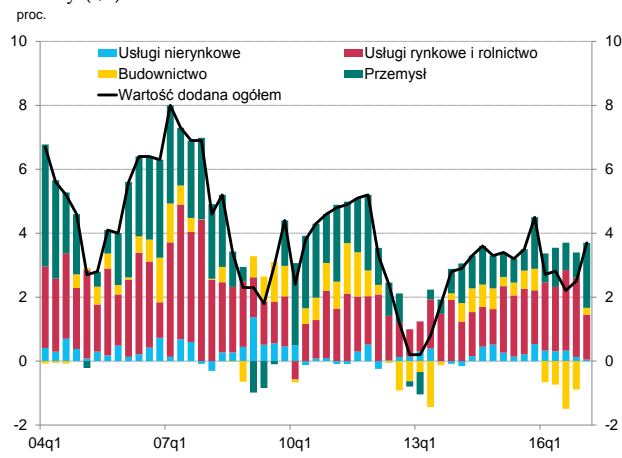
Dekompozycja sektorowa dynamiki PKB wskazuje, że przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w I kw. wynikało ze zwiększenia się dynamiki produkcji w przemyśle i budownictwie, przy spowolnieniu wzrostu produkcji w sektorze usług. W odróżnieniu od poprzednich lat sektorem, który w I kw. br. wniósł największy wkład do wzrostu wartości dodanej, był przemysł (Wykres 2.15).

W przemyśle przyśpieszenie wzrostu wartości dodanej dotyczyło głównie produkcji dóbr inwestycyjnych. Wynikało to ze zwiększenia się dynamiki eksportu tych dóbr związanego z poprawą koniunktury na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Dynamika produkcji przemysłowej – po znaczącym wzroście w I kw. br. – na początku II kw. nieco się obniżyła (Wykres 2.17), jednak nastroje w przemyśle są nadal dobre.

Dynamika produkcji w budownictwie – po silnym spadku w 2016 r. – od początku br. zaczęła rosnąć. Przyczynia się do tego ożywienie inwestycji finansowanych ze środków unijnych wspierające wzrost produkcji we wszystkich kategoriach, w tym obiektów inżynierii lądowej i wodnej (Wykres 2.16). Wyższą aktywność odnotowano również w zakresie budowy budynków, a zwłaszcza biurowców, fabryk i magazynów, choć przyśpieszył także wzrost w budownictwie mieszkaniowym.

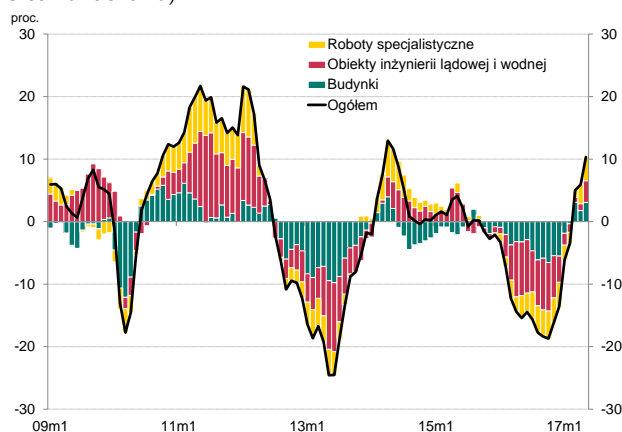
W I kw. br. wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych spowolnił (do 3,2% r/r z 5,2% w IV kw. ub.r.), do czego przyczynił się spadek aktywności w działalności finansowej

Wykres 2.15 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



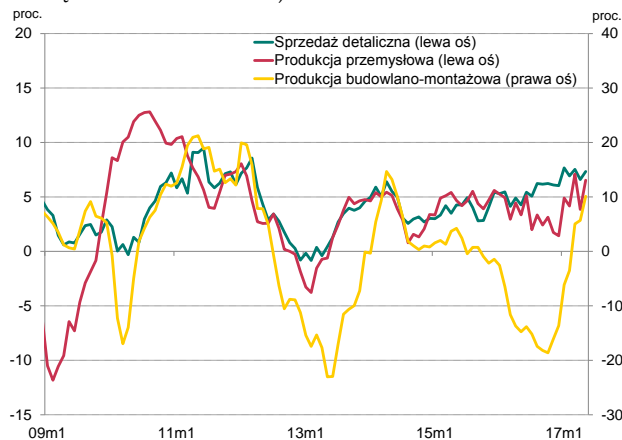
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.16 Wzrost produkcji budowlano-montażowej z podziałem na rodzaje obiektów budowlanych (r/r, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17 Wskaźniki aktywności gospodarczej (r/r, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane GUS i Bloomberg.

i ubezpieczeniowej. Wynikał on jednak głównie ze statystycznego efektu bazy, podczas gdy w pozostałych branżach sektora usług – zwłaszcza w handlu i transporcie – wartość dodana nadal silnie rosła. Wskaźniki koniunktury dotyczące działalności usługowej utrzymują się na wysokim poziomie, co wskazuje, że spowolnienie w tym sektorze jest przejściowe.

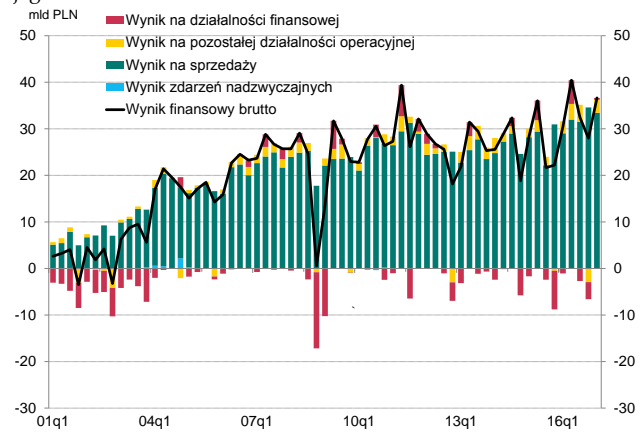
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego sprzyja poprawie sytuacji finansowej przedsiębiorstw. W I kw. br. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw zwiększył się o 20% r/r (Wykres 2.18).

Głównym czynnikiem poprawy wyników finansowych przedsiębiorstw było zwiększenie się dochodów ze sprzedaży. Wzrosły również wskaźniki rentowności, a odsetek firm rentownych – mimo nieznacznego spadku – utrzymał się na wysokim poziomie (Tabela 2.2; Wykres 2.19). Przyczyniło się do tego zwiększenie przychodów ze sprzedaży w warunkach wzrostu dynamiki aktywności gospodarczej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*; rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Rosnący popyt przekładał się w szczególności na poprawę wskaźników rentowności w przedsiębiorstwach z branży usługowej i przemysłowej. Natomiast budownictwo odnotowało straty, co mogło być związane z wciąż słabą – pomimo ożywienia – aktywnością w tym sektorze w I kw. br., zwłaszcza w zakresie budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej.

Ograniczająco na rentowność oddziaływała nieco silniejsza niż przed rokiem presja kosztowa. Dynamika kosztów z całokształtu działalności w I kw. br. wyniosła 11,3% r/r. Najsilniejszy wpływ miał na nią wzrost cen

Wykres 2.18 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

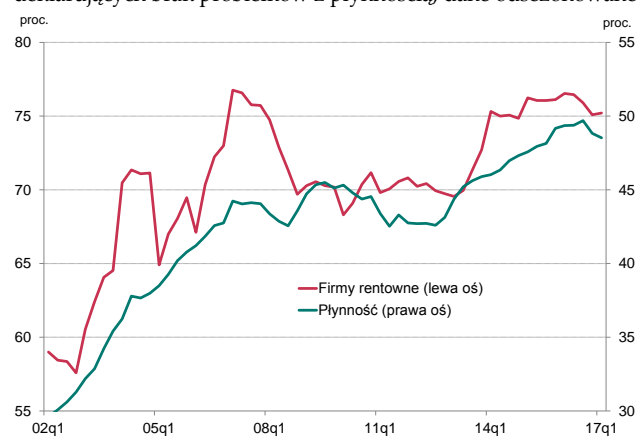
Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw

proc.	2015				2016				2017
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,9	4,9	3,6	4,8	4,9	5,1	5,0	5,0	5,1
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,9	5,0	2,9	2,8	4,2	5,5	4,2	3,1	4,4

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.19 Odsetek firm rentownych i odsetek przedsiębiorstw deklarujących brak problemów z płynnością, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

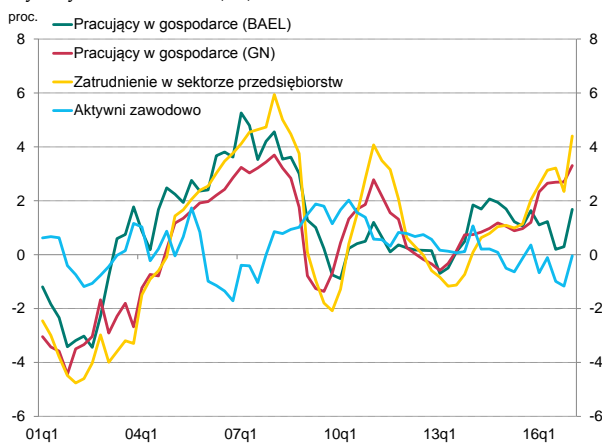
surowców i towarów. Z tego względu w niektórych branżach, zwłaszcza w transporcie i gospodarce komunalnej, wskaźnik rentowności obniżył się. Wzrost kosztów przyczynił się ponadto – obok pewnego obniżenia jakości obsługi zobowiązań handlowych – do nieznacznego zmniejszenia się płynności przedsiębiorstw, która jednak pozostaje wysoka.

2.4 Rynek pracy

Na rynku pracy utrzymuje się wyraźny wzrost zatrudnienia, który w I połowie br. ponownie przyspieszył, po spowolnieniu w II połowie 2016 r. (Wykres 2.20). Wskazują na to zarówno dane z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL; wzrost liczby pracujących o 1,7% r/r w I kw.), jak i dane z sektora przedsiębiorstw (wzrost zatrudnienia o 4,5% r/r w maju)³⁰. Wzrostowi dynamiki zatrudnienia sprzyja przyspieszenie wzrostu PKB, przy jednocześnie zwiększającym się wykorzystaniu zdolności wytwórczych w gospodarce. Wysoki popyt na pracę potwierdza rosnąca liczba niesubsydiowanych ofert w urzędach pracy, a także wzrost średniej liczby przepracowanych godzin. Jednocześnie w I kw. przejściowo spowolnił spadek liczby osób aktywnych zawodowo, przez co osłabły nieco ograniczenia wzrostu zatrudnienia ze strony podaży pracy³¹.

Wzrostowi zatrudnienia towarzyszy systematycznie obniżające się bezrobocie, co potwierdzają dane z urzędów pracy oraz wyniki BAEL (Wykres 2.21). W I kw. br. spadek

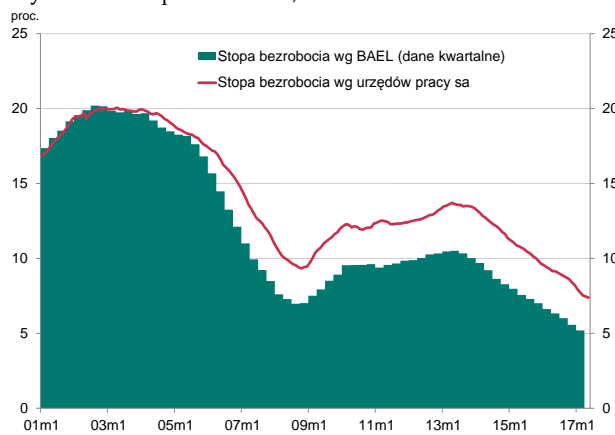
Wykres 2.20 Dynamika liczby pracujących, zatrudnionych i aktywnych zawodowo (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Pracujący w gospodarce (BAEL) to szacowana na podstawie badań ankietowych ludności liczba osób wykonujących lub posiadających pracę, bez względu na rodzaj stosunku pracy. Pracujący w gospodarce narodowej (GN) to z kolei raportowana przez przedsiębiorstwa liczba osób wykonujących pracę na koniec okresu sprawozdawczego. Dane te nie obejmują m.in. podmiotów o liczbie pracujących do 9 osób, rolników indywidualnych, osób pomagających nieodpłatnie w rodzinnej działalności gospodarczej oraz pracujących na umowy cywilnoprawne. Dane o przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw nie obejmują dodatkowo sektora publicznego oraz osób prowadzących działalność gospodarczą.

Wykres 2.21 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³⁰ Roczna dynamika liczby pracujących według BAEL jest niższa niż zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ze względu na przechodzenie pracowników z tymczasowych form zatrudnienia na umowy na czas nieokreślony. W I kw. br. liczba pracujących na czas określony spadła o 3,1% r/r, podczas gdy pracujących na czas nieokreślony przybyło 3,8%. W I kw. dynamikę zatrudnienia w przedsiębiorstwach dodatkowo podwyższyła coroczna aktualizacja przez GUS próby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu pracowników.

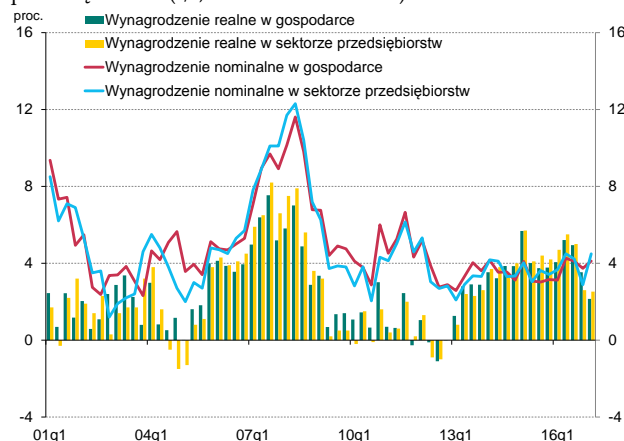
³¹ W I kw. br. utrzymał się spadek liczby osób w wieku produkcyjnym według BAEL, choć jego skala zmniejszyła się (-0,3% r/r wobec -0,9% w IV kw. ub.r.). Jednocześnie – po niewielkim spadku w poprzednich kwartałach – współczynnik aktywności zawodowej wzrósł o 0,15 pkt proc. W efekcie liczba osób aktywnych zawodowo niemal się nie zmieniła wobec poziomu sprzed roku.

bezrobocia wynikał niemal wyłącznie ze wzrostu zatrudnienia, przy zbliżonym do zera wpływie zmiany liczby osób aktywnych zawodowo³².

Spadkowi bezrobocia towarzyszą wyższe niż w poprzednich latach naciski płacowe ze strony pracowników, co sygnalizują przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury³³. Czynnikiem zwiększającym wzrost płac było większe niż w poprzednich latach podwyższenie płacy minimalnej od początku br.³⁴ Dynamika nominalnych wynagrodzeń pozostaje jednak umiarkowana. Ograniczająco na dynamikę wynagrodzeń oddziałuje bowiem prawdopodobnie rosnąca liczba pracowników z zagranicy, głównie z Ukrainy. Ponadto wzrost zatrudnienia dotyczy w coraz większym stopniu osób o niższych kwalifikacjach, a przez to o niższej wydajności pracy i wynagrodzeniach, co może dodatkowo obniżać dynamikę płac. Z kolei w ujęciu realnym wzrost płac jest ograniczany przez wyraźnie wyższą niż w poprzednich latach dynamikę cen konsumpcyjnych. Realna dynamika płac w I kw. była najniższa od ponad trzech lat (Wykres 2.22).

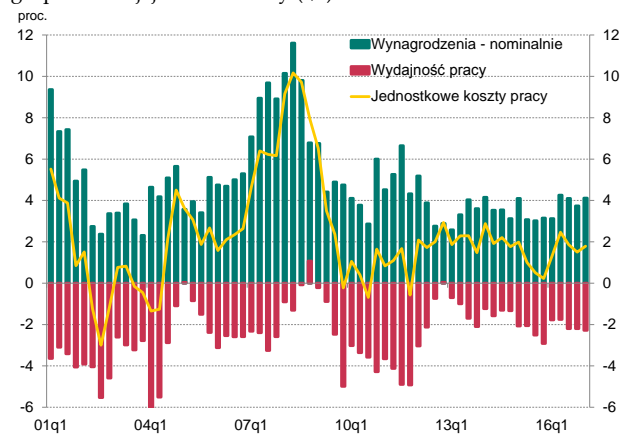
W I kw. wzrost gospodarczy i dynamika zatrudnienia zwiększyły się w podobnym stopniu, przez co wydajność pracy nadal rosła w tempie zbliżonym do 2% rocznie. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała umiarkowana i zbliżona do obserwowanej w ostatnich pięciu latach³⁵ (Wykres 2.23).

Wykres 2.22 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.23 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce i jej determinanty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³² W poprzednich kilku kwartałach spadek bezrobocia wynikał w istotnej mierze z obniżenia liczby osób aktywnych zawodowo.

³³ *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2017 r.

³⁴ W 2017 r. miesięczna płaca minimalna wzrosła z 1850 PLN do 2000 PLN, czyli o 8,1% (por. rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 9 września 2016 r. w sprawie wysokości minimalnego wynagrodzenia za pracę w 2017 r.). Dodatkowo została wprowadzona godzinowa płaca minimalna dla osób samozatrudnionych i pracujących na podstawie umów cywilnoprawnych.

³⁵ W I kw. br. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wyniosła 1,8%, a więc była równa przeciętnej dynamice w ostatnich pięciu latach.

2.5 Rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie od marca 2015 r., w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Uczestnicy rynku oczekują utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych również w kolejnych kwartałach (Wykres 2.24).

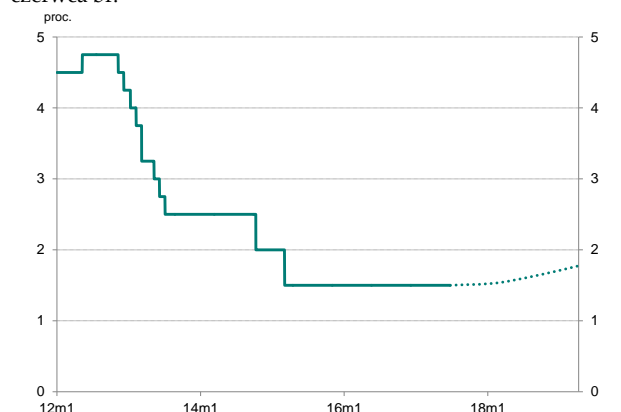
2.5.1 Rynki finansowe

Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych w ostatnich miesiącach sprzyjała napływowi kapitału na rynki wschodzące, w tym do Polski, co przełożyło się na wzrost cen większości krajowych aktywów finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; rozdz. 2.7 *Bilans płatniczy*).

W konsekwencji obniżyły się rentowności krajowych obligacji skarbowych, co w znacznej mierze wynikało ze spadku premii terminowej (Wykres 2.25). Jednocześnie w warunkach poprawy nastrojów na rynkach od początku roku silnie rosły ceny akcji, wskutek czego główny indeks giełdowy osiągnął w maju br. najwyższy poziom od 2007 r. (Wykres 2.26).

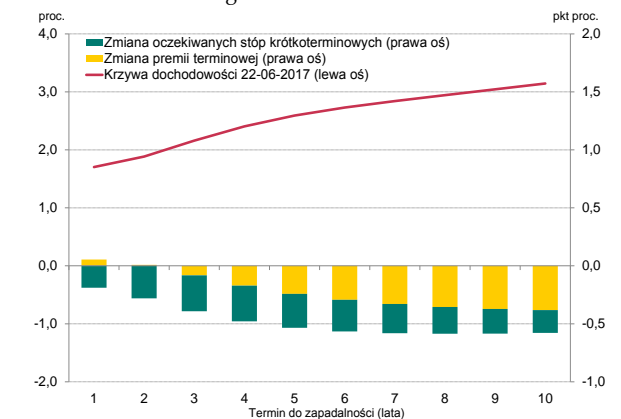
Spadek awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych, wraz z poprawą bieżącej i oczekiwanej koniunktury w Polsce, sprzyjał także aprecjacji złotego, który w ostatnich miesiącach wyraźnie się umocnił względem głównych walut. Od początku roku skala aprecjacji złotego wyniosła 3,8% wobec euro, 9,3% wobec dolara amerykańskiego i 5,0% wobec franka szwajcarskiego (Wykres 2.27).

Wykres 2.24 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR z 22 czerwca br.



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

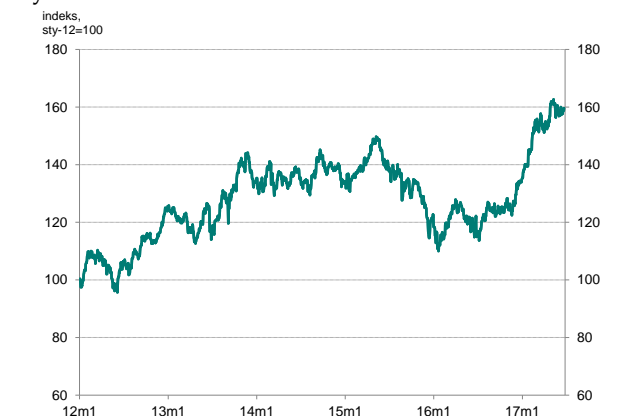
Wykres 2.25 Krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych oraz dekompozycja zmian poszczególnych rentowności od 23 lutego br.



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Premia terminowa oszacowana na podstawie metodologii Adrian, T., Crump, R. K., Moench, E., *Pricing the term structure with linear regressions*, *Journal of Financial Economics* 110, 2013.; zob. również Ramka 2: *Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa*, *Raport o inflacji – marzec 2016 r.*

Wykres 2.26 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

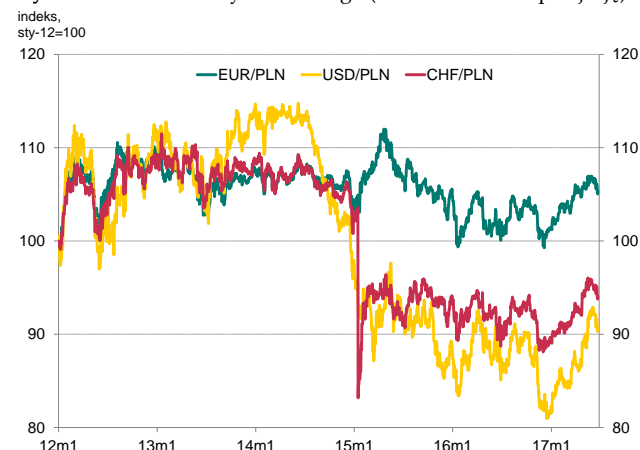
2.5.2 Rynek mieszkaniowy³⁶

Na rynku mieszkaniowym trwa ożywienie, na co wskazuje utrzymujący się wzrost liczby sprzedanych mieszkań (Wykres 2.28). Rosnącej sprzedaży mieszkań towarzyszy wzrost podaży. W efekcie ceny mieszkań pozostają stabilne pomimo nieznacznego wzrostu w niektórych miastach (Wykres 2.29).

Wysoka dostępność i niższe niż w poprzednich latach oprocentowanie kredytów hipotecznych – wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) – sprzyjają wysokiemu popytowi na mieszkania³⁷. Dodatkowo na wzrost sprzedaży mieszkań korzystnie oddziałuje stosunkowo wysoka rentowność ich wynajmu w relacji do zwrotu z innych aktywów, w które gospodarstwa domowe inwestują swoje oszczędności³⁸.

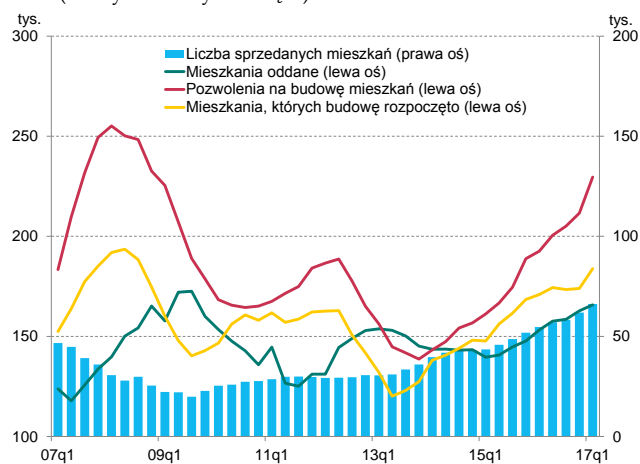
Rosnąca sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym oraz wysokie stopy zwrotu z ich budowy nadal skłaniają deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. Systematycznie rośnie więc zarówno liczba pozwoleń na budowę, jak i liczba rozpoczętych budów (Wykres 2.28). Zwiększa to obecną i przyszłą podaż na rynku, oddziałując – w warunkach wysokiego popytu – stabilizująco na ceny mieszkań³⁹.

Wykres 2.27 Nominalny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.28 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w latach 2007-2017 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź; cztery kwartały krocząco).

³⁶ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2017 r.*, NBP, czerwiec 2017 r.

³⁷ Czynnikiem zwiększającym popyt na mieszkania jest także program „Mieszkanie dla Młodych”. Jednak jego oddziaływanie na sytuację na rynku mieszkaniowym jest obecnie ograniczone ze względu na wykorzystanie środków zaplanowanych na br. Dodatkowo wstrzymano przyjmowanie wniosków na 2018 r. w związku z osiągnięciem 50-procentowego limitu środków na ten rok.

³⁸ Szacowana rentowność wynajmu mieszkania, bez uwzględnienia kosztów transakcyjnych, przekracza ok. 2,5-krotnie średnie oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych oraz ok. 5-krotnie średnie oprocentowanie depozytów. Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2017 r.*, NBP, czerwiec 2017 r.

³⁹ Jednocześnie systematycznie skraca się średni czas sprzedaży mieszkań znajdujących się w ofercie na rynku pierwotnym, co może stanowić czynnik oddziałujący w kierunku wzrostu cen na tym rynku.

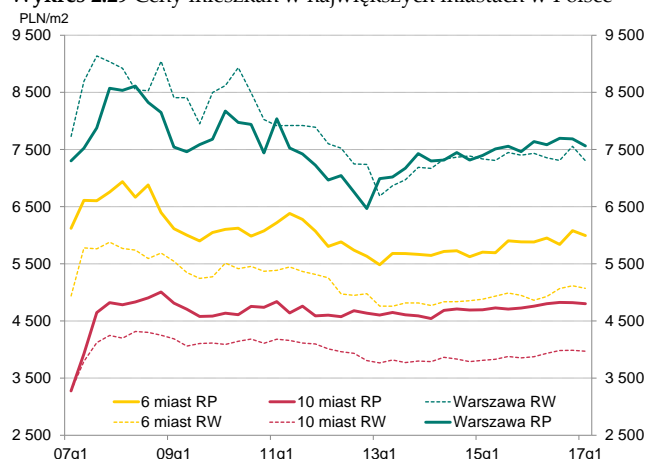
2.6 Pieniądz i kredyt

Dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce obniżyła się do 8,2% r/r w I kw. br. (wobec 9,7% r/r średnio w 2016 r.; Wykres 2.30)⁴⁰. Głównym składnikiem wzrostu M3 pozostaje przyrost depozytów gospodarstw domowych (w tempie 7,9% r/r w I kw. br.), w tym przede wszystkim depozytów bieżących, a także – choć w mniejszym stopniu – gotówki.

Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza jest stabilny przyrost akcji kredytowej dla sektora niefinansowego⁴¹, która rośnie w tempie zbliżonym do dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.31).

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego pozostaje kredyt dla gospodarstw domowych, którego dynamika od kilku lat kształtuje się na stabilnym poziomie, zbliżonym do 4,5% r/r (Wykres 2.32). Dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych oraz niskie stopy procentowe w dalszym ciągu sprzyjają stabilnemu wzrostowi zarówno złotych kredytów mieszkaniowych (10,4% r/r w I kw. br.)⁴², jak i kredytów konsumpcyjnych (8,4% r/r w I kw. br.), choć kryteria udzielania tych ostatnich uległy istotnemu zaostrzeniu w I kw. br.⁴³

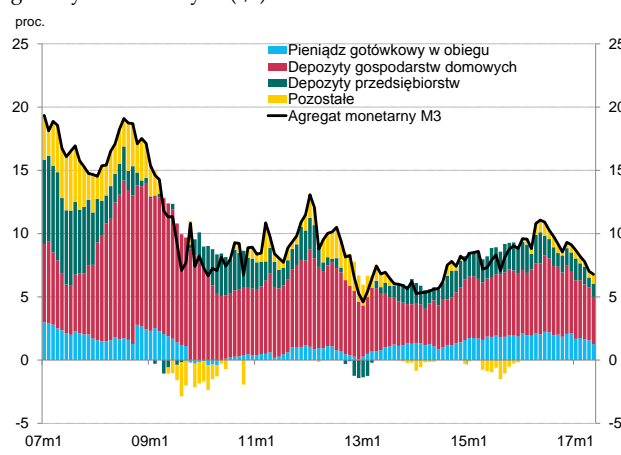
Wykres 2.29 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.30 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie) emitowane przez banki.

⁴⁰ Obniżanie się rocznej dynamiki M3 wynika w znacznej mierze z wygaśnięcia silnego wzrostu zadłużenia sektora rządowego szczebla centralnego w bankach komercyjnych w ub.r. Tendencja ta utrzymała się także w II kw. br. – w kwietniu i maju dynamika szerokiego pieniądza wyniosła średnio 6,9%. Przejściowy wzrost zaangażowania banków w skarbowe papiery wartościowe w 2016 r. można częściowo wiązać z wprowadzeniem ustawy o podatku od aktywów, która wyłącza obligacje skarbowe z podstawy opodatkowania. Por. *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, grudzień 2016 r.

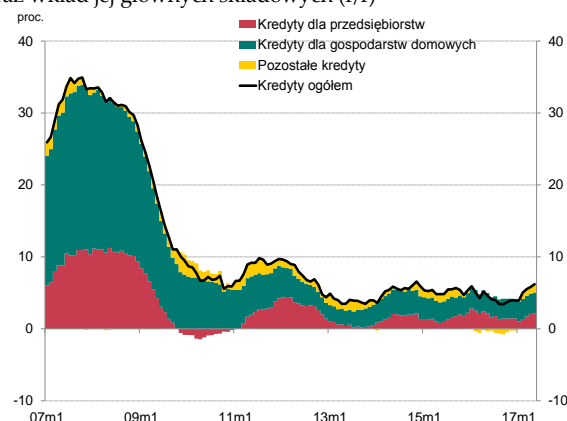
⁴¹ W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika zmian transakcyjnych należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora. Wyjątkiem są dane dotyczące dynamiki kredytów dla małych i średnich oraz dużych przedsiębiorstw, które odnoszą się do zmian nietransakcyjnych według statystyki należności sektora bankowego.

⁴² Dodatkowym wsparciem dla kredytów mieszkaniowych w I kw. br. był także program „Mieszkanie dla Młodych”. Jednak jego wpływ w kolejnych kwartałach będzie ograniczony. Wynika to z wykorzystania całości środków przeznaczonych na 2017 r. już w pierwszych miesiącach br. oraz wstrzymania przyjmowania wniosków również na 2018 r. wskutek osiągnięcia limitu 50% środków zaplanowanych w ramach programu na przyszły rok. Roczna dynamika złotych kredytów mieszkaniowych wyniosła w kwietniu i maju przeciętnie 10,4%, natomiast kredytów konsumpcyjnych 8,4%.

⁴³ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2017 r.*, NBP, kwiecień 2017 r.

Akcja kredytowa rozwija się również w sektorze przedsiębiorstw (w tempie 4,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.33)⁴⁴. Dotyczy to zarówno małych i średnich, jak i dużych przedsiębiorstw, dla których kredyty w sektorze bankowym rosną w podobnym tempie (3,7% r/r dla małych i średnich przedsiębiorstw i 4,5% dla dużych firm w I kw.). Czynnikiem wspierającym wzrost kredytów dla firm jest poprawa koniunktury gospodarczej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*), która oddziałuje w kierunku wzrostu popytu na kredyt. Z kolei ograniczająco na dynamikę zadłużenia przedsiębiorstw oddziałuje systematycznie zmniejszający się odsetek firm ubiegających się o kredyt⁴⁵ oraz zaostrzenie polityki kredytowej przez banki⁴⁶. Dostępność kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje jednak wysoka, a koszty ich obsługi historycznie niskie⁴⁷.

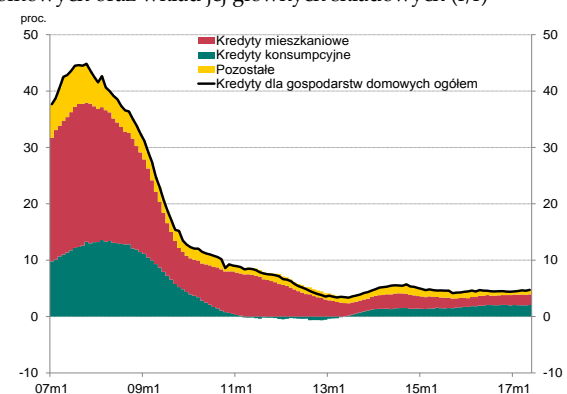
Wykres 2.31 Dynamika kredytów dla sektora niefinansowego oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

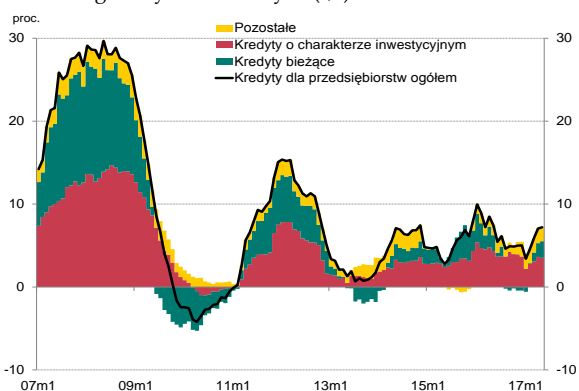
Wykres 2.32 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Pozostałe – operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorstw.

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



Źródło: dane NBP.

Pozostałe – m.in. kredyty na zakup papierów wartościowych lub kredyty eksportowe.

⁴⁴ Wyższa dynamika przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw w I i II kw. (7,2% r/r) może po części wynikać z jednorazowej transakcji dokonanej przez jeden podmiot gospodarczy w marcu br. Transakcja ta dotyczyła zamiany zadłużenia zagranicznego na krajowe w kwocie ok. 7 mld PLN, co stanowi ok. 32% całkowitego rocznego wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Wygaśnięcie wpływu tego czynnika może w przyszłości zmniejszać dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw.

⁴⁵ Por. *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2017 r.

⁴⁶ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2017 r.*, NBP, kwiecień 2017 r.

⁴⁷ O wysokiej dostępności kredytów dla sektora przedsiębiorstw świadczą to, że w ostatnim okresie zaledwie 12% złożonych wniosków kredytowych zostało odrzuconych (por. *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2017 r.).

2.7 Bilans płatniczy

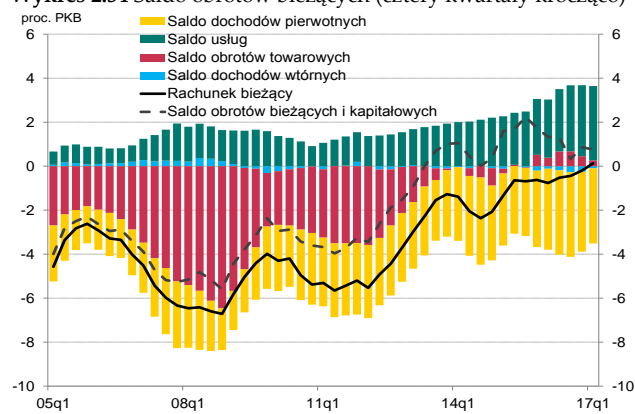
Utrzymują się pozytywne tendencje w bilansie płatniczym, a wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski pozostają na korzystnym poziomie⁴⁸. Saldo na rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB, w ujęciu czterech kwartałów krocząco) w I kw. br. poprawiło się i było zbliżone do zera (Wykres 2.34; Tabela 2.3).

W kierunku wyższego salda na rachunku obrotów bieżących oddziałuje nadwyżka w handlu towarami i usługami, która jednak nieznacznie zmniejszyła się w I kw. br. Jednocześnie – w efekcie zwiększonego napływu środków z tytułu Wspólnej Polityki Rolnej⁴⁹ – nieco zawęził się deficyt dochodów pierwotnych w I kw. br. Utrzymywanie się deficytu dochodów pierwotnych jest związane głównie z dochodami osiąganymi przez inwestorów zagranicznych w Polsce.

Napływ funduszy unijnych przeznaczonych na finansowanie inwestycji przyczynił się do utrzymania dodatniego salda na rachunku obrotów kapitałowych. Podobnie jak w poprzednich kwartałach nadwyżka na tym rachunku była jednak relatywnie niska ze względu na wciąż ograniczoną skalę inwestycji finansowanych ze środków Unii Europejskiej.

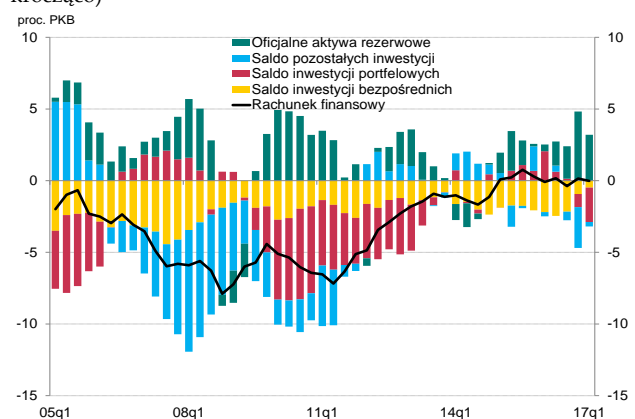
Saldo na rachunku finansowym obniżyło się w I kw. br. (Wykres 2.35)⁵⁰. W kierunku spadku salda

Wykres 2.34 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.35 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁸ W ramach Procedury Nierównowag Makroekonomicznych Komisja Europejska uwzględniła dwa wskaźniki nierównowagi zewnętrznej przytoczone w Tabeli 2.3: saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (3-letnia średnia krocząca), dla którego dolny próg sygnalizujący zaburzenia równowagi zewnętrznej wynosi -4%, a górny 6% (przy poziomie -1,1% dla Polski); relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB, dla której dolny próg wynosi -35% (przy poziomie dla Polski -62%). Przekroczenie progu sygnalizacyjnego przez Polskę w przypadku drugiego wskaźnika nie świadczy o wystąpieniu nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki, gdyż wynika z procesu konwergencji realnej.

⁴⁹ W ramach Wspólnej Polityki Rolnej Polska otrzymała w I kw. br. 10,7 mld PLN wobec 4,8 mld PLN w I kw. 2016 r.

⁵⁰ 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.

oddziaływał znaczący napływ kapitału portfelowego na polski rynek skarbowych papierów wartościowych. Przyczyniała się do tego poprawa nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych oraz korzystne dane makroekonomiczne napływające z polskiej gospodarki (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe* i rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*). Jednocześnie zwiększyło się zaangażowanie zagranicznych inwestorów bezpośrednich w finansowanie przedsiębiorstw działających w Polsce, głównie w formie reinwestowanych zysków⁵¹.

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

	2013	2014	2015	2016				2017
				q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-1,3	-2,1	-0,6	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,0	0,4	1,7	1,3	1,3	0,3	0,9	0,8
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	1,9	1,4	3,1	3,0	3,5	3,7	3,7	3,6
Oficjalne aktywa rezerwowe/ import towarów i usług (w miesiącach)	5,2	5,3	5,3	5,3	6,1	5,9	6,4	5,7
Zadłużenie zagr./PKB	70	73	72	71	75	74	76	72
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-69	-69	-62	-62	-61	-62	-62	-62
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	85	106	106	107	113	109	110	106
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r.	95	110	108	107	116	114	116	116

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki są szacunkami Departamentu Analiz Ekonomicznych i uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

Poszczególne pozycje na rachunku finansowym mogą być zaburzone przez zmiany wynikające z optymalizacji podatkowej. Zgodnie z ustawą z dnia 29 listopada 2016 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zmianie ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw, wprowadzono zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych dla inwestycji w papiery dłużne, natomiast wyłączone ze zwolnienia zostały inwestycje w spółki osobowe. Zakłócenia te wpłynęły na salda inwestycji portfelowych i bezpośrednich, choć ich łączny wpływ na saldo rachunku finansowego ogółem był ograniczony.

⁵¹ Czynnikiem, który dodatkowo oddziaływał w kierunku obniżenia dodatniego salda rachunku finansowego, był spadek wartości oficjalnych aktywów rezerwowych NBP, co było w dużej mierze wynikiem transakcji własnych NBP (tj. transakcji *repo* służących zarządzaniu rezerwami walutowymi).

3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2017 r.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 marca 2017 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy jest stabilny, choć w IV kw. ub.r. był nieco niższy od wcześniejszych szacunków. Wskazywano również na bardzo dobre nastroje w europejskim przemyśle, zwracając jednak przy tym uwagę na obniżenie zamówień w niemieckim przemyśle w styczniu br. Zaznaczano, że dostępne prognozy sugerują nieznaczne obniżenie wzrostu gospodarczego w strefie euro w br. Członkowie Rady zwracali też uwagę na możliwy wzrost niepewności związany z nadchodzącymi wyborami w niektórych krajach członkowskich strefy.

W trakcie dyskusji na temat aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych, wspieraną przez wzrost

inwestycji oraz trwającą od kilku lat poprawę sytuacji na rynku pracy. Podkreślano, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych ma przyspieszyć w br. Zwracano jednocześnie uwagę na możliwość pogorszenia koniunktury na tamtejszym rynku mieszkaniowym, co może być związane ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych. Odnosząc się do sytuacji w gospodarkach wschodzących, zaznaczono, że w Chinach koniunktura ustabilizowała się w ostatnim okresie, a gospodarka rosyjska wyszła z recesji.

Dyskutując na temat kształtowania się cen za granicą, wskazywano na wyhamowanie wzrostu cen surowców w ostatnim okresie. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej były od kilku miesięcy stabilne, czemu – jak zauważali niektórzy członkowie Rady – sprzyjało zwiększanie się inwestycji w sektorze wydobywczym w Stanach Zjednoczonych, przy jednoczesnym dążeniu do ograniczenia wydobycia przez niektórych producentów tego surowca. W konsekwencji podkreślano, że choć w lutym br. inflacja w otoczeniu gospodarczym Polski ponownie wzrosła, osiągając w wielu krajach poziomy celu inflacyjnego, to jej przyrost był już mniejszy niż miesiąc wcześniej. Zaznaczano jednocześnie, że w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro,

utrzymuje się słaba presja popytowa, przez co inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie.

Część członków Rady oceniała, że w najbliższych kwartałach ceny ropy naftowej prawdopodobnie nie będą wykazywały tendencji wzrostowej, co będzie ograniczało wzrost inflacji na świecie. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że obserwowane w ostatnich kwartałach sygnały poprawy koniunktury na świecie mogą przełożyć się na wzrost presji popytowej w wielu gospodarkach, przyczyniając się do przyspieszenia inflacji. W opinii niektórych członków Rady dodatkowym czynnikiem mogącym oddziaływać w kierunku wyższej inflacji w strefie euro jest ryzyko wzrostu dynamiki płac związane z wyborami w części z jej krajów.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Rezerwa Federalna sygnalizuje kontynuację cyklu podwyższania stóp procentowych w br. Wskazywano, że w ostatnim okresie istotnie wzrosło prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w marcu br. Oceniano przy tym, że zaostrzenie polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej przekłada się na wyższe rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach na świecie, w tym w Polsce. Zaznaczono jednocześnie, że ograniczająco na rentowności oddziałuje natomiast kontynuacja luzowania ilościowego oraz ujemny poziom stóp procentowych w strefie euro.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że w IV kw. ub.r. tempo wzrostu gospodarczego było nieco wyższe niż w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę sytuacji na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń

wychowawczych i społecznych. Podkreślano, że w IV kw. ub.r. zmniejszył się również spadek inwestycji, do czego przyczyniło się większe wykorzystanie środków unijnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymujące się ożywienie inwestycji mieszkaniowych.

Członkowie Rady zaznaczali, że bieżące dane sygnalizują kontynuację poprawy koniunktury. Wskazywano na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu br. Zwracano uwagę, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w styczniu po raz pierwszy od ponad roku była dodatnia. Podkreślano jednak, że w lutym br. nastroje w przemyśle nieco się pogorszyły. Wskazywano dodatkowo, że lepsze odczyty bieżących danych w styczniu wynikały częściowo z efektów statystycznych. Część członków Rady zwracała jednocześnie uwagę na spowolnienie dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach, zaznaczając, że może to świadczyć o wciąż słabym popycie inwestycyjnym w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na niepełne wykorzystanie zdolności produkcyjnych w gospodarce.

Rozważając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu zatrudnienia i płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. Zaznaczano jednocześnie, że dane z całej gospodarki wskazują na niską dynamikę liczby pracujących oraz obniżenie dynamiki wynagrodzeń w IV kw., czego efektem było osłabienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Odnosnie do perspektyw polskiej gospodarki, podkreślano, że – zgodnie z marcową projekcją PKB – wzrost gospodarczy w br. powinien wyraźnie przyspieszyć, czemu będzie sprzyjać istotne zwiększenie inwestycji w warunkach wyższego napływu funduszy unijnych, przy

jednoczesnym utrzymaniu szybkiego wzrostu konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że znacząco wyższa dynamika inwestycji w br. będzie wynikać w dużej mierze z silnego zwiększenia inwestycji infrastrukturalnych, przy umiarkowanej dynamice inwestycji przedsiębiorstw. Ich zdaniem taka struktura wzrostu inwestycji może być mniej korzystna z punktu widzenia perspektyw średniookresowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady oceniali, że na rzecz szybszego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw może jednak oddziaływać zmniejszenie się niepewności regulacyjnej.

Wskazywano, że przewidywany w marcowej projekcji wzrost PKB w br. jest wyższy od prognoz innych instytucji. Zaznaczano jednak, że po wyraźnym przyspieszeniu w br., wzrost PKB w kolejnych latach może się nieznacznie obniżyć i nie powinien istotnie przekraczać dynamiki produktu potencjalnego. Część członków Rady zwracała uwagę na ryzyka dla koniunktury w kolejnych latach, w tym możliwy negatywny wpływ wyższych cen surowców na dynamikę konsumpcji gospodarstw domowych.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, wskazywano na wyraźny wzrost rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach. Zaznaczano, że przyczyniły się do niego głównie wyższe ceny surowców energetycznych na światowych rynkach przekładające się na wzrost cen energii, a także – skutkujący wyższą dynamiką cen żywności – wzrost cen surowców rolnych związany z niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi na południu Europy. Podkreślano, że inflacja bazowa jest nadal niska, co wskazuje na utrzymującą się słabą presję popytową. Wskazywano również na wciąż ograniczoną presję płacową, odzwierciedlaną w nadal umiarkowanej dynamice jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.

Członkowie Rady podkreślali, że – zgodnie z marcową projekcją inflacji – po istotnym wzroście w pierwszych miesiącach br. dynamika cen w kolejnych kwartałach ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazuje marcowa projekcja. Z jednej strony członkowie ci nie wykluczali silniejszej presji popytowej, a z drugiej strony wskazywali na ryzyko wyższej niż przewiduje projekcja dynamiki płac w związku z możliwym zmniejszeniem się liczby aktywnych zawodowo po obniżeniu wieku emerytalnego. Zwracali oni też uwagę na wzrost presji kosztowej w ostatnich miesiącach, odzwierciedlony w zwiększeniu się dynamiki PPI, które może przełożyć się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że – wraz z wygasaniem efektów wyższych cen surowców na rynkach światowych – presja kosztowa powinna stopniowo wygasać. Ponadto część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach wewnętrzna presja inflacyjna – w warunkach wzrostu gospodarczego zbliżonego do dynamiki produktu potencjalnego oraz utrzymywania się niepełnego wykorzystania zdolności wytwórczych – będzie rosła jedynie stopniowo. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że presja płacowa w polskiej gospodarce prawdopodobnie pozostanie niska, do czego może się przyczyniać słaba pozycja negocjacyjna polskich pracowników.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione na bieżącym posiedzeniu. Rada oceniła, że biorąc pod uwagę bieżące dane i prognozy, w tym marcową projekcję inflacji, ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. Jednocześnie obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją będzie wspierać

przyśpieszenie wzrostu gospodarczego w br. Rada podtrzymała ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wskazywała, że – w świetle dostępnych informacji – także w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że gdyby dane i prognozy wskazywały na silniejszą presję inflacyjną od przewidywanej w marcowej projekcji, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. W opinii niektórych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać wpływ poziomu realnych stóp procentowych na kształtowanie się cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom realnych stóp procentowych nie jest głównym czynnikiem determinującym stopę oszczędności oraz ceny aktywów w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że podwyższenie stóp mogłoby negatywnie wpływać na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady uznali, że w kolejnych miesiącach analizując trwałość i skalę obserwowanego obecnie ożywienia oraz wynikające z tego kształtowanie się procesów inflacyjnych, należy uwzględnić wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na procesy makroekonomiczne i kształtowanie się cen aktywów. Inni członkowie Rady wskazywali, że pełniejsza ocena dotycząca perspektyw polityki pieniężnej w przyszłości będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%,

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 kwietnia 2017 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. Podkreślano, że wzrost w strefie euro jest stabilny, choć nieznacznie spowolnił w IV kw. ub.r. Wskazywano jednak na bardzo dobre nastroje w europejskiej gospodarce. Zwracano uwagę na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych wspieraną przez poprawę sytuacji na rynku pracy oraz wzrost inwestycji, w tym w sektorze wydobywczym, chociaż dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują pewne osłabienie wzrostu PKB w I kw. br. Wskazywano, że w Chinach wzrost gospodarczy jest stabilny, a ryzyko jego silnego spowolnienia zmniejszyło się. Podkreślano jednak, że – według prognoz chińskich władz – dynamika PKB ma obniżyć się w br. Zwracano uwagę, że w Rosji – pomimo wyjścia tego kraju z recesji – koniunktura pozostaje słaba.

Odnosząc się do procesów cenowych za granicą, wskazywano, że choć roczne wskaźniki inflacji w wielu krajach są wyraźnie wyższe niż w ub.r., to w ostatnim okresie ich wzrost wyhamował. Zwrócono w szczególności uwagę na wyraźny spadek inflacji w strefie euro w marcu. Oceniano, że wyhamowanie wzrostu inflacji było związane ze stopniowym wygasaniem efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Jednocześnie podkreślano, że w marcu obniżyły się ceny surowców na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku niższych cen surowców energetycznych oddziałuje wzrost wydobywania ropy w Stanach Zjednoczonych i spadek jego kosztów, a także dążenie do utrzymania udziału w rynku przez innych producentów ropy. Zaznaczano jednocześnie, że w wielu gospodarkach inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie, a w strefie euro w marcu nawet się obniżyła.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą wskazywano na obniżenie skali zakupów aktywów finansowych przez EBC w kwietniu. Podkreślano jednak, że EBC nadal prowadzi ekspansywną politykę pieniężną, w szczególności utrzymując stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Zwracano również uwagę, że Rezerwa Federalna – pomimo podwyższenia stóp procentowych – sygnalizuje kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej w tempie zbliżonym do dotychczas oczekiwanego. Wskazywano też na utrzymywanie się dobrych nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, przekładające się na umocnienie walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także na wzrost cen akcji, również na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że bieżące dane sygnalizują poprawę koniunktury w I kw. br. Oceniano, że wzrost PKB w I kw. był nieco wyższy niż w poprzednim kwartale, jednak pozostał umiarkowany. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu aktywności gospodarczej jest nadal rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę na rynku pracy, wyrażającą się w dalszym wzroście zatrudnienia i płac, a także przez dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Zaznaczano, że na utrzymanie się szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego w I kw. wskazuje wysoka dynamika sprzedaży

detalicznej. Jednocześnie zwracano uwagę na obniżenie się rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w lutym, zaznaczając jednak, że wynikało ono głównie z efektów statystycznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo, że nastroje w sektorze przemysłowym w I kw. były najlepsze od roku.

W odniesieniu do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien dalej przyspieszać w tempie zbliżonym do oczekiwanego w marcowej projekcji. Wyższej dynamice PKB będzie sprzyjać prognozowany wzrost inwestycji związany z rosnącym napływem funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na zwiększanie się liczby podpisanych przez jednostki samorządu terytorialnego umów na wykorzystanie funduszy unijnych. Argumentowali oni, że wzrostowi wydatków majątkowych samorządów w kolejnych kwartałach powinny sprzyjać dobre wyniki finansowe tego sektora w poprzednich latach. W opinii niektórych członków Rady nie można wykluczyć, że wzrost gospodarczy w br. będzie wyższy od przewidywanego w marcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Jednocześnie wskazywano, że możliwość dalszego przyspieszenia konsumpcji jest ograniczana przez niższą dynamikę realnych płac związaną z wyższą niż w poprzednim roku dynamiką cen.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych – po wyraźnym wzroście na początku roku – w marcu nieco się obniżyła. Oceniano, że przyczynił się do tego prawdopodobnie spadek cen żywności oraz

stopniowe wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który – w ich ocenie – mógł świadczyć o nasilaniu się presji kosztowej. Według niektórych członków Rady poprawiająca się koniunktura przyczynia się do wzrostu presji popytowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że – wobec wciąż ujemnej luki popytowej i niepełnego wykorzystania zdolności wytwórczych – presja popytowa jest w dalszym ciągu ograniczona. Zaznaczano również, że – pomimo systematycznej poprawy na rynku pracy oraz wzrostu płacy minimalnej na początku br. – dynamika wynagrodzeń jest nadal umiarkowana. W efekcie nadal umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy. Część członków Rady zwracała ponadto uwagę, że wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym wynikał z niskiej bazy odniesienia w zeszłym roku, co może – w ich ocenie – wskazywać na wyhamowanie wzrostu presji kosztowej.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazywali oni, że będzie temu sprzyjać jedynie stopniowy wzrost wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się rocznej dynamiki cen energii i żywności wynikającym z wygasania efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców energetycznych i rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. Członkowie ci argumentowali, że nie można wykluczyć większego nasilenia się presji popytowej. Wskazywali oni również na wzrost oczekiwań inflacyjnych na początku br. W związku z tym nie wykluczali, że poprawa na rynku pracy będzie przyczyniała się do wyższej

dynamiki płac, co może przekładać się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Za taką decyzją przemawiało przede wszystkim ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie. Ponadto obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją powinno wspierać przyspieszenie wzrostu gospodarczego w br. Rada podtrzymała ocenę, że – w świetle dostępnych informacji – stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach – w świetle dostępnych informacji – prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W przekonaniu niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. W opinii tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się cen aktywów i stopy oszczędności w polskiej gospodarce. Członkowie ci zwracali uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych w ostatnim półroczu, czemu od początku br. towarzyszy rosnący napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom realnych stóp procentowych nie jest głównym czynnikiem determinującym kształtowanie się oszczędności oraz cen aktywów. Zaznaczali oni ponadto, że poziom

realnych stóp procentowych w Polsce jest wyższy niż w innych krajach europejskich, a oprocentowanie kredytów w ujęciu realnym jest wciąż wyraźnie dodatnie, co ogranicza ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. W tym kontekście zwracali oni uwagę na umiarkowaną dynamikę kredytów, a także na relatywnie stabilne – pomimo ożywienia na rynku nieruchomości – ceny mieszkań.

Niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena wpływu niższych realnych stóp procentowych na procesy gospodarcze, a tym samym perspektyw polityki pieniężnej, będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 maja 2017 r.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano na kolejne sygnały poprawy koniunktury w gospodarce światowej, widoczne zwłaszcza w przemyśle i handlu międzynarodowym. Oceniano, że w strefie euro trwa ożywienie, choć jest ono nadal umiarkowane, a zgodnie z dostępnymi szacunkami w I kw. br. prawdopodobnie obniżyła się dynamika inwestycji. Jednocześnie podkreślano, że wskaźniki koniunktury w strefie euro znacząco poprawiły się w ostatnich miesiącach, co nie znajduje jak dotąd pełnego odzwierciedlenia w danych o aktywności gospodarczej. Zwrócono także uwagę na

obniżenie się wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w I kw. br., które wynikało jednak prawdopodobnie z czynników przejściowych. Zaznaczano również, że w Chinach dynamika PKB była nieoczekiwanie wyższa niż w poprzednim kwartale, choć bieżące dane nie wskazują na trwałe przyspieszenie wzrostu w tej gospodarce.

W odniesieniu do kształtowania się cen za granicą, zwracano uwagę, że inflacja w ujęciu rocznym w wielu krajach jest obecnie wyraźnie wyższa niż w ub.r., lecz jej wzrost nastąpił przede wszystkim na początku roku, a w ostatnim okresie widoczna jest jej stabilizacja. Oceniano, że wynika to głównie z wygasania wpływu wcześniejszego wzrostu cen surowców energetycznych, który zwiększał roczną dynamikę cen w poprzednich miesiącach. Wskazywano przy tym na obniżenie się cen surowców energetycznych od poprzedniego posiedzenia Rady. W części dyskusji dotyczącej inflacji podkreślano, że w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, wzrost płac jest wciąż umiarkowany, a oczekiwania inflacyjne są niskie.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Zaznaczano również, że Rezerwa Federalna sygnalizuje dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej. Mimo to, jak podkreślano, w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych nadal się poprawiały, co przełożyło się na umocnienie walut wielu gospodarek wschodzących.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali, że – zgodnie z szybkim szacunkiem PKB – wzrost gospodarczy w I kw. br. wyraźnie przyspieszył.

Oceniano, że głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. W opinii członków Rady poprawa koniunktury w przemyśle i budownictwie, potwierdzana przez dane miesięczne, może wskazywać, że do wzrostu gospodarczego w I kw. br. przyczyniło się również stopniowe ożywienie popytu inwestycyjnego. Część członków Rady zaznaczała, że do wzrostu rocznej dynamiki PKB w I kw. przyczyniły się także statystyczne efekty bazy. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na obniżenie przez GUS szacunku wzrostu PKB w 2016 r.

W opinii członków Rady wzrostowi PKB w kolejnych kwartałach powinno sprzyjać dalsze ożywienie inwestycji związane z rosnącym napływem funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki konsumpcji. Jednocześnie nadal szybko powinien rosnąć eksport, czemu będzie sprzyjać ożywienie koniunktury za granicą. W konsekwencji wzrost gospodarczy w 2017 r. powinien być istotnie wyższy niż w 2016 r. Członkowie Rady podkreślali jednak, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się Rady z wynikami lipcowej projekcji PKB.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych, po wyraźnym wzroście na początku roku, ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, stabilizacja inflacji nastąpiła nieco szybciej, niż oczekiwano. Oceniano, że przyczyniło się do tego stopniowe wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Zaznaczano

jednocześnie, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali na wzrost dynamiki cen usług zwiększający inflację bazową. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w I kw. br. zwiększyła się rola kosztów pracy jako czynnika kształtującego ceny dóbr oferowanych przed przedsiębiorstwa. Podkreślali oni ponadto, że w ostatnich miesiącach istotnie wzrosła roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że – mimo wyższej dynamiki płac w I kw. br. – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje umiarkowana, czemu sprzyja następujący jednocześnie wzrost wydajności pracy. Zaznaczano też, że wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym i marcu br. wynikał z niskiej bazy odniesienia z roku poprzedniego.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie. Wskazywali oni, że będzie temu sprzyjać jedynie stopniowy wzrost wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się rocznej dynamiki cen energii i żywności wynikającym z wygasania efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. W ich opinii ryzyko nasilenia się presji płacowej wzrosło w ostatnich miesiącach. Czynnikiem, które mogą – zdaniem tych członków Rady – podwyższać dynamikę płac w kolejnych kwartałach, są ewentualne zmniejszenie skali migracji zarobkowej do Polski po zniesieniu wiz dla obywateli Ukrainy przez UE oraz ewentualne zmniejszenie się aktywności zawodowej w polskiej gospodarce po wprowadzeniu niższego wieku emerytalnego. Niektórzy członkowie Rady

wskazywali ponadto na ryzyko wzrostu dynamiki cen żywności związane z gorszymi niż rok wcześniej warunkami agrometeorologicznymi w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo poprawy koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

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 czerwca 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą, widoczne zwłaszcza w przemyśle i handlu międzynarodowym. Oceniano, że w strefie euro utrzymuje się ożywienie, o czym świadczy poprawa wielu wskaźników aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że – pomimo lepszej koniunktury w strefie euro – wzrost w tej gospodarce pozostaje relatywnie niski. Podkreślano również zróżnicowanie dynamiki PKB i jej perspektyw pomiędzy krajami strefy euro. Omawiając kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, zwrócono uwagę na obniżenie się wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. br., podkreślając przy tym, że wynikało ono z czynników przejściowych. Zaznaczano jednak, że bieżące dane nieznacznie zwiększyły niepewność dotyczącą skali przyspieszenia aktywności w amerykańskiej gospodarce w kolejnych kwartałach. Wskazywano również, że w Chinach – po zwiększeniu się dynamiki PKB w I kw. – bieżące dane nie wskazują na trwałe przyspieszenie wzrostu, nasilają się natomiast obawy o narastanie nierównowag w chińskiej gospodarce.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie, a w części krajów nawet nieco się obniżyła. Oceniano, że wynikało to głównie z wygasania wpływu wcześniejszego wzrostu cen surowców, przy wciąż niskiej wewnętrznej presji inflacyjnej w wielu gospodarkach. Wskazywano przy tym na obniżenie się cen surowców energetycznych od poprzedniego posiedzenia Rady. W

szczegółności – mimo przedłużenia porozumienia o ograniczeniu wydobycia przez kraje OPEC – ceny ropy są niższe niż w poprzednich miesiącach, co wynika z równoczesnego zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych i wciąż wysokiego poziomu zapasów tego surowca. W opinii niektórych członków Rady pewien wpływ na kształtowanie się cen surowców energetycznych mogą w kolejnych kwartałach wywierać czynniki geopolityczne związane ze wzrostem napięć na Bliskim Wschodzie.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny – w warunkach wciąż słabej, pomimo ożywienia gospodarczego, wewnętrznej presji inflacyjnej – utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Wskazywano również, że Rezerwa Federalna kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych i możliwość rozpoczęcia zmniejszania skali reinwestycji aktywów w kolejnych kwartałach.

Analizując sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, podkreślano, że nastroje na tych rynkach od początku roku wyraźnie się poprawiły, co przełożyło się na napływ kapitału portfelowego do wielu gospodarek wschodzących i aprecjację ich walut. Zwracano również uwagę na relatywnie wysoki poziom oraz historycznie niską zmienność cen akcji na największych rynkach, co może sygnalizować niską awersję inwestorów do ryzyka.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że dane o PKB wskazują na wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w I kw. br. Jak zaznaczano, głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny,

wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych i społecznych. Zwracano jednocześnie uwagę, że dynamika inwestycji w I kw. była zbliżona do zera. W efekcie – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – relacja inwestycji do PKB utrzymuje się na historycznie niskim poziomie. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że jeśli dynamika inwestycji pozostanie niska, to będzie to oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki produktu potencjalnego.

Odnosząc się do miesięcznych danych dotyczących krajowej aktywności gospodarczej, zwracano uwagę, że w kwietniu odnotowano spadek produkcji przemysłowej i obniżenie się dynamiki produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej, co jednak częściowo wynikało z mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Wskazywano równocześnie na osłabienie się części wyprzedzających wskaźników koniunktury. Członkowie Rady oceniali, że – choć ostatnie dane były nieco słabsze od oczekiwań – to sygnalizują one utrzymanie się stabilnego wzrostu gospodarczego w II kw. br. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać zwiększenie skali napływu funduszy unijnych, przekładające się na wzrost inwestycji publicznych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wyraźny wzrost inwestycji publicznych – wraz z wysokim stopniem wykorzystania zdolności produkcyjnych, bardzo dobrymi wynikami finansowymi firm oraz rosnącym popytem wewnętrznym i zewnętrznym – powinien także oddziaływać w kierunku wyraźnego ożywienia aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się aktywności w polskiej gospodarce w kolejnych kwartałach

będzie możliwa po zapoznaniu się Rady z wynikami lipcowej projekcji PKB.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie podkreślano, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na wyższą dynamikę cen usług sygnalizującą – ich zdaniem – rosnący wpływ poprawy krajowej koniunktury na ceny konsumpcyjne.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach inflacja cen konsumpcyjnych powinna pozostać umiarkowana, czemu będzie sprzyjać dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. Podkreślano przy tym, że dynamika płac w przedsiębiorstwach – mimo sygnalizowanych przez nie nacisków płacowych w warunkach historycznie niskiego poziomu bezrobocia – nie przyspieszyła wyraźnie w ostatnim okresie. W efekcie – jak zaznaczano – dynamika jednostkowych koszty pracy pozostaje umiarkowana, czemu sprzyja również utrzymujący się wzrost wydajności pracy. Jednak zdaniem niektórych członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może być podwyższona przez ewentualne zmniejszenie skali migracji zarobkowej do Polski po zniesieniu wiz dla obywateli Ukrainy przez UE, a także ewentualne zmniejszenie się aktywności zawodowej w polskiej gospodarce po wprowadzeniu niższego wieku emerytalnego. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali ponadto, że poprawa koniunktury może przełożyć się na silniejszy, niż wynikałoby to z obecnych prognoz, wzrost inflacji bazowej.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że stabilizacja stóp procentowych będzie sprzyjać oczekiwanemu ożywieniu inwestycji.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami kolejnych projekcji inflacji i PKB.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 lipca 2017 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa

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

W gospodarce światowej utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. W strefie euro dane wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego, wspieranego zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i przyrost inwestycji. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB – po przejściowym obniżeniu się – w II kw. prawdopodobnie przyspieszył. Z kolei w Chinach bieżące dane wskazują na spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców, a także stabilizacja cen ropy naftowej, przy wciąż niskiej wewnętrznej presji inflacyjnej w wielu krajach.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. EBC nadal prowadzi program skupu aktywów finansowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe.

W Polsce miesięczne dane o aktywności gospodarczej sygnalizują utrzymanie się stabilnej dynamiki PKB w II kw. br. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, a także wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw. Wraz z oczekiwanym wzrostem wykorzystania środków UE powinno to wspierać ożywienie inwestycji w kolejnych kwartałach.

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Wciąż umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy.

W ocenie Rady w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, czemu będzie sprzyjać dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. W efekcie ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

Taką ocenę wspierają wyniki lipcowej projekcji inflacji i PKB, przygotowanej przez Departament Analiz Ekonomicznych przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,3% w 2017 r. (wobec 1,6 – 2,5% w projekcji z marca 2017 r.), 1,1 – 2,9% w 2018 r. (wobec 0,9 – 2,9%) oraz 1,3 – 3,6% w 2019 r. (wobec 1,2 – 3,5%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4 – 4,7% w 2017 r. (wobec 3,4 – 4,0% w projekcji z marca 2017 r.), 2,5 – 4,5% w 2018 r. (wobec 2,4 – 4,5%) oraz 2,3 – 4,3% w 2019 r. (wobec 2,3 – 4,4%).

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

Rada przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2017 r.*

4 Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji Departamentu Analiz Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁵². Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2017 r. do IV kw. 2019 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2017 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 czerwca 2017 r.

⁵² Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

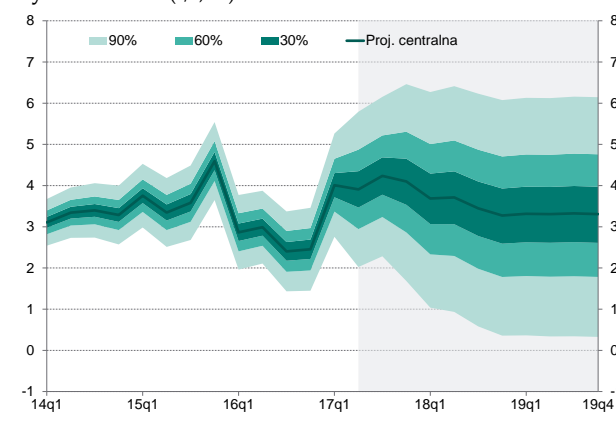
4.1 Synteza

Zgodnie z przewidywaniami formułowanymi w projekcji marcowej osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce w II połowie ub.r., w dużym stopniu związane z obniżeniem absorpcji transferów kapitałowych z Unii Europejskiej oraz podwyższonym poziomem niepewności, było przejściowe. W I kw. br. dynamika PKB w polskiej gospodarce znacząco przyspieszyła i do końca tego roku najprawdopodobniej utrzyma się na poziomie zbliżonym do 4% r/r.

Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w 2017 r. będzie spożycie indywidualne przy stopniowo rosnącej dynamice nakładów inwestycyjnych. Do szybkiego wzrostu konsumpcji przyczyni się dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy oraz wypłaty z programu „Rodzina 500 plus”, które pozytywnie wpływają na siłę nabywczą i nastroje gospodarstw domowych. Rosnąca w kolejnych kwartałach 2017 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe, zarówno publicznych, jak i przedsiębiorstw, związana jest z napływem środków z budżetu Unii Europejskiej z nowej perspektywy finansowej 2014-2020 oraz ustępowaniem zwiększonej w ub.r. niepewności dotyczącej otoczenia biznesowego i perspektyw sprzedażowych raportowanej przez przedsiębiorstwa niefinansowe.

W kolejnych latach perspektywy wzrostu inwestycji oraz spożycia prywatnego pozostaną korzystne, jednak transfery kapitałowe z Unii Europejskiej będą przyrastać coraz wolniej, a środki z programu „Rodzina 500 plus” przestaną podwyższać dynamikę popytu konsumpcyjnego. Przełoży się to na stopniowe spowolnienie dynamiki PKB do poziomu bliskiego tempa wzrostu potencjalnego. Ograniczeniem dla szybszego wzrostu gospodarczego jest

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

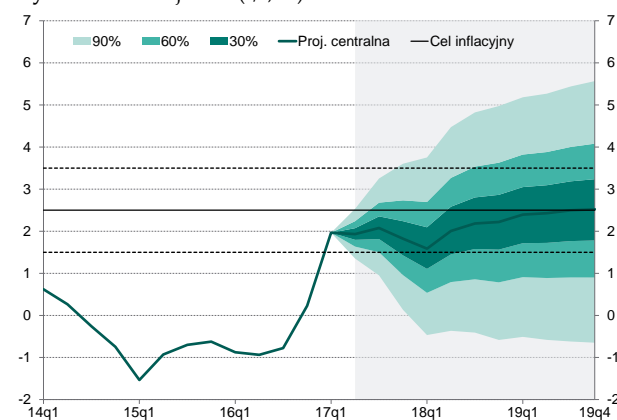
prognozowana dla lat 2018-2019 niższa dynamika wzrostu w strefie euro w porównaniu z rokiem 2017. Z kolei korzystnie na popyt krajowy oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu.

Ujemna obecnie luka popytowa domknie się w II połowie 2017 r. wraz ze wzrostem wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych, a w latach 2018-19 ukształtuje się już na dodatnim, jednak umiarkowanym poziomie, nieznacznie przekraczającym 0,5% produktu potencjalnego. Wielkość luki popytowej pozwala wnioskować, że w najbliższych latach będzie się utrzymywać umiarkowana presja popytowa, a poprawa koniunktury stopniowo, choć w ograniczony sposób, przekładać się będzie na wzrost inflacji. W tym samym kierunku oddziaływać będzie prognozowany w horyzoncie projekcji wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Przyspieszeniu dynamiki płac sprzyjać będzie utrzymujący się silny popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw przy stopniowo zmniejszającej się jej podaży. Krajową inflację ograniczać będzie natomiast utrzymująca się umiarkowana inflacja w strefie euro, niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych oraz oczekiwana w projekcji aprecjacja efektywnego kursu złotego.

Uwzględniając wpływ wymienionych powyżej czynników podwyższających i obniżających dynamikę cen konsumenta, inflacja CPI w horyzoncie projekcji stopniowo wzrośnie, osiągając poziom celu inflacyjnego w 2019 r. W porównaniu do projekcji marcowej presja inflacyjna narasta nieco szybciej, co jest związane z rewizją w górę ścieżki krajowego wzrostu gospodarczego oraz prognozowanej skali poprawy sytuacji na rynku pracy w Polsce.

Na realizację scenariusza projekcyjnego istotny wpływ będzie miała skala ożywienia w

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

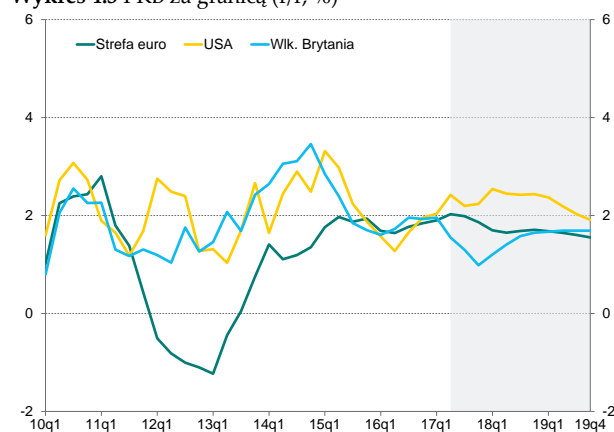
gospodarce światowej. Jednym z głównych źródeł niepewności dla zarysowanego w projekcji scenariusza jest przyszła kondycja gospodarki amerykańskiej, w szczególności trudny do określenia obecnie kształt polityki fiskalnej i pieniężnej. Wśród czynników krajowych istotnym źródłem ryzyka dla przebiegu ścieżki inflacji i PKB jest kształtowanie się podaży pracy. Rekordowo niski poziom stopy bezrobocia pozytywnie wpływa na sytuację gospodarstw domowych, jednak z drugiej strony niedostateczna podaż pracy może stać się dla przedsiębiorstw barierą dla dalszego zwiększania produkcji.

Ocena prawdopodobieństwa materializacji wskazanych powyżej ryzyk wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla inflacji CPI i dynamiki PKB, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1; Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

Bieżąca projekcja zakłada, że w najbliższych latach proces ożywienia gospodarczego w strefie euro, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski, będzie kontynuowany (Wykres 4.3). Przyjęte prognozy dotyczące otoczenia zewnętrznego Polski wskazują również na poprawę w horyzoncie projekcji koniunktury w Stanach Zjednoczonych przy niewielkim obniżeniu tempa wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii. Głównym czynnikiem wspierającym wzrost tych gospodarek pozostanie popyt wewnętrzny, w szczególności konsumpcja, czemu sprzyjać będzie kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku pracy oraz utrzymanie akomodacyjnej polityki pieniężnej w strefie euro i w Wielkiej Brytanii (Wykres 4.4). Z drugiej strony wzrost gospodarczy za granicą nadal będzie ograniczać niska dynamika wydajności pracy. W

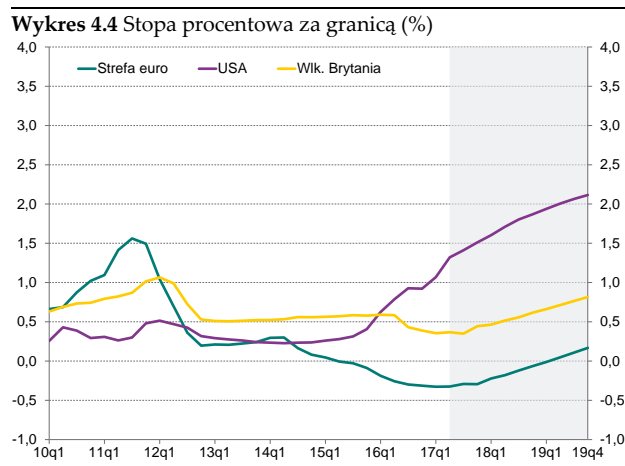
Wykres 4.3 PKB za granicą (t/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

bieżącej projekcji oczekiwane tempo wzrostu PKB w otoczeniu polskiej gospodarki zostało podwyższone względem poprzedniej rundy projekcyjnej ze względu na poprawę perspektyw dla aktywności gospodarczej w strefie euro oraz w Stanach Zjednoczonych. Najważniejszym czynnikiem niepewności dla przyjętych w projekcji założeń dotyczących sytuacji makroekonomicznej za granicą, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie, jest przyszły kształt amerykańskiej polityki gospodarczej.

Głównym źródłem wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w całym horyzoncie projekcji będzie konsumpcja gospodarstw domowych. Zwiększeniu ich siły nabywczej sprzyjać będzie kontynuacja wzrostu płac oraz zatrudnienia. W tym samym kierunku oddziałuje także wzrost majątku netto gospodarstw domowych w wyniku przyrostu wartości aktywów finansowych i niefinansowych. W warunkach umacniania się popytu konsumpcyjnego, poprawy dynamiki globalnego wzrostu gospodarczego oraz osłabiającego się kursu dolara amerykańskiego (Wykres 4.5) oczekuje się również utrzymania obserwowanej obecnie odbudowy zysków amerykańskich przedsiębiorstw, co sprzyjać będzie intensyfikacji ich aktywności inwestycyjnej. Do przyspieszenia tempa wzrostu akumulacji kapitału produkcyjnego w tej gospodarce będzie się przyczyniać wysoki poziom aktywności w przemyśle wydobywczym, pomimo iż w projekcji oczekuje się stabilizacji cen ropy na relatywnie niskim poziomie. Ze względu na wysoką i rosnącą produktywność oraz efektywność kosztową amerykańskich przedsiębiorstw naftowych wydobywających ropę ze złóż łupkowych nawet niższy od obecnego poziom cen ropy może się bowiem okazać dla nich opłacalny. Korzystne uwarunkowania dla konsumpcji i inwestycji w Stanach Zjednoczonych wynikają również z planowanych zmian w polityce fiskalnej

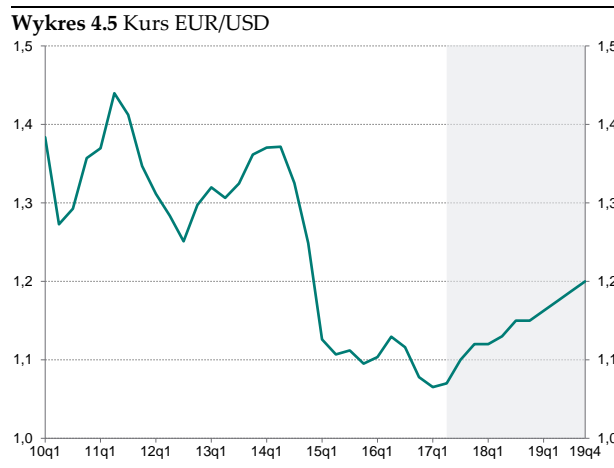


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

obejmujących obniżenie opodatkowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz z oczekiwanej kontynuacji relatywnie łagodnej polityki monetarnej Fed (uwzględniając jedynie niewielką skalę podwyżek stóp procentowych; Wykres 4.4). Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w horyzoncie projekcji może natomiast spowalniać niska dynamika wydajności pracy, przy jednoczesnym osiągnięciu przez gospodarkę amerykańską stanu pełnego zatrudnienia.

W bieżącej projekcji założono nieco szybsze niż w poprzedniej rundzie tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, co związane jest z uwzględnieniem planowanej przez nową administrację reformy podatkowej. Skalę dokonanej korekty ogranicza niepewność dotycząca finansowania proponowanych zmian, a także nowych regulacji m.in. w zakresie polityki handlowej i migracyjnej.

W strefie euro, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, najważniejszą składową wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne. Konsumpcję indywidualną nadal wspierać będzie stabilna dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wzrostowi spożycia prywatnego, a także przyspieszeniu dynamiki inwestycji mieszkaniowych, sprzyjać będzie również niskie oprocentowanie kredytów powiązane z akomodacyjną polityką pieniężną EBC obejmującą utrzymanie krótkookresowych stóp procentowych na ujemnym poziomie do połowy 2019 r.⁵³ (Wykres 4.4). Pomimo tych korzystnych uwarunkowań dynamika inwestycji przedsiębiorstw pozostanie niska, do czego przyczyniać się będzie niepewność dotycząca polityki ekonomicznej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych oraz nadal wysoki poziom



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

⁵³ Założona w projekcji prognoza krótkookresowych stóp procentowych w strefie euro została opracowana na podstawie notowań kontraktów terminowych na stopę procentową, a więc odzwierciedla oczekiwania rynkowe dotyczące kształtowania się tej kategorii w przyszłości.

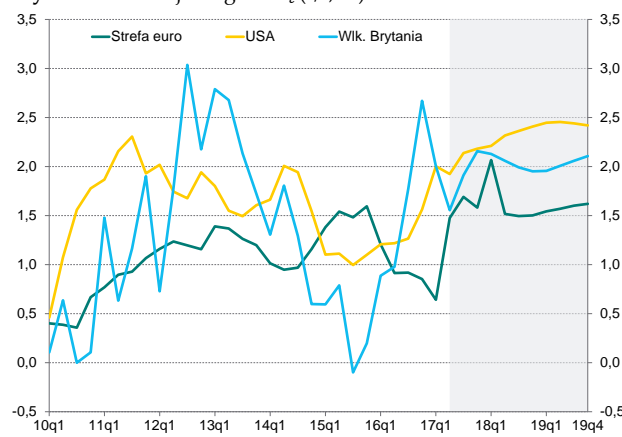
zadłużenia przedsiębiorstw w niektórych krajach członkowskich strefy. Zgodnie z przyjętym scenariuszem tempo wzrostu PKB w latach 2018-2019 obniży się nieznacznie względem bieżącego roku (Wykres 4.3), co wynika głównie ze spadku dynamiki konsumpcji indywidualnej. Prognozowane przyspieszenie inflacji będzie bowiem ograniczać dochody gospodarstw domowych w ujęciu realnym.

Korekta w górę przewidywanej dynamiki PKB w strefie euro względem projekcji marcowej związana jest z uwzględnieniem napływających w ostatnich miesiącach danych wskazujących na umocnienie się ożywienia w tej gospodarce. W tym samym kierunku oddziałuje również oczekiwany wzrost aktywności eksportowej przedsiębiorstw wynikający z zapowiadanych zmian w amerykańskiej polityce fiskalnej oraz z kontynuacji obserwowanej na początku 2017 r. globalnej tendencji stopniowego wzrostu dynamiki handlu międzynarodowego.

W bieżącej projekcji, podobnie jak w poprzedniej rundzie prognostycznej, założono umiarkowane spowolnienie wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii względem lat 2014-2016 (Wykres 4.3). Niepewność związana z warunkami opuszczenia przez ten kraj struktur Unii Europejskiej może bowiem ograniczać popyt inwestycyjny w tej gospodarce pomimo deprecjacji funta brytyjskiego poprawiającej konkurencyjność cenową eksportu oraz akomodacyjnej polityki pieniężnej Banku Anglii (Wykres 4.4). Jednocześnie prognozowane przyspieszenie inflacji obniży siłę nabywczą gospodarstw domowych i przełoży się na osłabienie wzrostu konsumpcji prywatnej (Wykres 4.6).

W projekcji lipcowej przyjęto, że kurs euro w stosunku do dolara amerykańskiego będzie się stopniowo umacniał, pomimo szybszego wzrostu nominalnych stóp procentowych Fed (Wykres 4.4; Wykres 4.5). Prognoza ta jest efektem

Wykres 4.6 Inflacja za granicą (r/r, %)



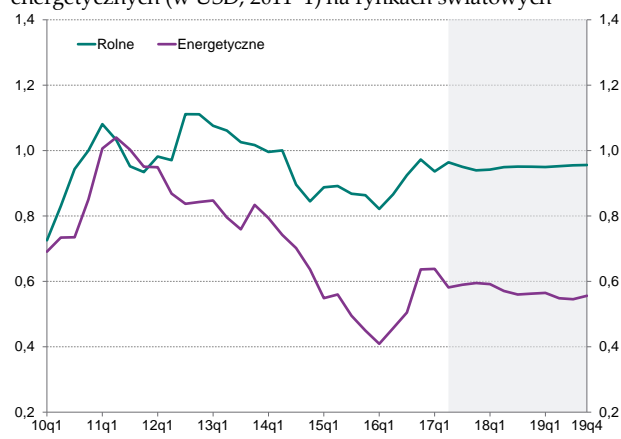
Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

zmniejszonego ryzyka związanego z wpływem sytuacji politycznej na koniunkturę w strefie euro przy jednocześnie utrzymującej się niepewności odnośnie do kształtu przyszłych reform amerykańskiej administracji.

W ostatnich miesiącach ceny surowców energetycznych na rynkach światowych kształtowały się nieco poniżej poziomów założonych w projekcji marcowej. W bieżącej rundzie progностycznej oczekiwana jest stabilizacja cen ropy naftowej i gazu ziemnego oraz kontynuacja spadkowej tendencji cen węgla kamiennego. Łączny indeks cen surowców energetycznych będzie się zatem w najbliższych latach powoli obniżać, kształtując się poniżej założeń z poprzedniej projekcji (Wykres 4.7).

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych, przy umiarkowanym i dość stabilnym wzroście globalnego popytu, będą determinowane głównie przez czynniki podażowe. Z jednej strony w maju br. przedłużone zostały ograniczenia w wydobywaniu ropy wprowadzone na początku 2017 r. przez członków OPEC oraz część krajów niezrzeszonych w tej organizacji. Z drugiej strony, ze względu na postęp w technologii wydobywania obniżający koszty pozyskania tego surowca ze źródeł niekonwencjonalnych, wzrost produkcji ropy w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej będzie kontynuowany. W świetle powyższych uwarunkowań oczekuje się stabilizacji w horyzoncie projekcji cen ropy naftowej na niskim poziomie. Podobnie kształtuje się założona ścieżka cen gazu ziemnego, co wynika ze współzmienności cen obu surowców. Przyjęta w projekcji prognoza cen węgla kamiennego wskazuje natomiast na ich stopniowe obniżanie się. Wynika ono ze słabnącego popytu na ten surowiec na skutek prowadzonej przez gospodarkę rozwiniętej polityki klimatycznej zakładającej ograniczenie zużycia węgla kamiennego jako źródła energii oraz prawdopodobny dalszy spadek kosztów

Wykres 4.7 Indeksy cen surowców rolnych (w EUR, 2011=1) i energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

i zwiększanie skali pozyskiwania energii ze źródeł odnawialnych.

Wzrost wartości indeksu cen surowców rolnych w ub.r. wynikał głównie z sytuacji na rynku produktów spożywczych pochodzenia zwierzęcego (mięsa i produktów mleczarskich). W szczególności zmniejszeniu się pogłowia trzody chlewnej i bydła w Unii Europejskiej towarzyszył rosnący popyt, przede wszystkim ze strony Chin. Wpływ tych czynników w horyzoncie projekcji najprawdopodobniej wygaśnie, a ceny surowców rolnych ustabilizują się na obecnych poziomach przy umiarkowanym popycie ze strony gospodarek wschodzących (Wykres 4.7).

Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski nastąpi jedynie umiarkowany wzrost inflacji (Wykres 4.6). W Stanach Zjednoczonych jej źródłem będzie sytuacja na rynku pracy. Aktualne szacunki wskazują, że gospodarka amerykańska już pod koniec bieżącego roku osiągnie stan pełnego zatrudnienia. Dalszy wzrost popytu na pracę w warunkach jej ograniczonej podaży przełoży się na podwyższenie presji inflacyjnej. Stopniowemu przyspieszeniu dynamiki wynagrodzeń towarzyszyć będzie bowiem ograniczony wzrost wydajności pracy. W strefie euro w perspektywie najbliższych kwartałów dynamikę cen podnosić będą natomiast rosnące marże przedsiębiorstw. W dalszym horyzoncie inflacja wspierana będzie, podobnie jak w gospodarce amerykańskiej, przez wzrost presji kosztowej związanej z poprawą sytuacji na rynku pracy. Jednak ze względu na relatywnie większą skalę niewykorzystania zasobów pracy oraz oczekiwane wolniejsze domykanie się ujemnej luki popytowej⁵⁴ inflacja

⁵⁴ Szacowany poziom luki popytowej jest bardzo zróżnicowany dla poszczególnych krajów strefy euro – od silnie ujemnego w krajach takich jak Grecja, Hiszpania, Włochy po dodatni, np. w Niemczech i Irlandii.

w strefie euro w latach 2017-2019 będzie niższa niż w Stanach Zjednoczonych (Wykres 4.6). Silniejszy wzrost cen w Wielkiej Brytanii w bieżącym roku jest z kolei powiązany z osłabieniem funta brytyjskiego po ogłoszeniu decyzji o planowanym opuszczeniu struktur Unii Europejskiej.

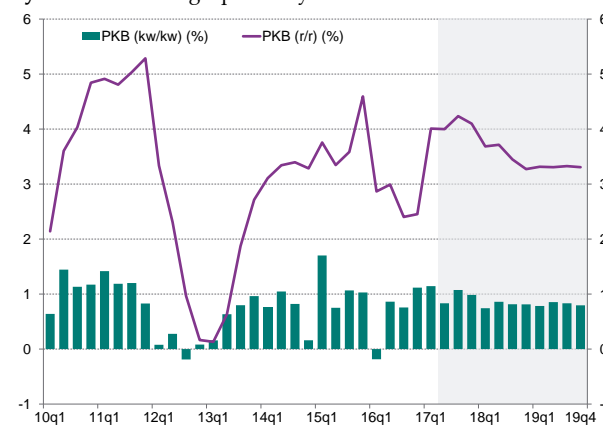
Poza wymienionymi powyżej czynnikami, w różnym stopniu wpływającymi na procesy inflacyjne w otoczeniu polskiej gospodarki, dynamikę cen za granicą będą w horyzoncie projekcji ograniczać niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 4.7).

4.3 Gospodarka polska w latach 2017-2019

W I kw. br. dynamika PKB w Polsce znacząco przyspieszyła do 4,0% r/r i zgodnie z bieżącą projekcją pozostanie do końca tego roku na podobnym poziomie (Wykres 4.8). Przyczyni się do tego szybki wzrost konsumpcji prywatnej wspieranej dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy oraz trwającymi od zeszłego roku pozytywnymi skutkami wdrożenia programu „Rodzina 500 plus” (Wykres 4.9). Dodatkowo w II połowie 2017 r. podwyższony wzrost gospodarczy będzie wynikał z odbudowy nakładów brutto na środki trwałe, zarówno publicznych, jak i przedsiębiorstw, co związane jest z napływem środków z budżetu Unii Europejskiej z nowej perspektywy finansowej 2014-2020.

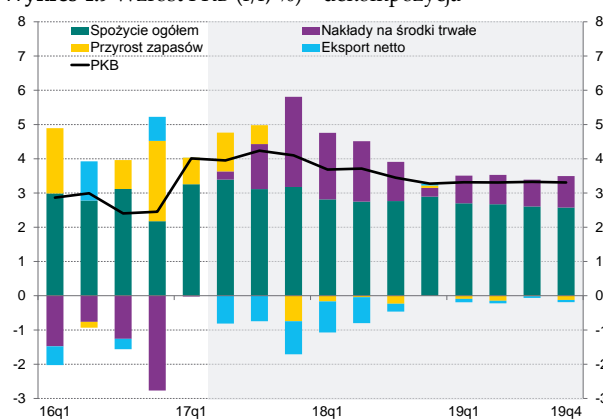
W kolejnych latach perspektywy dla wzrostu inwestycji oraz konsumpcji pozostaną korzystne, ale transfery kapitałowe z Unii Europejskiej będą przyrastać coraz wolniej, a środki z programu „Rodzina 500 plus” przestaną podwyższać dynamikę popytu konsumpcyjnego. Przełoży się

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

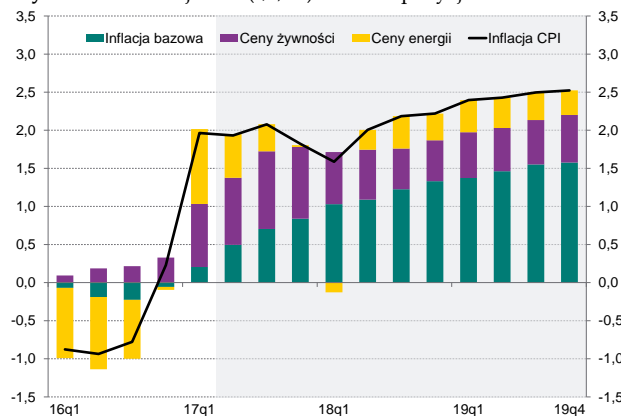
to na stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego do poziomu bliskiego tempa wzrostu potencjalnego. Scenariusz taki będzie wspierać również jedynie umiarkowana prognozowana skala ożywienia w strefie euro.

Wraz ze stopniowo narastającą presją popytową i kosztową w horyzoncie projekcji wzrośnie inflacja bazowa (Wykres 4.10). Ujemna obecnie luka popytowa domknie się wraz ze wzrostem wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych, a zwiększające się problemy przedsiębiorstw związane z malejącą podażą pracy przekładają się będą na wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Krajową inflację ograniczać będzie utrzymujące się jedynie umiarkowane tempo wzrostu cen w strefie euro, niskie ceny surowców oraz przewidywana w projekcji aprecjacja efektywnego kursu złotego. Waluta krajowa będzie się umacniać zwłaszcza w stosunku do dolara amerykańskiego, co jest efektem prognozowanego osłabienia dolara amerykańskiego wobec euro. W 2017 r. na skutek niskiej bazy cen surowców energetycznych z ub.r. i niekorzystnych warunków meteorologicznych zarówno inflacja cen energii, jak i żywności kształtować się będzie na podwyższonym poziomie. Czynniki te mają charakter przejściowy i wraz z ich wygasaniem w kolejnych latach dynamika cen żywności i energii obniży się pomimo proinflacyjnego oddziaływania poprawy krajowej koniunktury (Wykres 4.10).

Popyt krajowy

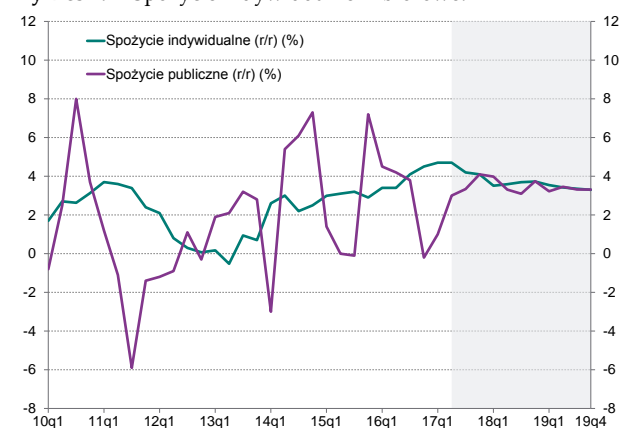
Od II połowy ub.r. wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych rosną w tempie przekraczającym 4% w ujęciu rocznym, na co pozwala ich korzystna sytuacja finansowa (Wykres 4.11). Dochody do dyspozycji ludności rosną w ślad za poprawiającą się sytuacją na rynku pracy oraz w wyniku wdrożenia od kwietnia 2016 r. programu „Rodzina 500 plus”. Dodatkowe świadczenia wychowawcze, ze

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe.

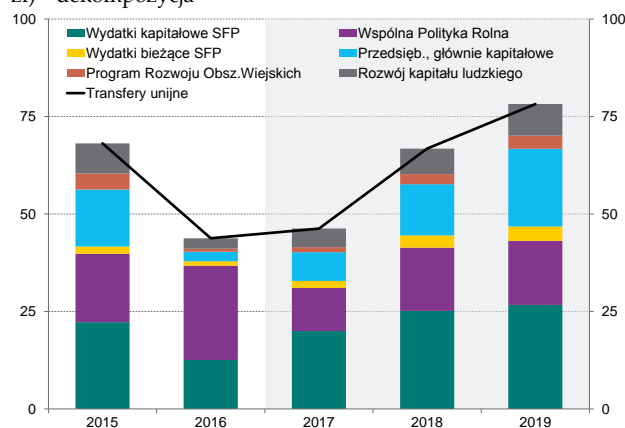


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania ścieżki konsumpcji, przekładają się na wzrost wydatków gospodarstw domowych z pewnym opóźnieniem, podwyższając dynamikę konsumpcji nie tylko w 2016, ale również i w 2017 r.

W najbliższych latach rozwój sytuacji na rynku pracy będzie korzystnie wpływał na wzrost spożycia indywidualnego. Oczekiwane jest dalsze obniżanie się stopy bezrobocia oraz przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń, choć siłę nabywczą gospodarstw domowych będzie ograniczać wzrost inflacji. Pozytywnie na skłonność do konsumpcji oddziałują także korzystne nastroje konsumentów. Potwierdzają to badania ankietowe GUS, które wskazały, po raz pierwszy w historii badania, na ukształtowanie się wyprzedzającego wskaźnika ufności konsumenckiej na dodatnim poziomie⁵⁵. Oznacza to, że wśród ankietowanych osób liczba respondentów optymistycznie oceniających przyszłość przewyższyła liczbę pesymistów. Deklaracje konsumentów wskazują na pozytywne tendencje dotyczące dokonywania ważnych zakupów, jak również malejące obawy związane z przyszłą sytuacją ekonomiczną kraju czy zagrożeniem bezrobociem. W horyzoncie projekcji wzrostowi spożycia będzie sprzyjać również niski poziom stóp procentowych wpływający korzystnie na koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem. W wyniku oddziaływania powyższych czynników spożycie gospodarstw domowych będzie w najbliższych latach systematycznie rosnąć, choć nieco słabiej niż w 2017 r., gdy dynamikę konsumpcji podwyższać będzie jeszcze wpływ programu „Rodzina 500 plus”.

Wykres 4.12 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja

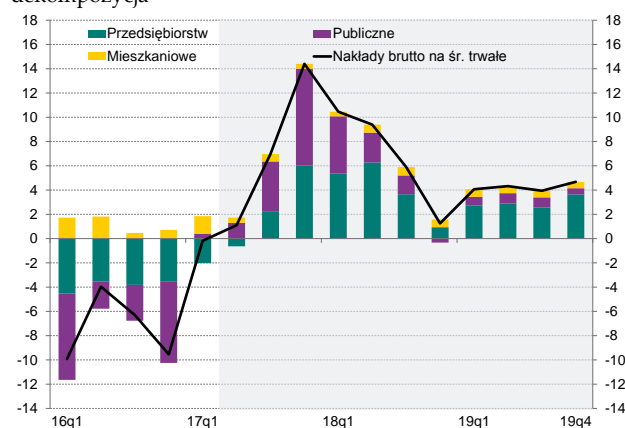


Źródło: obliczenia NBP.

⁵⁵ *Koniunktura konsumencka. Maj 2017 r.*, GUS, maj 2017 r.

Spadek inwestycji w ub.r., podobnie jak w innych krajach regionu⁵⁶, spowodowany był przedłużającym się okresem przejściowym między wykorzystaniem funduszy europejskich ze starej (2007-2013) i nowej (2014-2020) perspektywy finansowej (Wykres 4.12). Obniżenie absorpcji funduszy unijnych wpłynęło najsilniej na inwestycje publiczne, ale przełożyło się również istotnie na inwestycje przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza firm będących własnością Skarbu Państwa i samorządów, koncentrując się głównie w sektorze energetycznym, transporcie i branży wodnej. Oczekuje się, że ponowny wzrost liczby projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw, które współfinansowane są środkami z budżetu Unii Europejskiej, nastąpi już w bieżącym roku, ale istotne przyspieszenie napływu tych funduszy przypadnie dopiero na lata 2018-2019 (Wykres 4.12). W horyzoncie projekcji następować będzie również stopniowa odbudowa nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw finansowanych ze środków krajowych (Wykres 4.13). Badania ankietowe NBP wskazują na nieznaczną poprawę nastrojów wśród inwestorów i planowany wzrost wydatków na środki trwałe⁵⁷. Ustępuje również wpływ czynnika, który oddziaływał negatywnie na klimat inwestycyjny w ub.r., kiedy przedsiębiorstwa raportowały zwiększoną niepewność odnośnie do ich otoczenia biznesowego i perspektyw sprzedażowych⁵⁸. Na rosnącą potrzebę odbudowy zasobu środków trwałych wskazuje niska bieżąca stopa inwestycji, której towarzyszy najwyższy od 2008 r. poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw zarówno według badań NBP jak i GUS. Korzystnie kształtują się także determinanty źródeł finansowania inwestycji. Wciąż dobra sytuacja finansowa firm wpływa

Wykres 4.13 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁶ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

⁵⁷ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

⁵⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

pozytywnie na możliwość wykorzystania środków własnych do pokrycia rosnących wydatków inwestycyjnych. Realizację zakupu środków trwałych finansowanych kredytem lub w ramach *leasingu* ułatwia z kolei historycznie niski poziom stóp procentowych.

Kształtowanie się nakładów inwestycyjnych sektora publicznego jest znacznie silniej niż w przypadku nakładów przedsiębiorstw powiązane z absorpcją funduszy z budżetu Unii Europejskiej. Istotne zwiększenie tych nakładów nastąpi w latach 2017-2018, gdy oczekiwany jest znaczny wzrost wykorzystania transferów z nowej perspektywy finansowej przeznaczonych na wydatki majątkowe sektora finansów publicznych (Wykres 4.12). Świadczą o tym dane Ministerstwa Rozwoju⁵⁹ o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych, a także wyraźny wzrost wydatków majątkowych planowany przez jednostki samorządu terytorialnego na 2017 r. w sprawozdaniu budżetowym za I kw. br.⁶⁰

W horyzoncie projekcji korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych będzie wpływać również na wzrost inwestycji mieszkaniowych zwłaszcza, że największa część kosztu zakupu pokrywana jest ze środków własnych⁶¹. Optymistyczne oczekiwania konsumentów zwiększają także ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań, co potwierdzają badania koniunktury GUS⁶² oraz kształtowanie się popytu na kredyt hipoteczny⁶³.

⁵⁹ *Lista projektów realizowanych z funduszy europejskich w Polsce w latach 2014-2020*, Ministerstwo Rozwoju, <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/projekty/lista-projektow/lista-projektow-realizowanych-z-funduszy-europejskich-w-polsce-w-latach-2014-2020/>

⁶⁰ <http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/finanse-publiczne/budzety-jednostek-samorzadu-terytorialnego/sprawozdania-budzetowe>

⁶¹ Dane dla siedmiu największych miast Polski wskazują, że 67% wartości zakupionych w nich mieszkań opłacanych jest ze środków własnych. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2017 r.*, NBP, czerwiec 2017 r.

⁶² *Koniunktura konsumencka. Maj 2017 r.*, GUS, maj 2017 r.

⁶³ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2017 r.*, NBP, kwiecień 2017 r.

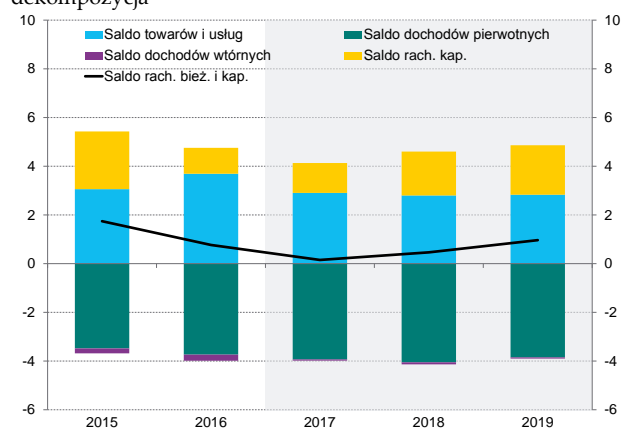
Rosnące dochody gospodarstw domowych korzystnie wpłyną będą przy tym na ich zdolność kredytową, co wraz z niskim poziomem stóp procentowych ułatwiać będzie pozyskanie finansowania inwestycji mieszkaniowych. Czynnikiem ograniczającym dostępność kredytu może być natomiast oczekiwana kontynuacja zaostrzenia polityki kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych⁶⁴, a także wygaśnięcie programu „Mieszkanie dla Młodych” po 2018 r., zwłaszcza, że połowa puli na przyszły rok została już zarezerwowana⁶⁵. Program ten nie będzie zatem ułatwiać w takim stopniu, jak to było w latach ubiegłych, finansowania wkładu własnego na zakup mieszkania. Zmiany te powodują, że dynamika inwestycji mieszkaniowych, choć nadal wysoka, obniży się względem lat 2015-2016.

Dynamika spożycia publicznego w 2017 r. będzie kształtować się poniżej oczekiwanego tempa wzrostu PKB. Przyjęte w projekcji założenie o umiarkowanym wzroście spożycia publicznego wynika z zapisów ustawy budżetowej na rok 2017, która przewiduje relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz wydatków na dotacje celowe finansujące wydatki bieżące innych jednostek sektora. Ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczania wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach, w projekcji przyjęto tempo wzrostu tych wydatków spójne z neutralną polityką fiskalną. Oznacza to nieznaczne przyspieszenie dynamiki spożycia publicznego w latach 2018-2019.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W 2016 r. saldo rachunku bieżącego i kapitałowego bilansu płatniczego obniżyło się, ale pozostało na dodatnim poziomie (0,8% PKB).

Wykres 4.14 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (% PKB) - dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

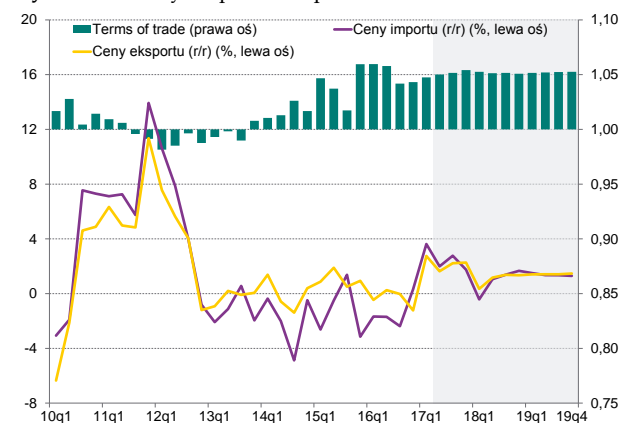
⁶⁴ Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, czerwiec 2017 r.
⁶⁵ <http://mib.gov.pl/2-InformacjeoMdmnastronachBGK.htm>

Przyczyniła się do tego rekordowo wysoka nadwyżka w handlu towarami i usługami (Wykres 4.14) wynikająca z korzystnych zmian strukturalnych w polskiej gospodarce związanych m.in. z wieloletnim znacznym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Zmiany te skutkują poprawą jakości polskich produktów, co – wraz z utrzymującą się wysoką konkurencyjnością cenowo-kosztową polskiej gospodarki – przekłada się na wzrost wartości polskiego eksportu. Potwierdza to wysoki poziom rentowności eksporterów, który pozostaje znacznie powyżej wyników firm obecnych wyłącznie na rynku krajowym. O wysokiej opłacalności cenowej sprzedaży polskich towarów i usług za granicą świadczy również bardzo niski udział nieopłacalnej działalności raportowanej przez eksporterów⁶⁶. Na wysoką nadwyżkę w handlu towarami i usługami w 2016 r. wpłynęła również korzystna relacja cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15) związana z niskimi cenami importowanych surowców energetycznych. Dodatkowo saldo obrotów z zagranicą w ub.r. zwiększył oddziałujący na import spadek popytu inwestycyjnego w polskiej gospodarce, któremu towarzyszyło ożywienie popytu z Unii Europejskiej na towary importowane z Polski.

Jednocześnie nadwyżkę na rachunku bieżącym i kapitałowym w ub.r. obniżało wysokie ujemne saldo dochodów pierwotnych z inwestycji bezpośrednich oraz – w mniejszym stopniu – portfelowych. Wyższe dochody inwestorów zagranicznych w porównaniu do dochodów polskich inwestorów wynikały zarówno z większej wartości zainwestowanego przez nich kapitału, jak i jego wyższej dochodowości.

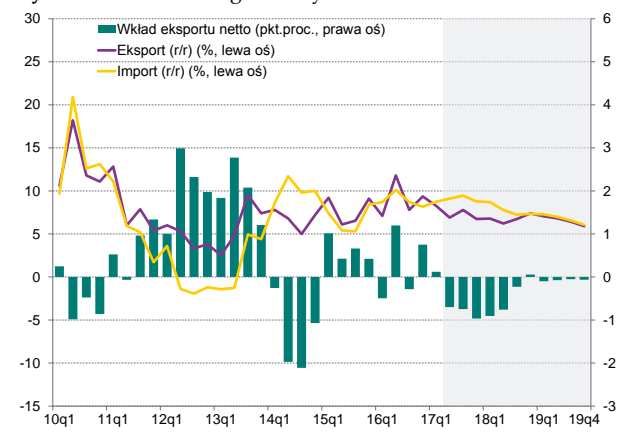
W 2017 r. w ślad za obniżeniem nadwyżki w obrotach handlowych oczekiwany jest spadek

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

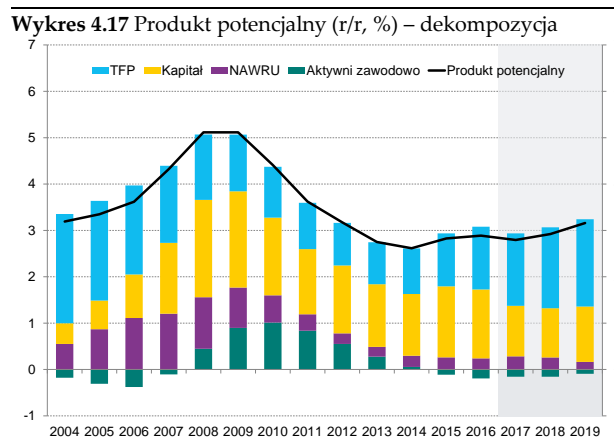
⁶⁶ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

saldą rachunku bieżącego i kapitałowego do 0,1% PKB. Niższa nadwyżka handlowa będzie wynikiem relatywnie wysokiej dynamiki wydatków na importowane towary i usługi (wykres 4.16), która wiąże się z poprawą popytu krajowego przy jednoczesnym wzroście cen importowanych surowców. W tym samym kierunku oddziaływać będą rosnące wynagrodzenia imigrantów pracujących krótkookresowo w Polsce (głównie Ukraińców) ujęte w dochodach pierwotnych po stronie rozchodów. Skalę spadku salda rachunku bieżącego i kapitałowego będzie natomiast łagodzić silniejszy niż w ostatnich kwartałach napływ funduszy unijnych o charakterze inwestycyjnym związanych z realizacją przedsięwzięć z nowej perspektywy finansowej Unii Europejskiej na lata 2014-2020 (prowadzący do zwiększenia nadwyżki na rachunku kapitałowym).

W kolejnych latach nastąpi dalszy wzrost napływu tych funduszy, któremu towarzyszyć będzie zwiększony napływ również pozostałych środków z Unii Europejskiej ujmowanych na rachunku bieżącym. Uwzględniając jednocześnie spowolnienie tempa wzrostu popytu krajowego, które przełoży się na wyhamowanie wzrostu importu i zatrzymanie spadkowej tendencji nadwyżki w handlu towarami i usługami, w latach 2018-2019 oczekiwana jest ponowna poprawa relacji łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego do PKB.

Produkt potencjalny

Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji wzrośnie z 2,8% w 2017 r. do 3,2% w roku 2019. Pozytywnie na poziom potencjału gospodarczego Polski będzie w najbliższych latach wpływać: wzrost łącznej wydajności czynników produkcji (TFP), przyrost akumulacji kapitału produkcyjnego oraz spadek stopy bezrobocia równowagi NAWRU. W



Źródło: obliczenia NBP.

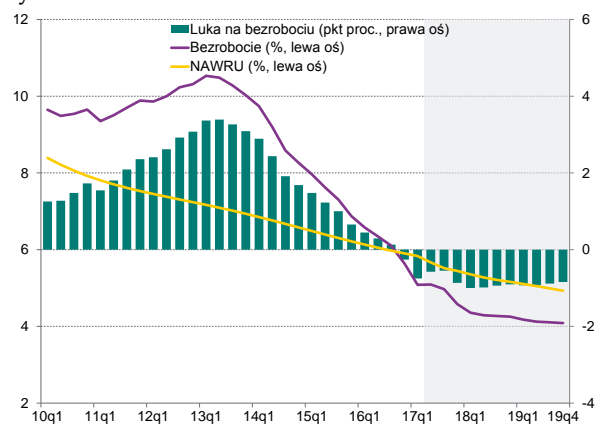
przeciwnym kierunku będzie natomiast oddziaływać malejący zasób siły roboczej. Mimo wzrostu dynamika potencjału nadal kształtować się będzie na jedynie umiarkowanym poziomie (Wykres 4.17).

Proces konwergencji realnej polskiej gospodarki dokonywał się w ostatnich dwudziestu latach w znaczącej części poprzez wzrost łącznej wydajności czynników produkcji. Polska charakteryzowała się w tym okresie jednym z najwyższych wkładów TFP do wzrostu PKB wśród krajów Unii Europejskiej. Choć w najbliższych latach w Polsce oczekuje się zwiększenia dynamiki TFP, to jednak do końca horyzontu projekcji nie powróci ona do poziomu sprzed globalnego kryzysu finansowego. Stopniowo wyczerpują się bowiem możliwości wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji związane z dalszą poprawą alokacji czynników wytwórczych, a także importem technologii w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych⁶⁷.

W kierunku wzrostu produktu potencjalnego oddziaływać będzie również rosnący poziom kapitału produkcyjnego. Jednak ze względu na obniżenie stopy inwestycji w następstwie znaczącego ograniczenia wydatków inwestycyjnych sektora publicznego i przedsiębiorstw w 2016 r. jego wkład do wzrostu potencjału będzie mniejszy niż w poprzednich latach.

Pozytywnie na dynamikę potencjalnego PKB wpływać będzie również obniżająca się do końca 2019 r. stopa bezrobocia równowagi NAWRU (Wykres 4.18). Do spadku stopy NAWRU przyczyniać się będą zmiany strukturalne zachodzące na rynku pracy, których wyrazem jest trwałe i wyraźne obniżenie obserwowanej stopy bezrobocia, w tym spadek liczby osób trwale

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁷ Potencjał innowacyjnej gospodarki: uwarunkowania, determinanty, perspektywy, NBP, maj 2016 r.

bezrobotnych. W ostatnich latach relatywnie silniejszy spadek stopy bezrobocia dotyczył młodszych roczników niemających jeszcze doświadczenia zawodowego oraz osób o niskim wykształceniu. Przyczyniła się do tego obserwowana w latach 2014-16, czyli w okresie silnego wzrostu popytu na pracę, tendencja do zwiększania się popytu na pracowników o niższych kwalifikacjach zawodowych przekładająca się na łatwiejsze dopasowanie umiejętności pracownika do potrzeb pracodawcy⁶⁸. W tym segmencie rynku pracy jego elastyczność zwiększa również napływ imigrantów, głównie z Ukrainy, wykonujących na razie głównie prace wymagające niższych kwalifikacji⁶⁹. Oczekuje się jednak, że wraz z obejmowaniem przez imigrantów bardziej wyspecjalizowanych i wymagających wyższych kwalifikacji stanowisk, podobnie jak miało to miejsce w przypadku fal migracyjnych w Europie w minionych dekadach, mogą oni w przyszłości wpływać na funkcjonowanie także innych segmentów rynku pracy.

Obserwowane w ostatnich latach wydłużenie czasu potrzebnego na znalezienie nowego pracownika wynika z obniżonego poziomu stopy bezrobocia, a nie z pogorszenia efektywności działania rynku pracy. Przemawia za tym fakt, iż liczba wakatów rośnie proporcjonalnie do spadku liczby bezrobotnych (świadczy to o braku oznak, by nastąpiło przesunięcie tzw. krzywej Beveridge'a)⁷⁰. Pozytywnym zmianom na rynku pracy sprzyjają wciąż relatywnie niskie ceny importu zaopatrzeniowego (pomimo wzrostu cen surowców w ostatnim okresie) zwiększające możliwości przedsiębiorstw do ponoszenia kosztu zatrudnienia dodatkowych pracowników

⁶⁸ *Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2015 r.*, NBP, marzec 2016 r.

⁶⁹ *Obywatele Ukrainy pracujący w Polsce – raport z badania*, NBP, 2016 r.

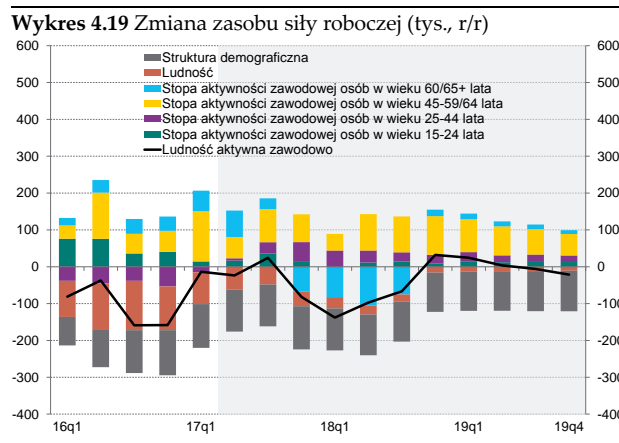
⁷⁰ *Kwartalny raport o rynku pracy – I kw. 2017 r.*, NBP, lipiec 2017 r.

bez istotnego negatywnego wpływu na marże firm.

Uwzględniając łączne oddziaływanie opisanych powyżej czynników, w horyzoncie projekcji oczekiwana jest kontynuacja spadkowej tendencji stopy bezrobocia równowagi (NAWRU). Spadek ten będzie jednak mniejszy niż stopy bezrobocia BAEL. Obok większej inercji kształtowania się stopy NAWRU wpłyną na to podwyżki płacy minimalnej w 2017 i 2018 r., które oddziałują w kierunku nieznacznego wzrostu naturalnej stopy bezrobocia.

Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie ograniczany przez malejący zasób siły roboczej (Wykres 4.19). Spadek ten wynikać będzie z kontynuacji negatywnych tendencji demograficznych obserwowanych w Polsce, tj. zmniejszania się liczebności roczników wchodzących na rynek pracy oraz wzrostu udziału osób w wieku poprodukcyjnym⁷¹. Jednocześnie współczynnik aktywności zawodowej w tej ostatniej grupie wiekowej prawdopodobnie zmniejszy się na skutek obniżenia wieku emerytalnego od 1 października 2017 r. Możliwy negatywny wpływ powyższych uwarunkowań na podaż pracy będzie w części łagodzony przez zachęcającą do aktywizacji zawodowej korzystną koniunkturę na rynku pracy. Efekt ten dotyczyć będzie w szczególności osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64), których aktywność zawodowa jest wciąż wyraźnie niższa niż w wysokorozwiniętych krajach Europy Zachodniej. Spadek podaży pracy łagodzić będzie również obecność na krajowym rynku pracy imigrantów z Ukrainy.

Trudny do określenia pozostaje wpływ programu „Rodzina 500 plus” na rynek pracy. Z jednej



Źródło: obliczenia NBP.

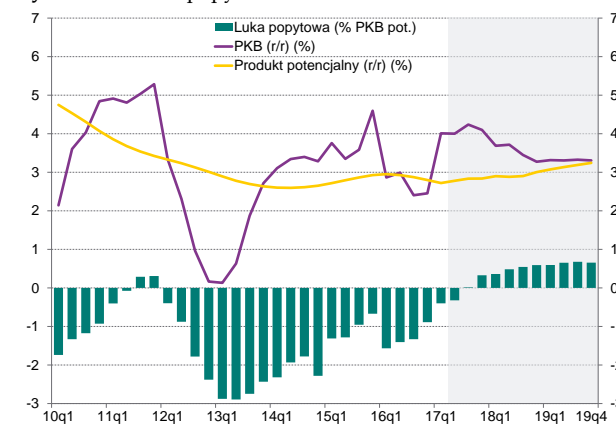
⁷¹ W modelu NECMOD wyróżnia się cztery grupy wiekowe. Określenie „osoby w wieku poprodukcyjnym” odnosi się do najstarszej grupy, obejmującej kobiety w wieku 60 lat i więcej oraz mężczyzn powyżej 64 lat. Granice dla tej grupy wiekowej nie zmieniają się wraz ze zmianami wieku emerytalnego.

strony istnieje obawa, że wzrost wielkości świadczeń rodzinnych może przyczynić się do opuszczenia rynku pracy przez część osób obecnie aktywnych zawodowo. Wyższe świadczenia zwiększają bowiem koszt alternatywny podjęcia zatrudnienia i w konsekwencji zniechęcają do poszukiwania i podjęcia pracy osoby o niskim dochodzie. Skala dostosowań do zwiększonego poziomu świadczeń rodzinnych jest jednak jak dotąd ograniczona, o czym świadczą dostępne do I kw. br. dane nie wskazujące na zmiany trendów aktywności zawodowej osób w wieku 25-44 lata⁷². Z drugiej strony kontynuacji wzrostowej tendencji zatrudnienia wszystkich grup wiekowych sprzyja wzmacniany transferami budżetowymi wyższy popyt konsumpcyjny.

Luka popytowa

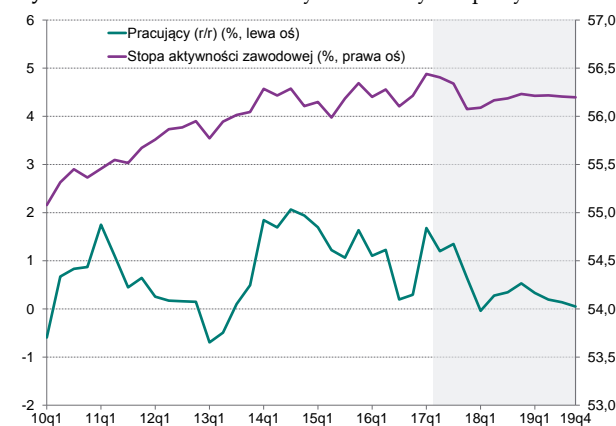
W krótkim horyzoncie projekcji ujemna obecnie luka popytowa zawęzi się, a w latach 2018-19 ukształtuje się już na poziomie dodatnim, nieznacznie przekraczającym 0,5% produktu potencjalnego (Wykres 4.20). Na takie kształtowanie się luki wpłynie m.in. oddziaływanie impulsu fiskalnego związanego z wypłatą świadczeń rodzinnych w ramach programu „Rodzina 500 plus” oraz wzrost inwestycji, w tym finansowanych napływem funduszy Unii Europejskiej. Wzrost zdolności produkcyjnych będzie przy tym następował z opóźnieniem w stosunku do wzrostu popytu w gospodarce i tym samym dynamika potencjału będzie się kształtować poniżej tempa wzrostu PKB w całym horyzoncie projekcji. Jednocześnie jednak, niewielka skala luki popytowej pozwala wnioskować, że średnio w skali całej gospodarki w najbliższych latach będzie się utrzymywać umiarkowana presja popytowa, a poprawa

Wykres 4.20 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.21 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁷² Badania NBP wskazują m.in., że świadczenia w ramach programu „Rodzina 500 plus” obniżają płace progowe niepracujących członków rodzin mających je otrzymać (por. *Kwartalny raport o rynku pracy – IV kw. 2016 r.*, NBP, marzec 2017 r.).

koniunktury stopniowo, choć w ograniczony sposób, przekładać się będzie na wzrost stopy inflacji.

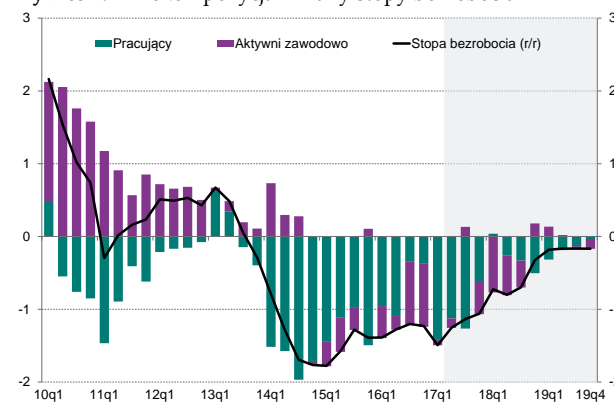
Rynek pracy

Po relatywnie wysokim wzroście liczby pracujących w I kw. 2017 r. (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) w horyzoncie projekcji oczekuje się wyhamowywania dynamiki zatrudnienia (Wykres 4.21). Wprawdzie uwarunkowania popytu na pracę pozostają korzystne, na co wskazuje m.in. najwyższy od 2007 r. wskaźnik prognoz zatrudnienia przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP⁷³, ale przy rekordowo niskiej stopie bezrobocia ograniczeniem dla wzrostu liczby pracujących w coraz większym stopniu będzie malejąca podaż pracy. Ma to odzwierciedlenie w rosnących problemach ze znalezieniem odpowiednich pracowników (pomimo łagodzącego oddziaływania na rynek pracy napływu imigrantów z Ukrainy), co jako barierę rozwoju zgłasza już co trzecie przedsiębiorstwo⁷⁴. Oznaką tej tendencji jest również rosnąca liczba wakatów.

Dostosowanie warunków popytowych i podaźowych na rynku pracy dokonywać się będzie przede wszystkim przez wzrost intensywności wykorzystania czynnika pracy. Będzie temu sprzyjać prognozowane przyspieszenie tempa wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji oraz wzrost kapitału produkcyjnego zwiększający techniczne uzbrojenie pracy.

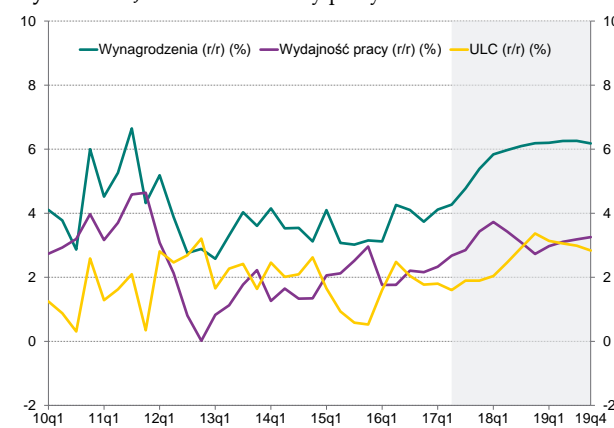
W horyzoncie projekcji będzie następował dalszy spadek stopy bezrobocia BAEL, która już obecnie jest na najniższym poziomie w historii jej pomiaru (Wykres 4.18). Obok wzrostu liczby pracujących, spadek ten będzie skutkiem ograniczenia zasobu

Wykres 4.22 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁷³ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

⁷⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

siły roboczej (Wykres 4.22). Obniżające się bezrobocie, duża liczba ofert pracy oraz malejące prawdopodobieństwo utraty pracy przyczynią się do przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń, na co wskazuje m.in. utrzymujący się powyżej średniej wieloletniej odsetek zatrudnionych objętych podwyżkami w prognozach przedsiębiorstw (Wykres 4.23)⁷⁵. Skalę wzrostu płac będzie również zwiększać rosnąca inflacja oraz podwyżki płacy minimalnej od początku 2017 i 2018 r. Pozostałe czynniki wpływające na stopę bezrobocia równowagi NAWRU, prowadząc do jej spadku w horyzoncie projekcji, będą natomiast ograniczać nasilającą się presję płacową w gospodarce (Wykres 4.18). Dotyczy to w szczególności obecności imigrantów z Ukrainy na krajowym rynku pracy, którzy posiadają mniejsze możliwości wywierania nacisków płacowych na pracodawcę⁷⁶. Przy wzroście wynagrodzeń przewyższającym wzrost wydajności pracy dynamika jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji stopniowo wzrośnie, osiągając poziom 3,0% w 2019 r.

Kurs walutowy

Wraz z poprawą nastrojów na światowych rynkach finansowych i towarzyszącym jej spadkiem awersji do ryzyka począwszy od początku br. złoty umacniał się w stosunku do walut głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie kurs wciąż znajduje się poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych, na co wskazuje m.in. kształtowanie się w ostatnich kwartałach na wyraźnie dodatnim poziomie salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W horyzoncie projekcji oczekuje się, że efektywny kurs złotego będzie się nieznacznie umacniał, zbliżając się

⁷⁵ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

⁷⁶ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2017 r.

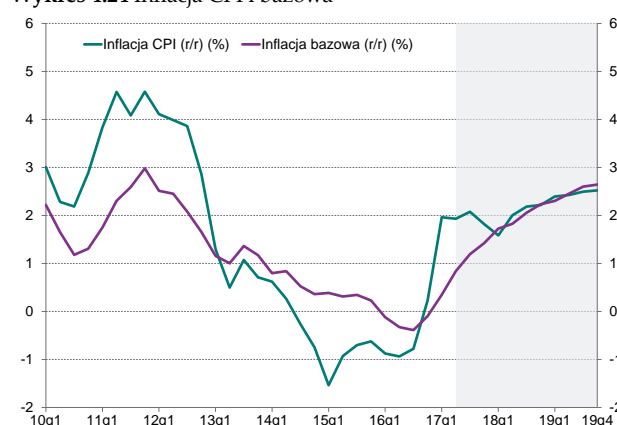
stopniowo do kursu równowagi. W szczególności w kierunku aprecjacji kursu będzie oddziaływać rosnący napływ transferów Unii Europejskiej oraz wysoka nadwyżka handlowa sprzyjająca utrzymaniu dodatniego salda rachunku bieżącego i kapitałowego. Uzasadnieniem prognozowanego umocnienia złotego jest także postępujący proces realnej konwergencji polskiej gospodarki odzwierciedlony w wyższym tempie wzrostu krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski. W przeciwnym kierunku będzie natomiast oddziaływał malejący dysparytet stóp procentowych wynikający z założonego w projekcji braku zmian parametrów polityki pieniężnej NBP oraz stopniowych, choć ograniczonych, podwyżek stóp procentowych w krajach rozwiniętych. Jednocześnie w ślad za zakładanym w projekcji osłabieniem dolara amerykańskiego względem euro złoty będzie relatywnie silniej umacniał się w stosunku do waluty amerykańskiej niż wspólnej waluty europejskiej.

Komponenty inflacji CPI

Ścieżka inflacji CPI w bieżącej rundzie prognostycznej kształtuje się pod wpływem stopniowego wzrostu inflacji bazowej (Wykres 4.24) oraz wygasania czynników o charakterze przejściowym podwyższających inflację cen energii i żywności w 2017 r.

Wzrost inflacji bazowej w horyzoncie projekcji (do 2,5% r/r w 2019 r.) będzie następował w wyniku oddziaływania rosnącej presji kosztowej i popytowej (Wykres 4.24). Problemy przedsiębiorstw z niedostateczną podażą pracy przekładać się będą na wzrost wynagrodzeń przewyższający wzrost wydajności pracy, prowadząc do wzrostu w horyzoncie projekcji dynamiki jednostkowych kosztów pracy (Wykres 4.23). W kierunku wyższej inflacji bazowej oddziaływać będzie również narastająca w latach

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

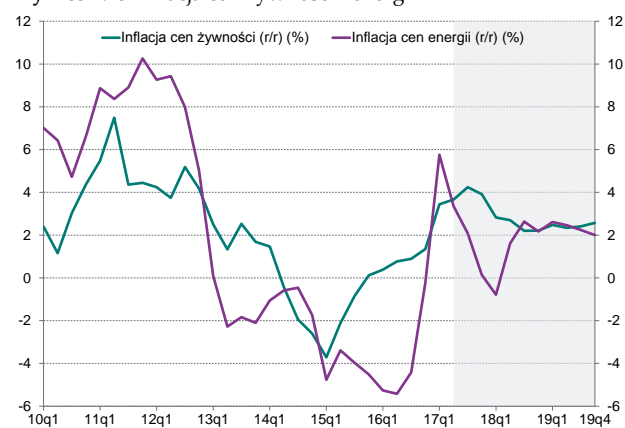
2017-2019 presja popytowa (choć wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się w ostatnich latach⁷⁷). Wraz ze wzrostem wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych oczekuje się, że ujemna obecnie luka popytowa domknie się w II połowie 2017 r. i w kolejnych latach ukształtuje się już na dodatnim, nieznacznie przekraczającym 0,5% produktu potencjalnego, poziomie.

Wpływ czynników krajowych na dynamikę cen łągodzić będzie utrzymujące się w horyzoncie projekcji niskie tempo wzrostu cen importu wynikające z ograniczonej inflacji w strefie euro oraz aprecjacji złotego. Dynamikę kosztów przedsiębiorstw ograniczać będzie również stabilizacja cen surowców energetycznych na rynkach światowych w połączeniu z prognozowaną deprecjacją dolara amerykańskiego, w której to walucie są one kwotowane.

W I połowie 2017 r. inflacja cen energii ukształtowała się na podwyższonym poziomie ze względu na niską bazę cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ub.r. Efekt ten będzie wygaszał i przy stabilizacji na niskim poziomie cen surowców energetycznych na rynkach światowych w horyzoncie projekcji dynamika cen energii obniży się (Wykres 4.25). W tym samym kierunku będzie oddziaływał sukcesywnie umacniający się kurs złotego, zwłaszcza w relacji do dolara amerykańskiego. Inflację cen energii na początku 2018 r. będzie ponadto ograniczał przewidywany spadek cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych związany z prawdopodobnym zakończeniem negocjacji PGNiG z Gazpromem w II połowie br.

Inflacja cen żywności, która w I połowie br. wyraźnie przyspieszyła w wyniku wzrostu cen

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁷⁷ Szafranek, K. (2017), *Flattening of the New Keynesian Phillips curve: Evidence for an emerging, small open economy*, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 63(C), s. 334-348.

hurtowych warzyw oraz wzrostu cen surowców rolnych na rynkach światowych (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*) utrzyma się na podwyższonym poziomie także w II połowie br. (Wykres 4.25). Przyczyni się do tego oczekiwany w tym horyzoncie wzrost cen owoców w związku z ograniczeniem ich podaży na skutek niekorzystnych warunków pogodowych w kwietniu i maju br. Wzrostowi cen żywności będzie sprzyjać także wysoki popyt ze strony gospodarstw domowych. W latach 2018-2019, wraz ze stabilizacją indeksu cen surowców rolnych na rynkach światowych oraz aprecjacją złotego, oczekuje się spowolnienia inflacji cen żywności. Sprzyjać temu będzie także silna konkurencja na tym rynku oraz relatywnie niskie ceny energii wpływające na koszty produkcji rolnej.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej, w porównaniu z projekcją marcową, zrewidowano w górę tempo wzrostu PKB w całym horyzoncie projekcji (Tabela 4.1; Wykres 4.26). Prognoza inflacji CPI została nieznacznie skorygowana w dół w bieżącym roku, natomiast podwyższono ją w 2019 r. (Tabela 4.1; Wykres 4.28).

Wzrost gospodarczy będzie wspierać wyższa niż zakładano w poprzedniej rundzie progностycznej aktywność gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski oraz niższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych.

W kierunku wzrostu inflacji CPI będzie oddziaływała wyższa presja popytowa i kosztowa, przy czym w pierwszych kwartałach projekcji przeważać będzie wpływ spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Tabela 4.1 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2017	2018	2019
PKB (r/r, %)			
VII 2017	4,0	3,5	3,3
III 2017	3,7	3,3	3,2
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2017	1,9	2,0	2,5
III 2017	2,0	2,0	2,3

Źródło: obliczenia NBP.

PKB

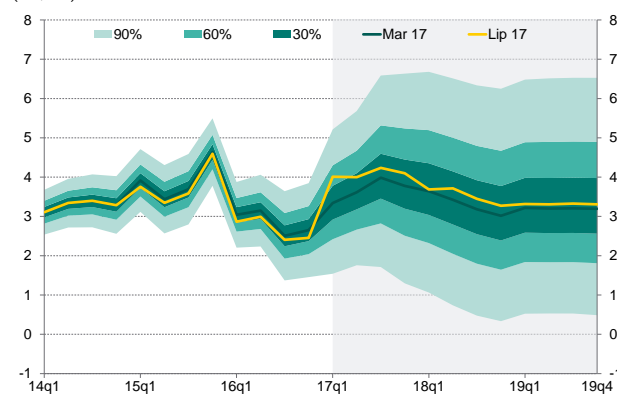
Informacje, które napłynęły po zakończeniu prac nad projekcją marcową, doprowadziły do podwyższenia oczekiwanej dynamiki PKB w bieżącym roku o 0,3 pkt proc., a w latach 2018 i 2019 o odpowiednio 0,2 i 0,1 pkt proc. (Wykres 4.27).

Do rewizji w górę dynamiki PKB przyczyniło się podwyższenie prognoz wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, w szczególności w Niemczech, a tym samym prognoz popytu na polski eksport. Poprawa koniunktury za granicą oraz nastrojów przedsiębiorców i gospodarstw domowych będzie prowadzić przy tym do procyklicznego dostosowania poziomu zapasów, inwestycji i spożycia indywidualnego, w warunkach wyższego niż w projekcji marcowej wzrostu płac i zatrudnienia oraz silniejszego spadku stopy bezrobocia. Jednocześnie z uwagi na większą rewizję prognoz popytu krajowego niż PKB za granicą oraz mocniejszy kurs złotego, ograniczający konkurencyjność cenową krajowej produkcji, wkład do wzrostu eksportu netto będzie się kształtował na niższym poziomie niż w projekcji marcowej.

Czynnikiem sprzyjającym szybszemu wzrostowi PKB będą także niższe ceny surowców energetycznych, w szczególności ceny ropy naftowej. Ich obecny niski poziom wynika z relatywnie wysokiego, mimo zmniejszenia produkcji, poziomu eksportu tego surowca z krajów OPEC oraz z silnej wzrostowej tendencji jej wydobycia w Stanach Zjednoczonych.

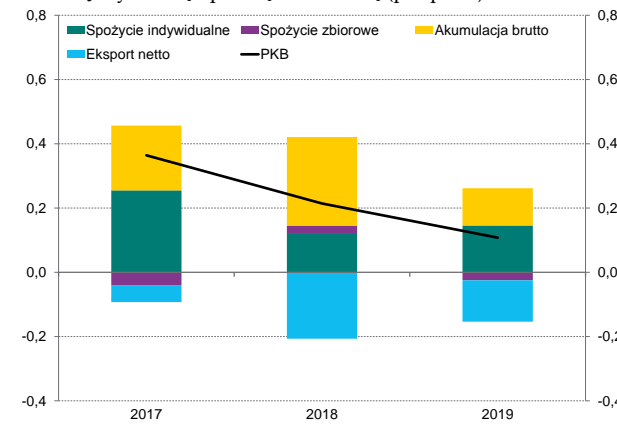
Kształt korekty prognozy ścieżki PKB – relatywnie silniejsza rewizja tempa wzrostu w 2017 r., do której przyczyniło się istotne

Wykres 4.26 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁷⁸



Źródło: obliczenia NBP.

⁷⁸ Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.1 ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

podwyższenie dynamiki spożycia indywidualnego – wynika z uwzględnienia danych za I kw. br. Wzrost PKB w tym kwartale wyniósł 4,0% r/r, przy najwyższej od 2008 r. dynamice konsumpcji. Obie te kategorie ukształtowały się wyraźnie powyżej oczekiwań z projekcji marcowej. W kierunku szybszego wzrostu PKB w 2017 r. będzie oddziaływać również wyższy od oczekiwań przyrost rzeczowych środków obrotowych w I kw.

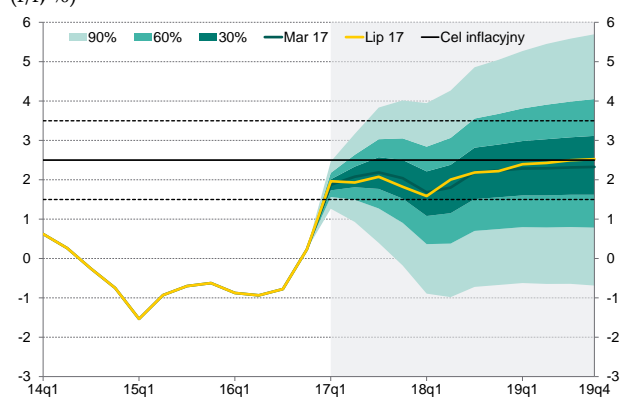
Inflacja

Informacje, które napłynęły po zakończeniu prac nad projekcją marcową, doprowadziły do obniżenia prognozy inflacji CPI o 0,1 pkt proc. w 2017 r. oraz do jej podwyższenia o 0,2 pkt proc. w 2019 r. (Wykres 4.29). Do rewizji w dół oczekiwanej inflacji CPI w bieżącym roku przyczyniła się niższa ścieżka inflacji cen energii, kompensowana częściowo szybszym wzrostem cen żywności. Podwyższenie ścieżki inflacji bazowej doprowadziło natomiast do korekty w górę inflacji CPI w dłuższym horyzoncie projekcji.

Za niższą w porównaniu z projekcją marcową dynamikę cen energii odpowiada spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w szczególności cen ropy naftowej wpływających na ceny paliw. Spadek ten przyczynił się również do silniejszego od oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej obniżenia rachunku za gaz ziemny dla gospodarstw domowych od kwietnia br. Wpływ spadku cen importowanych surowców energetycznych na inflację wzmacnia umocnienie złotego względem dolara amerykańskiego.

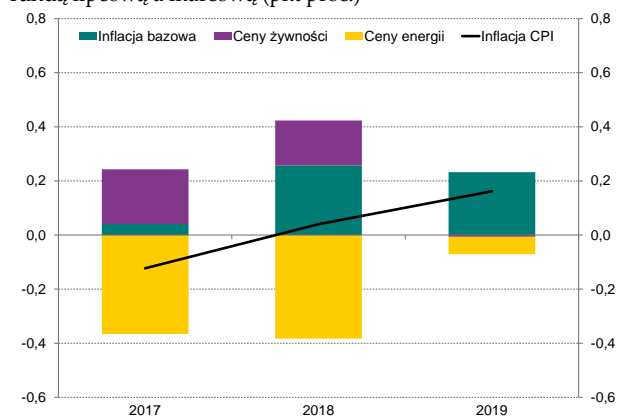
Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w stosunku do oczekiwań z projekcji

Wykres 4.28 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.29 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁷⁹



Źródło: obliczenia NBP.

⁷⁹ Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.1 ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

marcowej jest prognozowana silniejsza poprawa aktywności gospodarczej w Polsce. Odzwierciedleniem tych zmian jest rewizja w górę luki popytowej, stanowiącej syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Jednocześnie na skutek wyższej dynamiki płac i zatrudnienia można oczekiwać w latach 2017-2019 silniejszego, w porównaniu do projekcji marcowej, przyspieszenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Na zbliżonym poziomie względem oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej będą się natomiast kształtowały ceny importu. Wynika to ze zbilansowania się wpływu wyższej aktywności gospodarczej i presji inflacyjnej za granicą z umocnieniem kursu złotego oraz spadkiem cen importowanych surowców energetycznych.

Inflację cen żywności w bieżącym roku będą podwyższać niekorzystne warunki pogodowe panujące w Polsce na przełomie kwietnia i maja br., prowadzące do znacznego spadku podaży owoców. Do wzrostu cen żywności przyczynią się również wyższe ceny produktów pochodzenia zwierzęcego na rynkach światowych wynikające z wysokiego popytu, przede wszystkim ze strony rynków azjatyckich.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji lipcowej, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1 i 4.2). Bilans jej czynników wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i dynamiki PKB (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP 2,5% (o szerokości +/- pkt proc.), które obecnie jest wysokie, stopniowo spada w najbliższych kwartałach, po czym w latach 2018-19 stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 40% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji lipcowej przedstawiono poniżej.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Ryzyko ukształtowania się tempa wzrostu PKB w Polsce na poziomie niższym niż w głównym scenariuszu projekcyjnym wynika w największym stopniu z możliwego osłabienia koniunktury w gospodarce globalnej. Jedno z ważnych źródeł niepewności związane jest bowiem z obawami o przyszłą kondycję gospodarki amerykańskiej.

Oczekiwania względem administracji nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych Donalda Trumpa dotyczące planowanych działań wspierających gospodarkę, takich jak luzowanie fiskalne i deregulacja, przyczyniły się do wyraźnej poprawy nastrojów podmiotów gospodarczych w tym kraju. Jednym z przejawów tej poprawy są silne wzrosty indeksów giełdowych odzwierciedlające oczekiwania wyższych zysków firm w przyszłości, w szczególności w tych sektorach,

Tabela 4.2 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
17q2	0,11	0,94	1,00	0,49	0,89
17q3	0,20	0,72	0,98	0,49	0,78
17q4	0,37	0,73	0,94	0,49	0,57
18q1	0,46	0,75	0,92	0,49	0,47
18q2	0,36	0,62	0,84	0,49	0,48
18q3	0,33	0,57	0,79	0,50	0,46
18q4	0,34	0,57	0,78	0,50	0,44
19q1	0,31	0,53	0,75	0,51	0,44
19q2	0,31	0,53	0,74	0,51	0,43
19q3	0,31	0,52	0,72	0,51	0,41
19q4	0,30	0,51	0,71	0,51	0,40

Źródło: obliczenia NBP.

które w największym stopniu skorzystałyby na proponowanych rozwiązaniach. Niektóre miary wycen giełdowych (np. wskaźnik Shillera CAPE) sugerują, że ceny akcji mogą być obecnie przewartościowane. Jednocześnie miary niepewności na rynkach finansowych utrzymują się na obniżonym poziomie. Ryzyko ukształtowania się tempa wzrostu gospodarczego w gospodarce amerykańskiej na niższym poziomie względem dynamiki przyjętej w projekcji wiąże się z możliwym pogorszeniem nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorców spowodowanym między innymi mniejszym zakresem faktycznie wprowadzonych reform czy opóźnieniem ich wdrażania. Uwzględniając również możliwą w tym scenariuszu korektę na rynku akcji, która oddziałuje na konsumpcję poprzez efekt majątkowy, a także prawdopodobny wzrost niepewności, przyszłe tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych uległoby obniżeniu.

Innym źródłem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym Polski są obawy o spowolnienie wzrostu PKB w Chinach. Zagrożeniem pozostają potencjalne problemy ze stabilnością systemu finansowego w tym kraju, wynikające z szybkiego wzrostu zadłużenia gospodarki chińskiej, w tym przedsiębiorstw, na skutek przeinwestowania, głównie w przemyśle ciężkim. Kłopoty przedsiębiorstw ze spłatą należności mogłyby przełożyć się na problemy w sektorze bankowym i wśród instytucji quasi-bankowych. Zagrożeniem dla wzrostu gospodarki chińskiej jest również głębszy niż oczekiwany spadek inwestycji mieszkaniowych w efekcie spadku zainteresowania kupnem nieruchomości na skutek wprowadzanych przez władze lokalne restrykcji. Ryzyko wyraźnego obniżenia tempa wzrostu w Chinach przed najbliższym Kongresem Narodowym Komunistycznej Partii Chin (listopad br.) jest jednak niewielkie, ze względu na możliwe działania stabilizujące władz chińskich.

Silniejsze spowolnienie wzrostu w Chinach, będących jednym z najważniejszych partnerów handlowych Stanów Zjednoczonych, przyczyniłoby się do jeszcze wyraźniejszego obniżenia wzrostu w gospodarce amerykańskiej. Spadki cen ropy naftowej na rynkach światowych w reakcji na ograniczony popyt z Chin przyczyniłyby się dodatkowo do ograniczenia inwestycji i aktywności amerykańskiego sektora wydobywczego. W przypadku pogorszenia się koniunktury w Stanach Zjednoczonych i Chinach można by oczekiwać pojawienia się istotnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych oraz spowolnienia wzrostu w światowej gospodarce zarówno poprzez kanał handlowy, jak również w wyniku pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i przedsiębiorców.

Dodatkowo niepewność co do perspektyw wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wiąże się z sytuacją systemu finansowego w strefie euro. Długotrwały okres bardzo niskich stóp procentowych przyczynia się do osłabiania dochodowości europejskich banków i innych instytucji finansowych. Jednocześnie w niektórych krajach, np. we Włoszech, udział kredytów zagrożonych w bilansach banków kształtuje się na podwyższonym poziomie. Czynniki te mogą doprowadzić do wzrostu premii za ryzyko i ograniczenia akcji kredytowej i w konsekwencji obniżenia nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Ryzyko niższego, niż przyjęto w scenariuszu centralnym, wzrostu w gospodarce światowej, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie projekcji, jest związane także z obserwowanym w wielu gospodarkach spowolnieniem wzrostu wydajności pracy. Gdyby proces ten był kontynuowany i dynamika wydajności trwale pozostałaby na obniżonym poziomie, stanowiłoby to dodatkowy czynnik utrudniający powrót gospodarki światowej (i Polski) na ścieżkę wzrostu w skali sprzed globalnego kryzysu finansowego.

Istotne spowolnienie gospodarcze w otoczeniu Polski i ograniczenia w handlu światowym miałyby negatywne konsekwencje dla krajowej dynamiki PKB. Z jednej strony konsekwencją spadku popytu na produkcję eksporterów byłoby pogorszenie nastrojów w tym sektorze przy jednoczesnym obniżeniu wydatków inwestycyjnych i zatrudnienia. Z drugiej strony spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych mógłby skutkować spowolnieniem wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji w Polsce. Pogorszenie nastrojów dotknęłoby również sektor gospodarstw domowych przekładając się na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych. Spowolnienie aktywności gospodarczej w kraju i

za granicą przyczyniłoby się do zmniejszenia presji popytowej, co w połączeniu ze spadkami cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych spowodowałoby ukształtowanie się inflacji CPI poniżej ścieżki centralnej projekcji.

Poprawa globalnej koniunktury

Wraz z wyborem Donalda Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych wzrosło prawdopodobieństwo realizacji postulatów zwiększenia stopnia ekspansywności polityki fiskalnej. Propozycja reformy podatkowej ogłoszona w kwietniu br., której skutki zostały w dużej mierze uwzględnione w projekcji lipcowej, zakłada obniżenie podatków od osób fizycznych i firm. Ewentualne wprowadzenie w życie także zapowiadanego planu inwestycji infrastrukturalnych mogłoby dodatkowo przyczynić się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Ostateczna postać tych propozycji, która miałaby szansę zostać zatwierdzona przez Kongres, jest jednak obciążona dużą niepewnością. Tym niemniej zwiększenie wydatków rządowych mogłoby doprowadzić do poprawy aktywności ekonomicznej w Stanach Zjednoczonych w stosunku do ścieżki założonej w scenariuszu centralnym projekcji. Ze względu na pozycję gospodarki amerykańskiej w gospodarce światowej stymulacja fiskalna nowej administracji mogłaby przyczynić się do wzrostu aktywności gospodarczej i poprawy nastrojów również w innych częściach świata.

Łączny efekt luzowania fiskalnego na dynamikę amerykańskiego PKB zależałby nie tylko od rodzaju i skali wdrożonych zmian, ale również od trudnej do określenia reakcji Fed. W szczególności, gdyby w odpowiedzi na wzrost presji inflacyjnej nastąpiły silniejsze od oczekiwań podwyżki stóp procentowych Fed, mogłyby one ograniczyć skalę poprawy popytu

inwestycyjnego i konsumpcyjnego, jak również przyczynić się do aprecjacji dolara amerykańskiego i ograniczenia eksportu. Z kolei ekspansja fiskalna mogłaby silniej oddziaływać na nastroje konsumentów, jeżeli towarzyszyć jej będzie wyraźny wzrost ich majątku netto w wyniku wzrostu cen aktywów. W takiej sytuacji dotychczasowy trend wzrostu stopy oszczędności powiązany z procesem oddłużania gospodarstw domowych uległby prawdopodobnie odwróceniu, wspierając przyspieszenie dynamiki PKB w tej gospodarce.

Do przyspieszenia dynamiki PKB w strefie euro mógłby z kolei przyczynić się wzrost nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw, w szczególności w maszyny i urządzenia. Wzrostowi inwestycji firm sprzyjałby wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych, a także fakt, że mimo poprawiającej się koniunktury przedsiębiorstwa od dłuższego czasu wstrzymują decyzje o odnowie parku maszynowego. W tym samym kierunku oddziaływałoby prawdopodobne osłabienie kursu euro wobec dolara amerykańskiego, poprawiające konkurencyjność cenową eksportu z krajów unii walutowej oraz kontynuacja polityki luzowania ilościowego zapewniająca łatwy dostęp do kredytu przedsiębiorcom i konsumentom.

Poprawa koniunktury w otoczeniu Polski przyczyniłaby się do wyższego popytu na krajowy eksport oraz do przyspieszenia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, a w efekcie do dalszej poprawy na rynku pracy. Korzystna kondycja finansowa gospodarstw domowych, wobec niskiego poziomu stóp procentowych NBP, mogłaby być czynnikiem prowadzącym do istotnego zwiększenia konsumpcji kosztem niższej niż w scenariuszu bazowym projekcji stopy oszczędności. Wyższa presja popytowa przełożyłaby się z kolei na przesunięcie w górę prognozowanej stopy inflacji. W tym samym

kierunku oddziaływałyby szybszy wzrost cen importu, będący konsekwencją podniesienia poziomu cen w gospodarce światowej, choć prawdopodobna aprecjacja złotego mogłaby ten wpływ ograniczyć.

Podaż pracy w Polsce

Sytuację na rynku pracy w ostatnim okresie kształtował silny wzrost popytu na pracę, wynikający z korzystnych uwarunkowań koniunkturalnych i przejawiający się w rosnącej liczbie pracujących. Z drugiej jednak strony w wyniku niekorzystnych zmian struktury demograficznej liczba osób aktywnych zawodowo od dwóch lat obniża się. Oddziaływanie obu tych czynników równocześnie przyczyniło się do istotnego spadku stopy bezrobocia oraz wydłużenia czasu potrzebnego na znalezienie nowego pracownika. Kształtowanie się podaży pracy w horyzoncie projekcji będzie tym samym stanowić istotny czynnik ryzyka zarówno dla przebiegu ścieżki inflacji, jak i wzrostu PKB.

Niepewność co do wielkości zasobu siły roboczej wynika z trudności w ocenie tempa przechodzenia na emeryturę osób, którym będzie ona przysługiwać zgodnie z obowiązującą ustawą obniżającą wiek emerytalny. W przypadku dobrej koniunktury i wysokiej liczby wakatów odchodzenie na emeryturę może być odsuwane w czasie. W przypadku spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego osoby takie mogą jednak szybciej niż w scenariuszu podstawowym opuszczać rynek pracy. Podobny proces relatywnego spadku bądź wzrostu aktywności zawodowej dotyczyć może również innych grup wiekowych.

Czynnikami potencjalnie zwiększającym wielkość zasobu pracy w Polsce mogą być migracje powrotne Polaków z Wielkiej Brytanii na skutek braku możliwości przedłużenia

pobytu w obliczu wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej jak również wstrzymywanie się z planowanymi wyjazdami.

Trudne do przewidzenia pozostają skutki dla polskiego rynku pracy wprowadzenia w czerwcu br. ruchu bezwizowego w przypadku pobytów krótkookresowych w krajach Unii Europejskiej dla obywateli Ukrainy. Nie można wykluczyć zatem przekierowania migracji obywateli Ukrainy z Polski w stronę krajów z dużym zapotrzebowaniem na siłę roboczą, które dotychczas prowadziły w stosunku do nich bardziej restrykcyjną politykę wizową i migracyjną. Zmniejszenie liczby pracowników z Ukrainy w Polsce mogłoby nastąpić również w efekcie zaostrzenia się kryzysu na wschodzie Ukrainy prowadzącym do ograniczenia przez władze ukraińskie wyjazdów za granicę. Obecność Ukraińców na polskim rynku pracy łagodzi braki kadrowe w niektórych branżach i jest prawdopodobnie jednym z czynników ograniczającym wzrost tempa wynagrodzeń. Zmniejszenie liczby migrantów mogłoby prowadzić do podwyższenia tempa wzrostu płac i wzrostu inflacji.

Bariery po stronie podaży pracy mogą prowadzić do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji, ograniczając możliwości zwiększenia bieżącej produkcji i inwestycji przedsiębiorstw poprzez osłabienie wzrostu produktu potencjalnego.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Kolejnym źródłem niepewności dla bazowego scenariusza ścieżki inflacji są zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych, które w dużej mierze zależą od uwarunkowań podaży. Pomimo utrzymującego się w mocy porozumienia krajów OPEC dotyczącego redukcji wydobycia, ceny ropy wzrosły w ostatnich miesiącach słabiej od

oczekiwań. Przyczynić się do tego mogło zwiększenie eksportu pochodzącego z zapasów tych krajów. Istnieje możliwość, że w przyszłości ceny te zaczną rosnać szybciej, zwłaszcza jeżeli ograniczenia w produkcji krajów OPEC znajdą wyraźniejsze odzwierciedlenie w wielkości eksportu. Jednocześnie sygnały o przekroczeniu dopuszczalnych limitów produkcji przez niektórych z sygnatariuszy umowy mogłyby prowadzić do ponownego spadku cen ropy. Nie wiadomo również, jakie decyzje podejmować będą kraje, które zostały wyłączone z obowiązku ograniczenia produkcji oraz producenci ropy niezrzeszeni w OPEC. W szczególności nieznana jest skala przyszłego wzrostu liczby wiertni i produkcji ropy w Stanach Zjednoczonych w odpowiedzi na bieżący poziom notowań tego surowca.

Na niepewność dotyczącą przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się także czynniki o charakterze popytowym związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w azjatyckich krajach wschodzących.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2015	2016	2017	2018	2019
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,9	-0,6	1,9	2,0	2,5
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,3	-0,2	0,9	2,0	2,5
Ceny żywności (% r/r)	-1,6	0,8	3,8	2,5	2,4
Ceny energii (% r/r)	-4,2	-3,8	2,8	1,4	2,3
PKB (% r/r)	3,8	2,7	4,0	3,5	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	3,3	2,4	4,7	4,0	3,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,0	3,8	4,4	3,6	3,4
Spożycie publiczne (% r/r)	2,4	2,8	2,8	3,5	3,3
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	6,1	-7,9	5,7	6,6	4,3
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,6	0,3	-0,6	-0,5	-0,1
Eksport (% r/r)	7,7	9,0	7,5	6,8	6,5
Import (% r/r)	6,6	8,9	8,9	7,7	6,7
Wynagrodzenia (% r/r)	3,3	3,8	4,7	6,0	6,2
Pracujący (% r/r)	1,4	0,7	1,2	0,3	0,2
Stopa bezrobocia (%)	7,4	6,2	4,9	4,3	4,1
NAWRU (%)	6,4	6,0	5,6	5,3	5,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,3	56,2	56,2
Wydajność pracy (% r/r)	2,4	2,0	2,8	3,2	3,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	0,9	2,0	1,8	2,7	3,0
Produkt potencjalny (% r/r)	2,8	2,9	2,8	2,9	3,2
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,1	-1,3	-0,1	0,5	0,6
Indeks cen surowców rolnych (EUR, 2011=1,0)	0,88	0,90	0,95	0,95	0,95
Indeks cen surowców energetycznych (USD, 2011=1,0)	0,51	0,50	0,60	0,57	0,55
Inflacja za granicą (% r/r)	1,3	1,1	1,5	1,7	1,7
PKB za granicą (% r/r)	1,9	1,7	1,9	1,7	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,7	0,8	0,1	0,5	1,0
WIBOR 3M (%)	1,75	1,70	1,73	1,73	1,73

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

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

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie marzec – maj 2017 r.

■ Data: 4 kwietnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2017 z dnia 4 kwietnia 2017 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2016 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: E. Gatnar

J. J. Kropiwnicki

K. Zubelewicz

■ Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2017 z dnia 17 maja 2017 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2017 z dnia 17 maja 2017 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2016.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

www.nbp.pl

