

Lipiec 2018 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 28 czerwca 2018 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	12
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	19
2.1 Ceny dóbr i usług	19
2.2 Popyt i produkcja	21
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	27
2.4 Rynek pracy	28
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	30
2.6 Pieniądz i kredyt	33
2.7 Bilans płatniczy	35
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2018 r.	37
4. Projekcja inflacji i PKB	51
4.1 Synteza	52
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	54
4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020	58
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	68
4.5 Źródła niepewności projekcji	70
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – połowa maja 2018 r.	75

Synteza

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura mimo osłabienia tempa wzrostu PKB w części gospodarek rozwiniętych na początku roku. Korzystnej koniunkturze w wielu krajach sprzyja – oprócz rosnącego popytu konsumpcyjnego – także wzrost aktywności inwestycyjnej. Natomiast dynamika handlu światowego nieznacznie się obniżyła, choć pozostaje wyższa niż w ostatnich latach. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu światowego PKB są wyższe niż rok temu ceny ropy naftowej oraz zmiany w zakresie polityki handlowej Stanów Zjednoczonych.

Mimo dobrej globalnej koniunktury dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje umiarkowana. Sprzyja temu relatywnie niska inflacja bazowa w części największych gospodarek. Z kolei wyższe niż rok temu ceny surowców energetycznych na świecie, w tym ropy naftowej, stopniowo przekładają się na wyższą dynamikę cen energii.

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal prowadzi program zakupu aktywów, który ma potrwać do końca br., przy czym od września miesięczna skala skupu będzie zmniejszona. Ponadto EBC zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. Z kolei w Stanach Zjednoczonych kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej poprzez podnoszenie przez Rezerwę Federalną (Fed) stóp procentowych oraz stopniowe zmniejszanie jej sumy bilansowej.

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się, na co wpłynęły czynniki geopolityczne, w tym dotyczące polityki zagranicznej i handlowej Stanów Zjednoczonych, a także przejściowy wzrost ryzyka politycznego we Włoszech. W związku z pogorszeniem nastrojów na światowych rynkach finansowych ceny akcji przestały rosnąć. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek wzrosły, choć w różnym stopniu. W szczególności nasilenie się ryzyka politycznego we Włoszech spowodowało wyraźny wzrost rentowności obligacji skarbowych w tym kraju, a przejściowo także w części innych wysoko zadłużonych krajów strefy euro. Natomiast w państwach tradycyjnie uznawanych za najbardziej stabilne, w tym w Niemczech, rentowności obniżyły się. W tych warunkach euro i waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, a także waluty gospodarek wschodzących, osłabiły się w stosunku do dolara amerykańskiego.

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce pozostaje umiarkowana (w I kw. br. wyniosła 1,5%, w kwietniu 1,6%, a w maju 1,7% r/r)¹. Sprzyja temu stabilizacja wewnętrznej presji popytowej oraz umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski. W efekcie inflacja bazowa pozostaje niska. Jednocześnie dynamika cen energii – po spadku na przełomie roku – wzrosła, a dynamika cen żywności obniżyła się. Anketowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji nie zmieniły się istotnie w ostatnich miesiącach. Nieznacznie niższe są obecnie oczekiwania inflacyjne ekonomistów

¹ Według szybkiego szacunku GUS inflacja w czerwcu br. wyniosła 1,9% r/r.

ankietowanych przez NBP, którzy w dalszym ciągu spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP.

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrost gospodarczy w I kw. br. był zbliżony do obserwowanego w II połowie ub.r. (5,2% r/r w I kw. br. wobec 4,9% w IV kw. 2017 r. i 5,2% w III kw. ub.r.). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie coraz szybciej rosną inwestycje, choć nadal dotyczy to głównie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych. Ujemny wkład do wzrostu PKB w I kw. miał eksport netto, do czego przyczyniło się prawdopodobnie przejściowe pogorszenie koniunktury w gospodarce strefy euro na początku roku. Wyraźnie dodatni wkład do wzrostu PKB miał z kolei przyrost zapasów.

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce sprzyja zwiększaniu się zapotrzebowania na pracę, które przekłada się na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. W konsekwencji umacnia się pozycja pracowników w negocjacjach płacowych, co znajduje odzwierciedlenie w szybszym niż w poprzednich latach wzroście wynagrodzeń w gospodarce. Jednocześnie poprawiają się pozapłacowe warunki pracy. Wyższej niż w poprzednich latach dynamice wynagrodzeń towarzyszy jednak wzrost dynamiki wydajności pracy wynikający z przyspieszenia wzrostu PKB. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Biorąc pod uwagę uwarunkowania makroekonomiczne, Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. W ostatnim okresie oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych NBP obniżyły się i wskazują na stabilizację stóp w kolejnych kwartałach.

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w Polsce były relatywnie stabilne. Z kolei ceny akcji w Polsce obniżyły się w ślad za wyraźnym spadkiem notowań indeksów giełdowych na innych rynkach wschodzących. Spadek cen akcji nastąpił pomimo korzystnych sygnałów dotyczących koniunktury w polskiej gospodarce. W warunkach pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych kurs złotego – po wcześniejszym umocnieniu – osłabił się. Z kolei rynek nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu znajdował się w fazie wysokiej aktywności. Dotychczas aktywność ta nie generowała nadmiernych napięć. Wzrostowi aktywności rynku towarzyszyły niewielkie wzrosty cen mieszkań.

Dynamika szerokiego pieniądza (M3) w I kw. br. nieznacznie wzrosła w porównaniu do IV kw. ub.r. Największy wkład do dynamiki agregatu M3 miał w dalszym ciągu wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych. Mniejsze znaczenie miał natomiast przyrost depozytów przedsiębiorstw i gotówki w obiegu. Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego, który od kilku kwartałów jest nieco niższy niż dynamika nominalnego PKB. W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB była relatywnie stabilna i na koniec I kw. br. wyniosła 51%.

W I kw. 2018 r. saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się nieznacznie w porównaniu do IV kw. ub.r. i wyniosło -0,2% PKB (w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco). W kierunku niższego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało obniżenie się salda obrotów towarowych spowodowane większym wyhamowaniem dynamiki eksportu niż importu, co w części wynikało prawdopodobnie z czynników przejściowych. Na rachunku kapitałowym utrzymywała się nadwyżka

w związku z dalszym napływem środków w ramach Funduszu Spójności oraz Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. W konsekwencji łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych ukształtowało się na poziomie 1,2% PKB. Saldo na rachunku finansowym w I kw. br. było zbliżone do IV kw. ub. r. i wyniosło 0,1% PKB (w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco). Utrzymaniu zrównoważonego salda rachunku finansowego towarzyszyło zmniejszenie się zadłużenia zagranicznego Polski. Także inne wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki.

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 luty – czerwiec 2018 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 23 sierpnia 2018 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – połowa maja 2018 r. znajdują się w rozdziale 5.

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 22 czerwca 2018 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,5–2,1% w 2018 r. (wobec 1,6–2,5% w projekcji z marca 2018 r.), 1,9–3,5% w 2019 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 1,7–3,9% w 2020 r. (wobec 1,9–4,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,0–5,2% w 2018 r. (wobec 3,5–5,0% w projekcji z marca 2018 r.), 2,8–4,7% w 2019 r. (wobec 2,8–4,8%) oraz 2,4–4,3% w 2020 r. (wobec 2,6–4,6%).

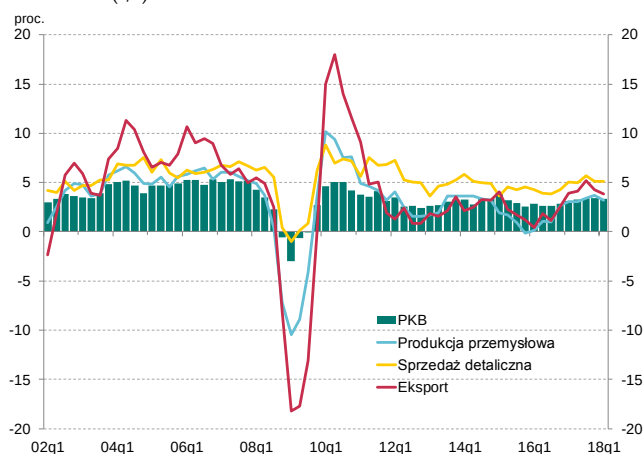
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura mimo osłabienia tempa wzrostu PKB w części gospodarek rozwiniętych na początku roku. Korzystnej koniunkturze w wielu krajach sprzyja – oprócz rosnącego popytu konsumpcyjnego – także wzrost aktywności inwestycyjnej. Dynamika handlu światowego nieznacznie się natomiast obniżyła, choć pozostaje wyższa niż w ostatnich latach (Wykres 1.1). Czynniki ryzyka dla wzrostu światowego PKB są wyższe niż rok temu ceny ropy naftowej oraz zmiany w zakresie polityki handlowej Stanów Zjednoczonych.

Dobra sytuacja gospodarcza utrzymuje się w szczególności u głównych partnerów handlowych Polski, choć w strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. br. obniżyła się w porównaniu z II połową ub.r., gdy gospodarka strefy euro rosła najszybciej od początku dekady (Wykres 1.2). Spowolnienie wzrostu gospodarczego (do 2,5% r/r w I kw. br.) wynikało w części z oddziaływania niekorzystnych czynników jednorazowych², ale mogło być także związane z osiągnięciem dojrzałej fazy cyklu koniunkturalnego w części gospodarek strefy euro. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w tej strefie pozostaje popyt wewnętrzny, w szczególności konsumpcja prywatna, przy dodatnim wkładzie nakładów inwestycyjnych. Dalszemu wzrostowi popytu wewnętrznego sprzyja systematyczny wzrost zatrudnienia i płac

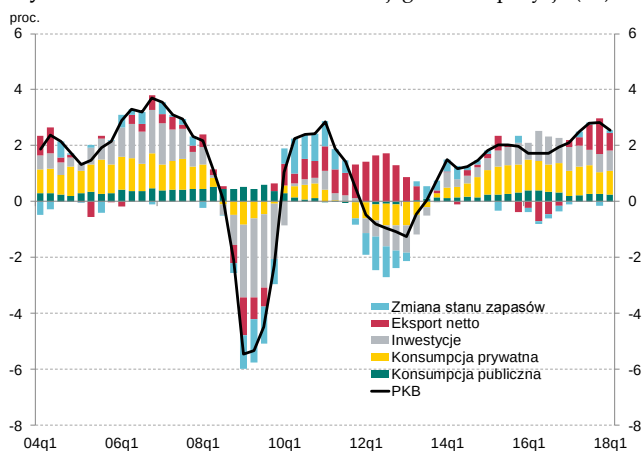
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2016 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu według danych Centraal Planbureau.

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat.

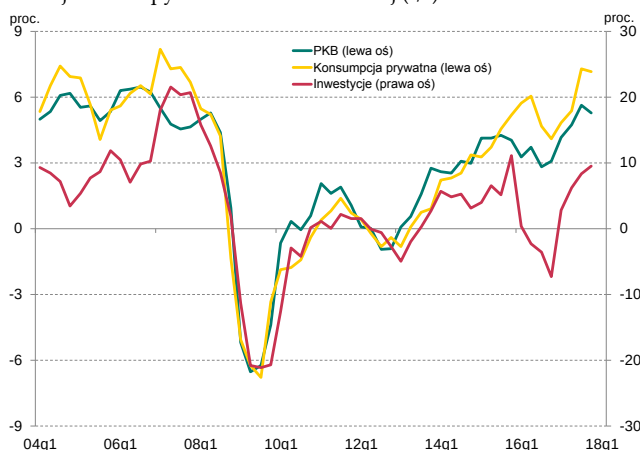
² Czynniki negatywnie wpływające na aktywność gospodarczą w strefie euro w I kw. obejmowały m.in. niekorzystne warunki pogodowe oraz strajki w Niemczech i Francji.

oraz nadal ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro jest również silnie wspierany przez rosnący eksport, choć zmiany w zakresie polityki handlowej Stanów Zjednoczonych mogą negatywnie wpłynąć na jego perspektywy.

Pewne spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech, w I kw. br. prawdopodobnie przyczyniło się do obniżenia dynamiki eksportu gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak głównym czynnikiem wspierającym utrzymujący się w tych gospodarkach relatywnie szybki wzrost PKB pozostaje popyt wewnętrzny (Wykres 1.3). Wysokiemu wzrostowi konsumpcji, któremu sprzyja wysoka dynamika płac i dalszy wzrost zatrudnienia, towarzyszy wyraźne przyspieszenie popytu inwestycyjnego.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, chociaż dynamika PKB w ujęciu kwartał do kwartału (SAAR – dane po odsezonowaniu i zannualizowaniu) w I kw. br. osłabiła się, co było głównie związane z oddziaływaniem czynników jednorazowych³. Natomiast roczna dynamika PKB w I kw. 2018 r. wzrosła do 2,8% r/r (Wykres 1.4). Największy wkład do wzrostu PKB w tej gospodarce ma nadal popyt konsumpcyjny. Sprzyja temu bardzo dobra koniunktura na rynku pracy, w tym rosnące zatrudnienie i płace, a także zwiększający się – głównie wskutek wzrostu cen aktywów finansowych – majątek gospodarstw domowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych jest wspierany w coraz większym stopniu przez wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Przyspieszeniu inwestycji firm w I kw. towarzyszył także dalszy wzrost eksportu, w szczególności towarów.

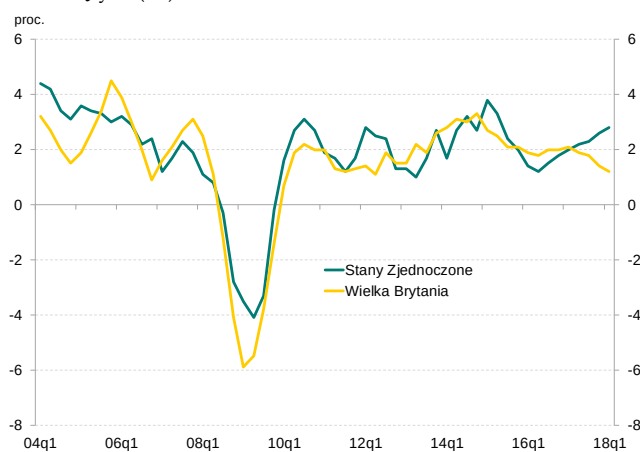
Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważony PKB.

Wykres 1.4 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

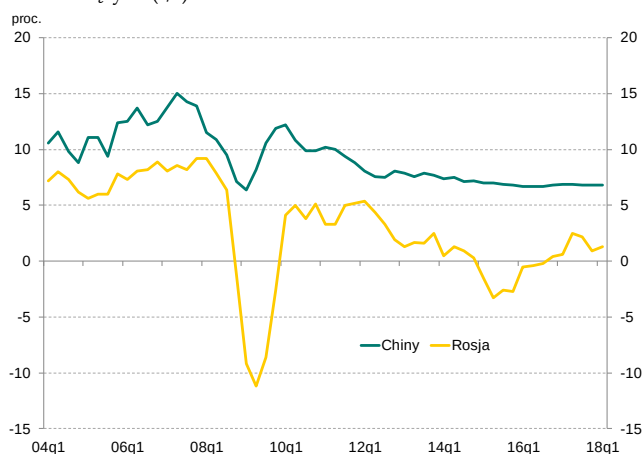
³ Czynniki jednorazowymi ograniczającymi dynamikę PKB w I kw. w Stanach Zjednoczonych były wygasanie wpływu usuwania zniszczeń po przejściu huraganów oraz opóźnienia w zwrocie nadpłaty podatków.

Czynnikiem ryzyka dla wzrostu Stanów Zjednoczonych są dalsze konsekwencje zmian polityki handlowej tej gospodarki.

W Wielkiej Brytanii roczna dynamika PKB w I kw. br. ponownie się obniżyła (do 1,2% r/r; Wykres 1.4). Przyczynił się do tego głównie spadek zapasów. Niższa niż w II półroczu ub.r. była także dynamika konsumpcji prywatnej. Pomimo wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń wśród konsumentów dominowały bowiem pesymistyczne nastroje, a dynamika kredytu konsumpcyjnego obniżyła się. Relatywnie wysokiej dynamice eksportu sprzyja wzrost handlu światowego, natomiast pozytywne efekty deprecjacji funta z 2016 r. na konkurencyjność cenową brytyjskiego eksportu stopniowo wygasają.

W największych gospodarkach wschodzących koniunktura na początku 2018 r. ustabilizowała się (Wykres 1.5). W Chinach dynamika PKB utrzymała się na poziomie odnotowanym w II połowie ub. r. Silnemu wzrostowi konsumpcji prywatnej towarzyszyło pewne spowolnienie inwestycji infrastrukturalnych związane z zaostrzeniem regulacji dotyczących finansowania inwestycji samorządów. Czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w Chinach były natomiast rosnące inwestycje w sektorze nieruchomości. Równocześnie w I kw. eksport rósł nadal w stabilnym tempie. Wzrost napięcia w stosunkach handlowych Chin ze Stanami Zjednoczonymi nie przełożył się wówczas na spadek wymiany handlowej między tymi dwoma krajami, choć obawy o dalsze pogorszenie relacji gospodarczych mogły także sprzyjać przyspieszeniu realizacji planowanych dostaw. Z kolei w Rosji – po silnym spowolnieniu w IV kw. ub.r. – nastąpiła umiarkowana poprawa koniunktury. Aktywność gospodarczą w gospodarce rosyjskiej wspierają wyższe ceny surowców, dobra koniunktura za granicą oraz złagodzenie polityki pieniężnej przez bank centralny.

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



Źródło: dane Bloomberg.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

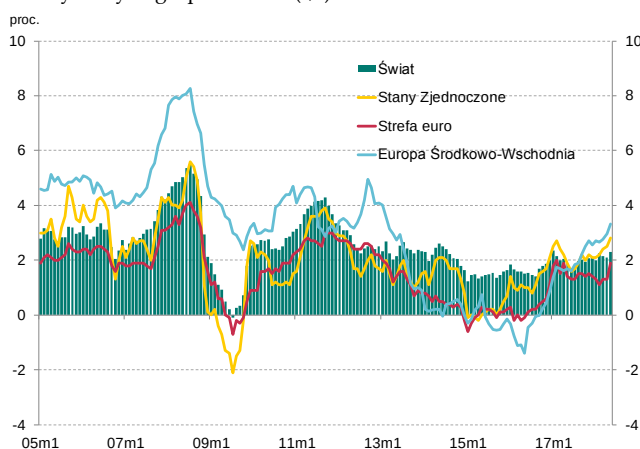
Mimo dobrej globalnej koniunktury dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje umiarkowana (Wykres 1.6). Sprzyja temu relatywnie niska inflacja bazowa w części największych gospodarek. Z kolei wyższe niż rok temu ceny surowców energetycznych na świecie, w tym ropy naftowej, stopniowo przekładają się na wyższą dynamikę cen energii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

W strefie euro, pomimo wzrostu inflacji w maju br. do 1,9%, prognozy EBC wskazują, że w całym 2018 r. inflacja pozostanie niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (Wykres 1.6). Przyczynia się do tego utrzymująca się na niskim poziomie inflacja bazowa, której wzrost jest ograniczany przez wciąż słabą dynamikę płac (Wykres 1.7). Relatywnie powolny wzrost wynagrodzeń jest związany z niską presją płacową w większości krajów strefy euro oraz z niskimi oczekiwaniami inflacyjnymi pracowników. Dynamika cen konsumenta jest dodatkowo ograniczana przez aprecjację kursu euro.

W Stanach Zjednoczonych inflacja jest nadal wyższa niż w większości krajów rozwiniętych i stopniowo rośnie (inflacja CPI wyniosła w maju br. 2,8%, natomiast inflacja PCE, w której wyrażony jest długookresowy cen inflacyjny Fed, ukształtowała się w kwietniu na poziomie 2,0%; Wykres 1.6). Wzrostowi inflacji sprzyja trwające od kilku lat ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych, które przekłada się na poprawę koniunktury na rynku pracy i wyższą presję płacową. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. W kierunku wyższej inflacji ogółem oddziałują obecnie także rosnące ceny energii.

W większości krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej inflacja w pierwszych miesiącach 2018 r. utrzymywała się na relatywnie stabilnym poziomie, choć wyższym niż w ub. r. Jedynie w

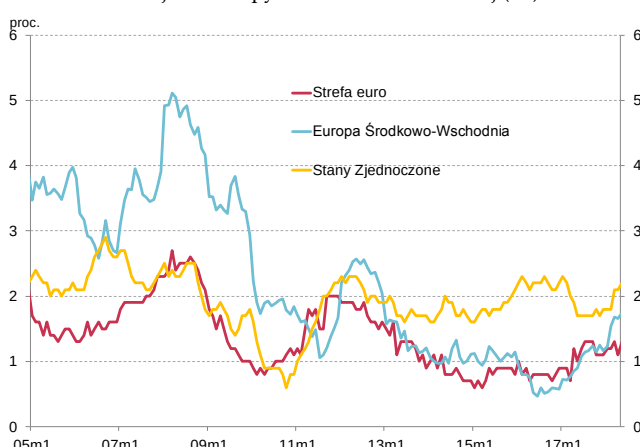
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB, ważona PKB. Europa Środkowo-Wschodnia – średnia roczna inflacja CPI w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważona PKB. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

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 oraz energii w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważona PKB.

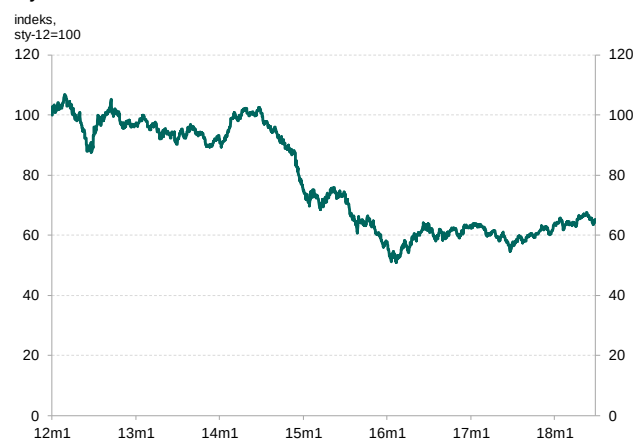
Rumunii⁴ odnotowano jej wyraźne przyspieszenie. W kierunku stopniowego wzrostu inflacji w krajach regionu oddziałują rosnące płace, przekładające się na wyższą inflację bazową w części z nich, a także dalszy wzrost cen żywności związany w znacznym stopniu z przejściowymi ograniczeniami podażowymi na rynku niektórych towarów rolnych. Mimo stopniowego wzrostu dynamika cen w krajach regionu pozostaje jednak niższa od wieloletniej średniej (Wykres 1.7).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych kształtują się obecnie na wyższym poziomie niż przed rokiem. W ostatnich miesiącach wzrastały także ceny surowców rolnych, choć pozostają one relatywnie niskie (Wykres 1.8, Wykres 1.9, Wykres 1.10).

Stosunkowo wysoki poziom cen ropy jest w znacznym stopniu efektem dotychczasowego ograniczenia produkcji tego surowca wprowadzonego przez kraje należące do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i niektórych innych eksporterów. Także spadek produkcji w Wenezueli na skutek niestabilnej sytuacji politycznej i gospodarczej w tym kraju oraz zapowiedź Stanów Zjednoczonych dotycząca nałożenia sankcji na Iran oddziaływały w kierunku wyższych cen ropy. Wobec równoczesnego wzrostu popytu na ten surowiec, w warunkach utrzymywania się korzystnej globalnej koniunktury, systematycznie obniżały się światowe zapasy ropy, co także sprzyjało wzrostowi jej cen (Wykres 1.9). Spadek zapasów dodatkowo zwiększył wrażliwość cen na napięcia geopolityczne. Wskazują na to dalsze wzrosty cen ropy pomimo ogłoszenia decyzji OPEC i niektórych innych eksporterów o zwiększeniu limitów wydobycia.

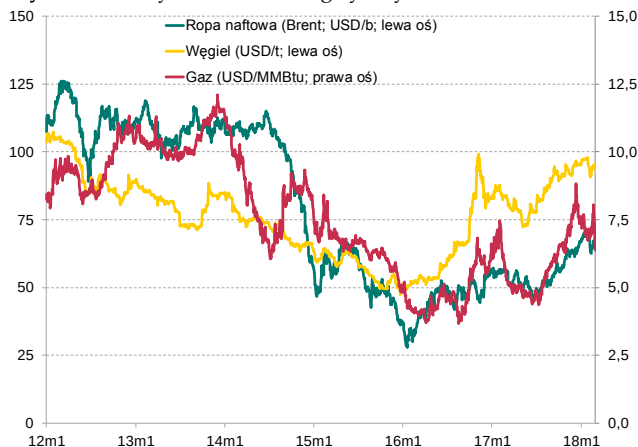
Wykres 1.8 Indeks cen surowców



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców Thomson Reuters/CoreCommodity CRB (Commodity Research Bureau) przedstawia średnią arytmetyczną kwotowań na rynkach terminowych 19 surowców: aluminium, benzyny bezołowiowej, cukru, gazu naturalnego, kakao, kawy, kukurydzy, miedzi, niklu, oleju opałowego, pszenicy, ropy naftowej, soi, soku pomarańczowego, srebra, wieprzowiny i żywca wółowego.

Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach za baryłkę ropy. USD/t – cena wyrażona w dolarach za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach za tzw. brytyjską jednostkę ciepła, tj. jednostkę obrazującą ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (ok. 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

⁴ Znaczny wzrost inflacji w I połowie br. w Rumunii jest następstwem przede wszystkim wygasania efektów bazy związanych z wcześniejszymi obniżkami podatków VAT oraz wzrostu cen administrowanych gazu i prądu w br.

W ostatnim okresie wzrosły również ceny węgla kamiennego (Wykres 1.9), do czego przyczyniał się przede wszystkim utrzymujący się silny popyt na ten surowiec ze strony krajów azjatyckich. W szczególności rósł popyt ze strony Chin, przy jednoczesnym ograniczeniu produkcji węgla kamiennego przez część chińskich producentów.

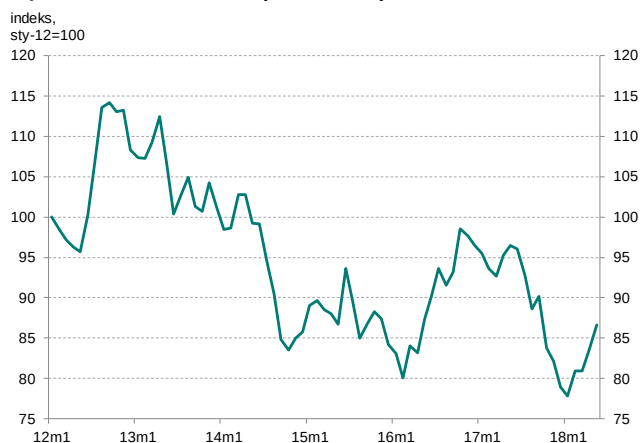
Ceny gazu ziemnego, po spadku na przełomie lat 2017-2018, wzrosły w I kw. 2018 r. W kierunku ich wzrostu, oprócz zmian cen ropy naftowej, oddziaływało także zwiększone zużycie tego surowca do celów grzewczych oraz niski poziom zapasów gazu ziemnego w Europie, wynikające w znacznej mierze z niskich temperatur w marcu br.

Również ceny większości surowców rolnych wzrosły w ostatnich miesiącach (Wykres 1.10). W kierunku wzrostu cen żywności oddziaływał wzrost kosztów produkcji (zwłaszcza cen ropy naftowej) oraz oczekiwania nieco mniejszej podaży na wybranych rynkach w nowym sezonie gospodarczym. Jednakże utrzymujący się wysoki poziom zapasów głównych surowców rolnych wpływa hamująco na dynamikę ich cen.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. W efekcie krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego w strefie euro pozostają ujemne. Jednocześnie EBC nadal prowadzi program zakupu aktywów, który – zgodnie z aktualnymi przewidywaniami EBC – potrwa do końca br., przy czym do września miesięczna skala skupu będzie wynosiła 30 mld EUR, a w kolejnych miesiącach 15 mld EUR (Wykres 1.11). Ponadto EBC zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. W efekcie uczestnicy rynku nie oczekują zmian stóp w nadchodzących kwartałach (Wykres 1.12). Dodatkowo EBC deklaruje, że będzie reinwestował raty kapitałowe z papierów

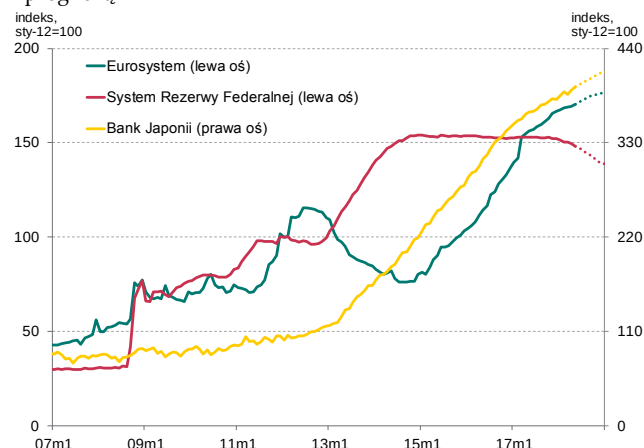
Wykres 1.10 Indeks cen artykułów rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.11 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza do grudnia 2018 r.: dla Eurosystemu przy założeniu miesięcznego wzrostu o 30 mld euro do września i o 15 mld euro w okresie październik-grudzień, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym w okresie od czerwca 2017 r. do maja 2018 r., dla Systemu Rezerwy Federalnej przy założeniu spadku zgodnego z wytycznymi dotyczącymi obniżania sumy bilansowej przy uwzględnieniu terminów zapadalności obligacji skarbowych w bilansie tego banku centralnego.

wartościowych zakupionych w ramach programu luzowania ilościowego jeszcze przez dłuższy czas po jego zakończeniu, co będzie wpływało na utrzymywanie łagodnych warunków monetarnych w strefie euro.

Z kolei w Stanach Zjednoczonych kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2018 r. Fed dwukrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej każdorazowo o 0,25 pkt proc. – w rezultacie przedział ten wynosi obecnie 1,75-2,00%. Mediana prognoz członków Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) z czerwca br. wskazuje na jeszcze dwie podwyżki stóp w 2018 r. (każda z nich o 0,25 pkt proc.). Podobnego scenariusza oczekują również uczestnicy rynku (Wykres 1.13). Równolegle Fed stopniowo zmniejsza swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów, co dodatkowo oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych (Wykres 1.11).

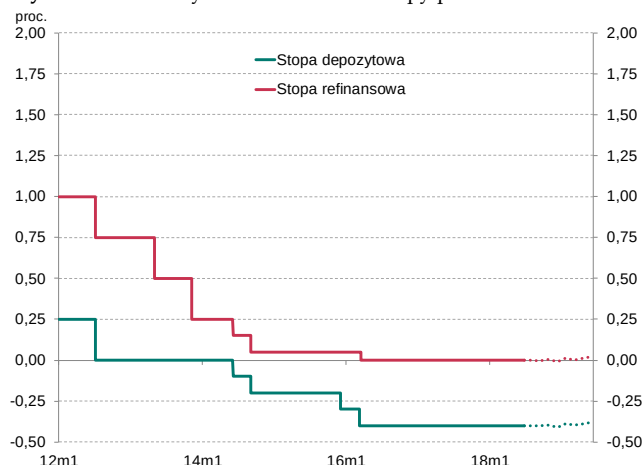
Większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera. Bank Japonii kontynuuje także program zakupu aktywów finansowych, a Bank Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. Natomiast w niektórych pozostałych gospodarkach rozwiniętych banki centralne sygnalizują możliwość stopniowego ograniczenia skali ekspansywności polityki pieniężnej.

Z kolei w niektórych gospodarkach wschodzących banki centralne zacieśniają politykę pieniężną w reakcji na wzrost inflacji (np. w Rumunii i Czechach) lub wyraźne osłabienie tamtejszych walut (np. w Turcji).

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się, o czym świadczy wzrost miar wyceny ryzyka (Wykres 1.14). Na pogorszenie nastrojów wpłynęły

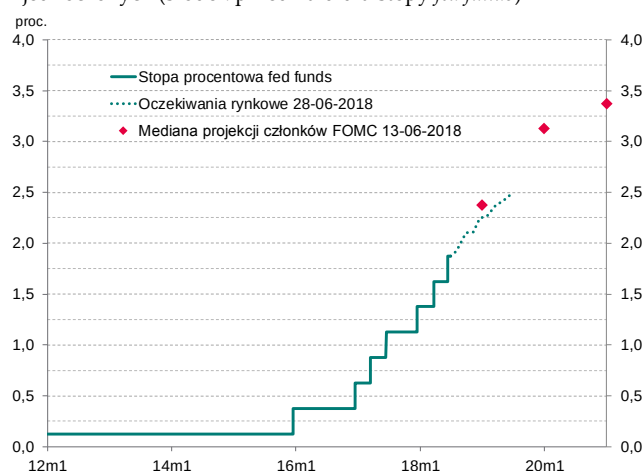
Wykres 1.12 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC



Źródło: dane Bloomberg.

Stopy oczekiwane wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight interest swap* na stopę depozytową i refinansową.

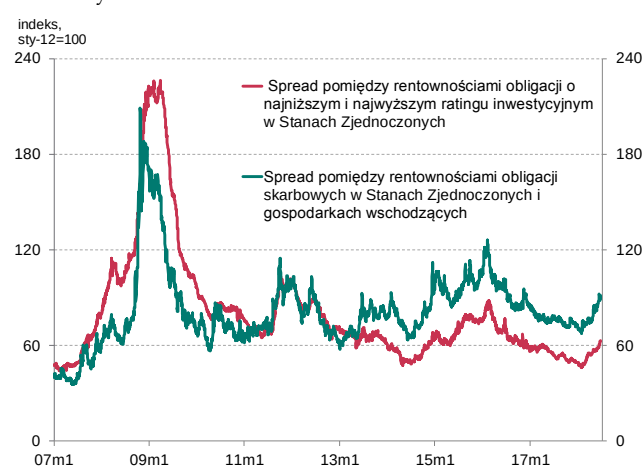
Wykres 1.13 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg i Fed.

Oczekiwania rynkowe na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

Wykres 1.14 Miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych



Źródło: dane Bloomberg.

czynniki geopolityczne, w tym dotyczące polityki zagranicznej i handlowej Stanów Zjednoczonych, a także przejściowy wzrost ryzyka politycznego we Włoszech⁵. Niekorzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych oddziaływało również oczekiwane dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Natomiast stabilizująco na nastroje wpływało utrzymanie się dobrej koniunktury w gospodarce światowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), przy wciąż łagodnych warunkach monetarnych w wielu głównych gospodarkach, w tym strefie euro i Japonii.

W związku z pogorszeniem nastrojów na światowych rynkach finansowych ceny akcji przestały rosnąć. W gospodarkach rozwiniętych ceny akcji ustabilizowały się na wysokim poziomie, a w gospodarkach wschodzących wyraźnie obniżyły się (Wykres 1.15).

Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek wzrosły, choć w różnym stopniu. W Stanach Zjednoczonych rentowności stopniowo rosły pod wpływem oczekiwań na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed. Towarzyszył temu istotny wzrost rentowności na rynkach wschodzących, zwłaszcza w gospodarkach charakteryzujących się znacznym poziomem nierównowagi zewnętrznej czy niekorzystną sytuacją finansów publicznych. Z kolei rentowności obligacji krajów strefy euro wykazywały rozbieżne tendencje z uwagi przede wszystkim na nasilenie się ryzyka politycznego we Włoszech. Rentowności obligacji skarbowych w tym kraju – a przejściowo także w części innych wysoko zadłużonych krajów strefy euro – wyraźnie wzrosły, natomiast w państwach

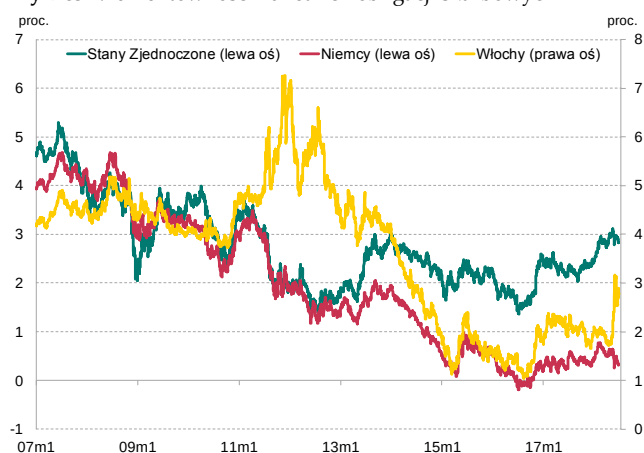
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

Wykres 1.16 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

⁵ Na początku marca br. we Włoszech odbyły się wybory parlamentarne, po których przez trzy miesiące trwał proces formowania rządu. Pod koniec maja koalicja Ruchu Pięciu Gwiazd i Ligii Północnej przedstawiła proponowany skład rządu, jednak prezydent odrzucił nominację kandydata na ministra finansów. W konsekwencji nasiliło się ryzyko eskalacji kryzysu politycznego we Włoszech i konieczności przeprowadzenia nowych wyborów, co spowodowało negatywną reakcję rynków finansowych. Ostatecznie 1 czerwca br. zaprzysiężony został rząd koalicyjny Ruchu Pięciu Gwiazd i Ligii Północnej pod kierownictwem Giuseppe Conte.

tradycyjnie uznawanych za najbardziej stabilne, w tym w Niemczech, obniżyły się (Wykres 1.16).

W tych warunkach euro i waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, a także waluty gospodarek wschodzących, osłabiły się w stosunku do dolara amerykańskiego (odpowiednio o 5,6%, 9,1% i 4,7% od początku marca br.; Wykres 1.17).

Wykres 1.17 Kurs euro i walut gospodarek wschodzących względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

2. Gospodarka krajowa

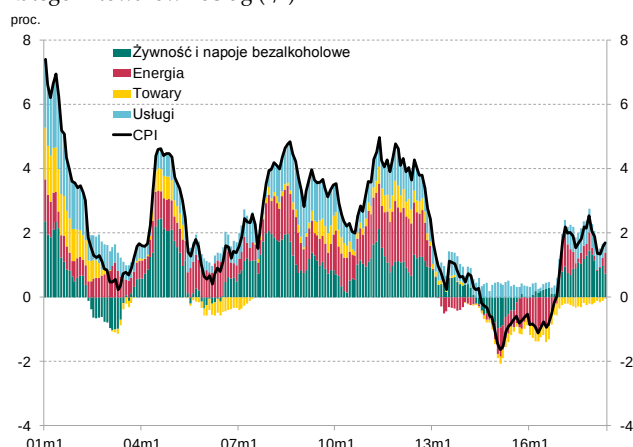
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce pozostaje umiarkowana (w I kw. br. wyniosła 1,5%, w kwietniu 1,6%, a w maju 1,7% r/r; Wykres 2.1)⁶. Sprzyja temu stabilizacja wewnętrznej presji popytowej (Wykres 2.3) oraz umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski⁷. W efekcie inflacja bazowa pozostaje niska. Jednocześnie dynamika cen energii – po spadku na przełomie roku – wzrosła, natomiast dynamika cen żywności obniżyła się.

Inflacja bazowa jest nadal niska (Wykres 2.2). W szczególności wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii kształtuje się wyraźnie poniżej 1%. Przyczynia się do tego znaczący spadek dynamiki cen usług (do 1,2% r/r w maju). Obniżenie się dynamiki cen usług w ostatnich miesiącach wynikało głównie z działania czynników o charakterze jednorazowym (promocje na niektóre usługi telewizyjnej i telefonii komórkowej) oraz z postępującego spadku opłat za ubezpieczenia pojazdów silnikowych⁸. Towarzyszy temu niewielki tylko wzrost – nadal ujemnej – dynamiki cen towarów nieżywnościowych (do -0,1% r/r w maju).

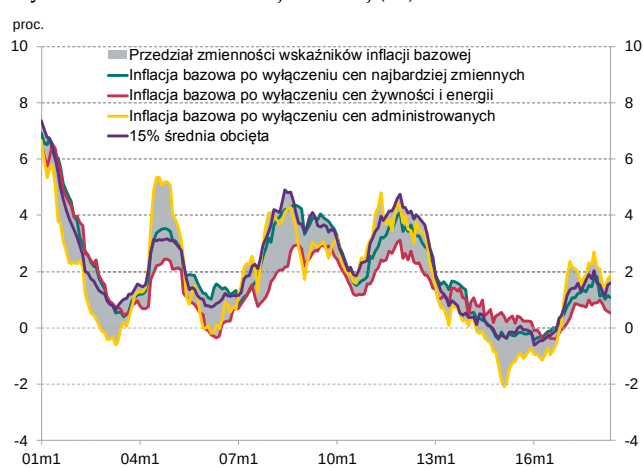
Dynamika cen żywności obniżyła się (do 3,0% r/r w maju). W kierunku spadku rocznej dynamiki cen żywności oddziaływało przede wszystkim stopniowe obniżanie się dynamiki cen mięsa, nabiału i masła. Było ono związane ze wzrostem

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 i NBP, obliczenia NBP.

⁶ Według szybkiego szacunku GUS inflacja w czerwcu br. wyniosła 1,9% r/r.

⁷ Roczna dynamika cen importu wyniosła w I kw. br. -0,4% r/r wobec -0,7% r/r w IV kw. 2017 r.

⁸ W kierunku spadku rocznej dynamiki cen usług oddziaływały też statystyczne efekty bazy związane ze znacznie słabszym niż przed rokiem wzrostem cen usług telekomunikacyjnych.

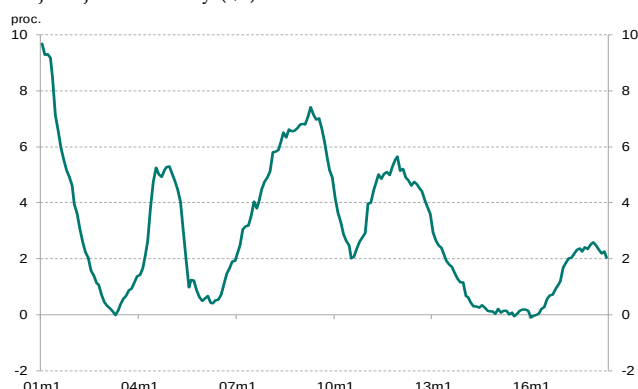
produkcji tych wyrobów w kraju i za granicą. Obniżyła się też – szczególnie wyraźnie w maju – roczna dynamika cen owoców, głównie importowanych. Natomiast w niektórych branżach, w szczególności w piekarnictwie i produkcji napojów bezalkoholowych, dynamika cen rosła w następstwie wzrostu cen energii i kosztów pracy.

Roczna dynamika cen energii – obniżająca się na początku roku – w ostatnim okresie wzrosła (do 4,1% r/r w maju). Spadek rocznej dynamiki cen energii na przełomie roku wynikał głównie z wygasania statystycznych efektów bazy związanych z wysokim wzrostem cen paliw na początku 2017 r. Z kolei wyraźny wzrost dynamiki cen energii w kwietniu i maju br. nastąpił pod wpływem wzrostu cen ropy naftowej na rynku światowym i związanego z tym wyższego poziomu cen paliw na rynku krajowym.

Po silnym spadku na przełomie roku, w ostatnim okresie wzrosła też roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (do 2,8% r/r w maju; Wykres 2.4). Przyczynił się do tego głównie wzrost cen ropy naftowej na rynku światowym w połączeniu z pewną deprecjacją złotego⁹. Wzrostowi cen produkcji na rynek krajowy towarzyszył dalszy, choć coraz słabszy, spadek cen produkcji eksportowej (według danych do kwietnia).

Ankietowe opinie zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji nie zmieniły się istotnie w ostatnich miesiącach (Wykres 2.5). Nieznacznie niższe są obecnie oczekiwania inflacyjne ekonomistów ankietowanych przez NBP, którzy w dalszym ciągu spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

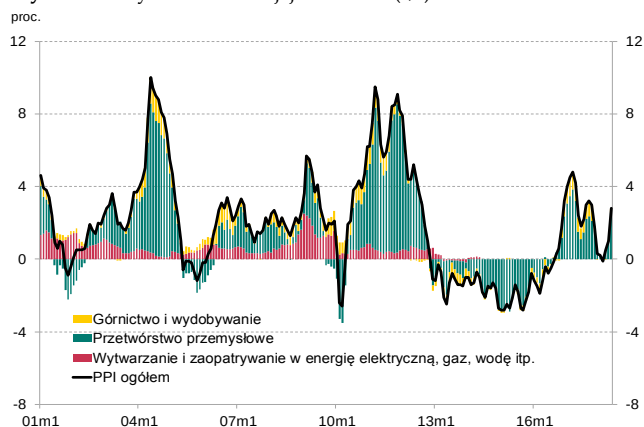
Wykres 2.3 Wskaźnik inflacji dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

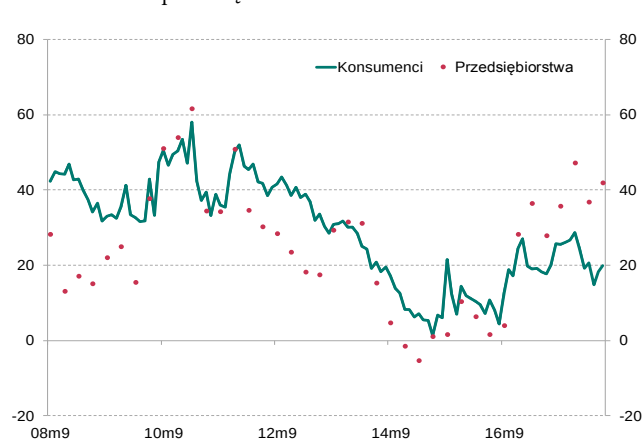
Agregat komponentów CPI reagujących na zmiany krajowej aktywności gospodarczej. Szerzej nt. metodyki liczenia wskaźnika: Hałka, A. i Kotłowski, J. (2014): Does the Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy, Eastern European Economics, vol. 52.

Wykres 2.4 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

⁹ Wzrostowi rocznej dynamiki cen producenta dodatkowo sprzyjały statystyczne efekty bazy związane ze spadkiem tych cen w II kw. 2017 r.

2.2 Popyt i produkcja

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrost gospodarczy w I kw. br. był zbliżony do obserwowanego w II połowie ub.r. (5,2% r/r w I kw. br. wobec 4,9% w IV kw. 2017 r. i 5,2% w III kw. ub.r.; Wykres 2.6). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie coraz szybciej rosną inwestycje, choć nadal dotyczy to głównie inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków unijnych.

Ujemny wkład do wzrostu PKB w I kw. miał eksport netto, do czego przyczyniło się silniejsze spowolnienie eksportu niż importu. W szczególności obniżyła się dynamika eksportu do strefy euro, co było związane z prawdopodobnie przejściowym pogorszeniem koniunktury w tej gospodarce na początku roku. Jednocześnie wzrost importu był nadal wspierany przez popyt wewnętrzny.

Wyraźnie dodatni wkład do wzrostu PKB miał z kolei przyrost zapasów. Z jednej strony gromadząc zapasy firmy mogły uzupełniać zgłaszane przez nie wcześniej niedobory rzeczowych środków obrotowych, a z drugiej przyrost zapasów mógł być w części efektem niższego od oczekiwań popytu zagranicznego.

2.2.1 Konsumpcja

Uwarunkowania popytu konsumpcyjnego w Polsce są bardzo dobre. W efekcie nadal wysoka pozostaje dynamika spożycia prywatnego, która w I kw. br. wyniosła 4,8% r/r (Wykres 2.7).

Wzrost popytu konsumpcyjnego pozostaje istotnym czynnikiem wzrostu PKB. Wzrostowi spożycia prywatnego sprzyja utrzymująca się korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy –

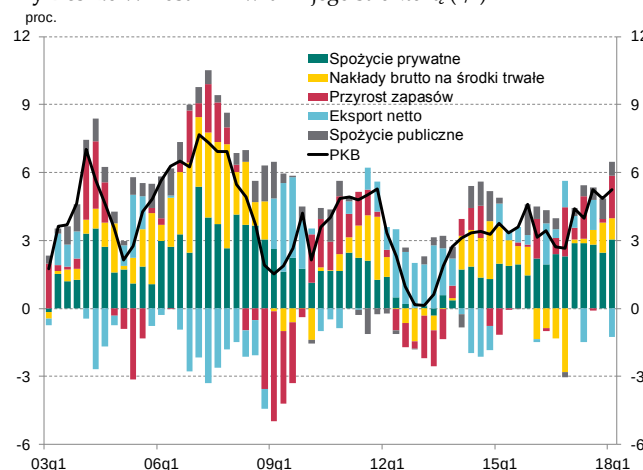
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	17q2	17q3	17q4	18q1	18q2
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,8	2,2	2,4	2,2	2,1
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,0	2,3	2,4	2,1	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,2	2,4	2,6	2,4	-

Źródło: dane NBP i Reuters.

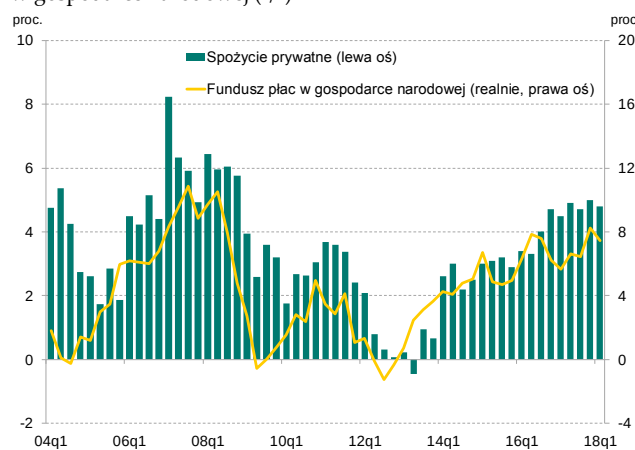
Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.7 Dynamika spożycia prywatnego i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrost liczby pracujących, niski poziom stopy bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Pozytywnie na popyt konsumpcyjny oddziałują również wypłaty świadczeń z programu „Rodzina 500 plus” oraz umiarkowana dynamika cen konsumpcyjnych, która jest niższa niż w poprzednich kwartałach.

Czynniki te wpływają na systematyczną poprawę nastrojów konsumentów. Wskaźniki ufności konsumenckiej kształtują się na historycznie wysokich poziomach (Wykres 2.8).

2.2.2 Inwestycje

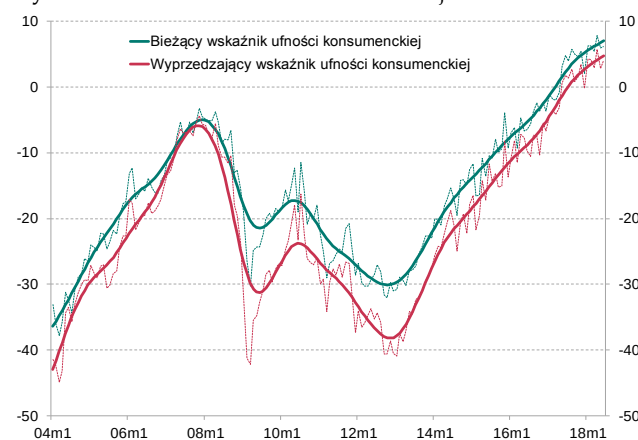
W gospodarce trwa ożywienie inwestycji. W I kw. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrosła do 8,1% r/r (Wykres 2.9). Zgodnie z szacunkami NBP głównym źródłem wzrostu inwestycji pozostają inwestycje publiczne.

W I kw. br. inwestycje publiczne wzrosły przede wszystkim ze względu na rosnącą absorpcję funduszy unijnych. Do kontynuacji ożywienia inwestycji w tym sektorze przyczyniły się w największym stopniu nakłady jednostek samorządu terytorialnego, które nominalnie wzrosły o 83,1% r/r (w ujęciu kasowym). Jednak z uwagi na sezonowe ograniczenie prac budowlanych w okresie zimowym wkład inwestycji publicznych do wzrostu PKB był niższy niż w poprzednim kwartale.

Realna dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (zatrudniających co najmniej 50 pracowników) wyniosła 6,1% r/r w I kw. br., przy czym silnie wzrosły nakłady inwestycyjne firm handlowych i transportowych, przy jednoczesnej głębokiej redukcji nakładów inwestycyjnych w energetyce. Nadal najszybciej rosły nakłady na środki transportu oraz budynki i budowlę, natomiast słabsza była dynamika inwestycji w maszyny i urządzenia.

Aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyjają korzystna koniunktura, bardzo wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych,

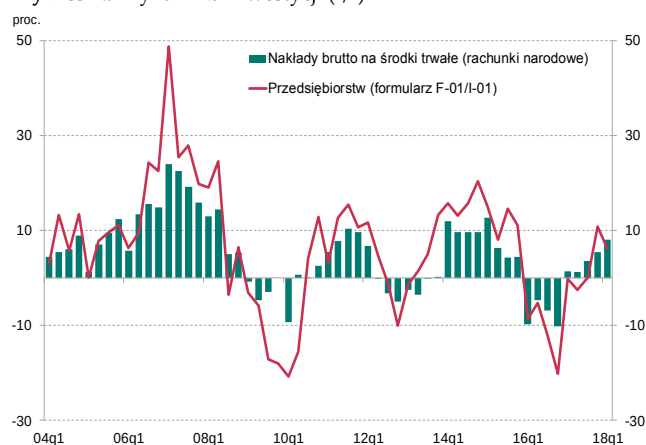
Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.9 Dynamika inwestycji (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

relatywnie niski koszt i wysoka dostępność kredytu bankowego oraz wysoka zdolność do samofinansowania inwestycji¹⁰. Nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw zwiększało także przyspieszenie absorpcji środków UE. Jednak ze względu na niższy udział środków unijnych w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw w porównaniu do inwestycji publicznych, ich wpływ na dynamikę nakładów brutto na środki trwałe firm pozostawał umiarkowany.

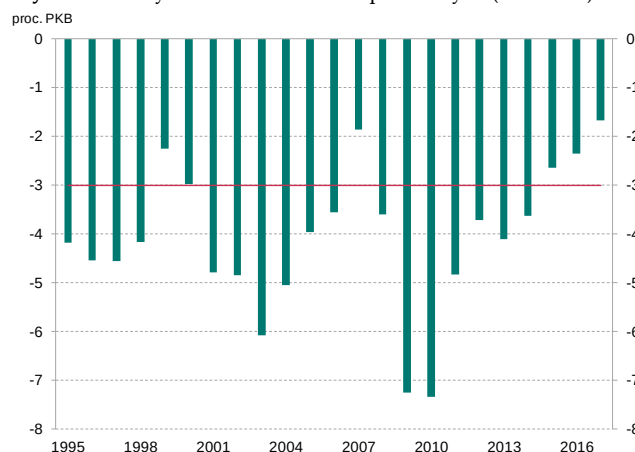
Dynamika inwestycji mieszkaniowych utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Przyczynia się do tego korzystna sytuacja na rynku pracy, która sprzyja wzrostowi dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Odzwierciedla to także wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe w I kw. br. (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w 2017 r. wyniósł 1,7% PKB wobec 2,3% PKB w 2016 r. (ESA2010) i ukształtował się na historycznie niskim poziomie¹¹ (Wykres 2.10). Wyrażna poprawa wyniku sektora nastąpiła w głównej mierze dzięki wyższym dochodom podatkowym i składkowym¹². Było to przede wszystkim efektem korzystnej koniunktury gospodarczej, rosnącego zatrudnienia i płac, jak również realizacji zakładanej poprawy ściągłości podatków, głównie w obszarze VAT¹³. Wysoki wzrost inwestycji publicznych odnotowany w 2017 r. (o 0,7% PKB) był związany z przyspieszeniem realizacji projektów finansowanych z udziałem środków unijnych, które w ujęciu ESA są neutralne dla deficytu sektora.

Dostępne dane wskazują, że sektor finansów publicznych osiągnął w I kw. 2018 r. – podobnie jak

Wykres 2.10 Wynik sektora finansów publicznych (ESA 2010)



Źródło: dane Eurostat.

¹⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

¹¹ Dane dotyczące wyniku sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 są dostępne od 1995 r.

¹² Dochody sektora finansów publicznych (ESA2010) w relacji do PKB były w 2017 r. wyższe o 0,8 pkt proc. PKB.

¹³ Szacunki Ministerstwa Finansów (na bazie metodyki Komisji Europejskiej) wskazują, że skala poprawy ściągłości podatku VAT w 2017 r. wyniosła 0,5% PKB, co przełożyło się na silny spadek tzw. luki VAT w ub.r. (z 20% do 14% teoretycznych wpływów podatkowych). Por. *Program Konwergencji. Aktualizacja 2018*, Rzeczpospolita Polska, Warszawa, kwiecień 2018 r.

w tym samym okresie ub.r. – nadwyżkę w ujęciu ESA2010. Przyczyniła się do tego głównie dobra sytuacja finansowa budżetu państwa oraz jednostek samorządu terytorialnego, przede wszystkim po stronie dochodowej, w warunkach utrzymującej się korzystnej koniunktury gospodarczej.

Kształt polityki fiskalnej realizowanej w 2018 r. jest w znacznej mierze zbliżony do obserwowanego w 2017 r. Zakładany dalszy wzrost inwestycji publicznych (w tym na współfinansowanie projektów finansowanych ze środków unijnych z perspektywy na lata 2014-2020) oraz całoroczne koszty obniżenia wieku emerytalnego (od października 2017 r.) zostaną w dużej części zrekompensovane kontynuacją ograniczenia tempa wzrostu wydatków na spożycie publiczne, wynikającego w szczególności z zamrożenia płac dla większości pracowników sfery budżetowej. Działania po stronie dochodowej dotyczą natomiast przede wszystkim dalszego uszczelniania systemu podatkowego (VAT¹⁴, podatki dochodowe¹⁵).

W *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2018* (z kwietnia 2018 r.) rząd przewiduje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2018 r. ukształtuje się na poziomie 2,1% PKB (ESA2010). Mając na względzie przyjęte w *Programie* ostrożne założenie o realizacji wydatków budżetowych na poziomie odpowiadającym limitom wydatkowym¹⁶, w 2018 r. można oczekiwać deficytu na poziomie zbliżonym do odnotowanego w 2017 r. Korzystnie na wynik sektora finansów publicznych będzie oddziaływać wzrost konsumpcji i utrzymująca się bardzo dobra sytuacja pracobiorców na rynku pracy oraz przewidywane wygaśnięcie czynników

¹⁴ Działania nakierowane na poprawę ścigalności dotyczą m.in. wdrożenia systemu STIR i elektronicznych kas fiskalnych on-line, wprowadzenia mechanizmu tzw. podzielonej płatności (*split payment*) oraz rozszerzenia monitorowania drogowego przewozu towarów.

¹⁵ Planowany jest szereg zmian mających na celu utrudnienie stosowania agresywnej optymalizacji podatkowej.

¹⁶ W poprzednich latach wydatki budżetu państwa były realizowane na poziomie niższym o 0,3-0,7% PKB od przyjętych w ustawach budżetowych limitów wydatkowych.

jednorazowych po stronie wydatkowej, które pogorszyły wynik w 2017 r.¹⁷

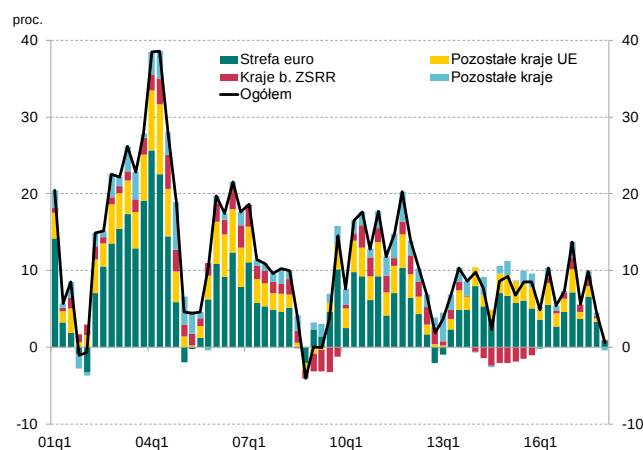
2.2.4 Handel zagraniczny¹⁸

Mimo utrzymującej się dobrej koniunktury w handlu światowym w I kw. br. dynamika wartości eksportu oraz importu Polski wyraźnie się obniżyła. Spowolnienie w polskiej wymianie handlowej prawdopodobnie częściowo wynikało z czynników przejściowych. Osłabienie handlu zagranicznego dotyczyło większości grup krajów oraz kategorii towarów.

Do obniżenia dynamiki polskiego eksportu przyczyniło się spowolnienie importu strefy euro, w tym Niemiec – głównego partnera handlowego Polski (Wykres 2.11). W Niemczech w I kw. br. zanotowano obniżenie się dynamiki handlu zagranicznego wynikające jednak najprawdopodobniej w dużej mierze z oddziaływania czynników jednorazowych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Spowolnienie importu strefy euro negatywnie oddziaływało także na handel Polski w ramach globalnych sieci dostaw.

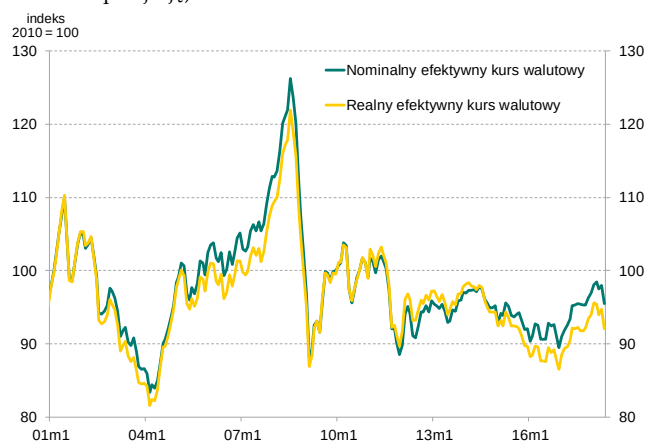
Osłabienie się dynamiki polskiego eksportu w I kw. br. nastąpiło w warunkach mocniejszego niż przed rokiem kursu złotego, choć poziom kursu walutowego nie stanowił bariery dla konkurencyjności cenowej polskich towarów¹⁹ (Wykres 2.12). Stopniowa aprecjacja kursu, trwająca w pierwszych miesiącach roku, spowodowała pewne obniżenie się opłacalności eksportu. W szczególności na przełomie roku średni kurs złotego wobec dolara amerykańskiego zbliżył się do deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu granicznego opłacalności eksportu. Jednakże

Wykres 2.11 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.12 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

¹⁷ Czynniki te dotyczyły m.in. rekompensaty z tytułu utraty prawa do bezpłatnego węgla, rekompensaty dla nadawców publicznych za utracone wpływy z opłat abonamentowych oraz dokapitalizowania niektórych podmiotów. Ich łączna skala wyniosła 0,4% PKB.

¹⁸ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia.

¹⁹ W I kw. br. odsetek przedsiębiorstw deklarujących kurs walutowy jako barierę rozwoju obniżył się do historycznie niskiego poziomu.

wpływ opłacalności eksportu rozliczanego w dolarze na łączną opłacalność eksportu był niewielki, a opłacalność eksportu w euro pozostała wysoka.

W I kw. br. import był nadal wspierany przez popyt wewnętrzny, chociaż jego dynamika obniżyła się. Dynamika importu pozostała przy tym wyższa niż eksportu (Wykres 2.13). Największe osłabienie dynamiki importu dotyczyło dóbr pośrednich, w tym towarów zaopatrzeniowych i części samochodowych. Biorąc pod uwagę znaczącą importochłonność eksportu, mogło to być w znacznym stopniu związane z osłabieniem handlu w ramach globalnych sieci dostaw.

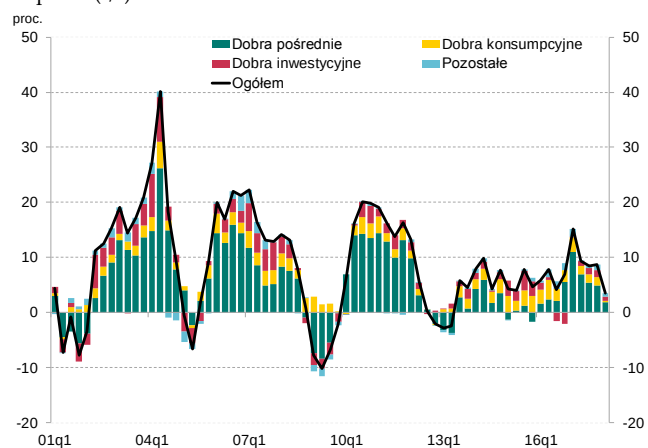
2.2.5 Produkcja

Dekompozycja sektorowa dynamiki PKB wskazuje, że wzrost aktywności gospodarczej obejmuje wszystkie sektory. W porównaniu z II połową 2017 r., w I kw. 2018 r. wzrósł wkład usług do dynamiki wartości dodanej, a wkłady przemysłu i budownictwa nie zmieniły się istotnie (Wykres 2.14).

W przemyśle utrzymuje się dobra koniunktura. Choć dynamika produkcji w I kw. b.r. była nieco niższa niż w II połowie ub.r., dane za kwiecień i maj wskazują na ponowne przyspieszenie wzrostu aktywności w II kw.²⁰ Spowolnienie wzrostu produkcji w przemyśle w I kw. wynikało ze spadku dynamiki eksportu do strefy euro widocznego we wszystkich głównych kategoriach towarów. Było to związane z prawdopodobnie przejściowym pogorszeniem koniunktury w gospodarce strefy euro na początku roku (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Jednocześnie wzrostowi produkcji w przemyśle nadal sprzyja stabilny wzrost popytu krajowego.

Po spowolnieniu w IV kw. ub.r., na początku 2018 r. wzrost produkcji w budownictwie ponownie

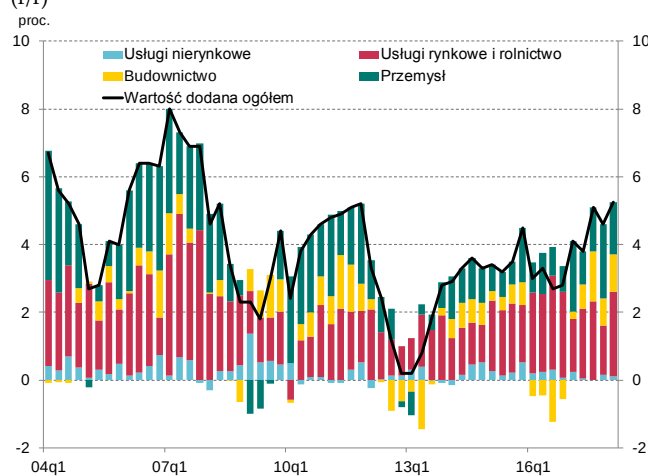
Wykres 2.13 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

Wykres 2.14 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁰ Średnia dynamika produkcji przemysłowej w kwietniu i maju wyniosła 7,4% r/r wobec 5,9% r/r w I kw. 2018 r. i 7,2% r/r w II półroczu 2017 r.

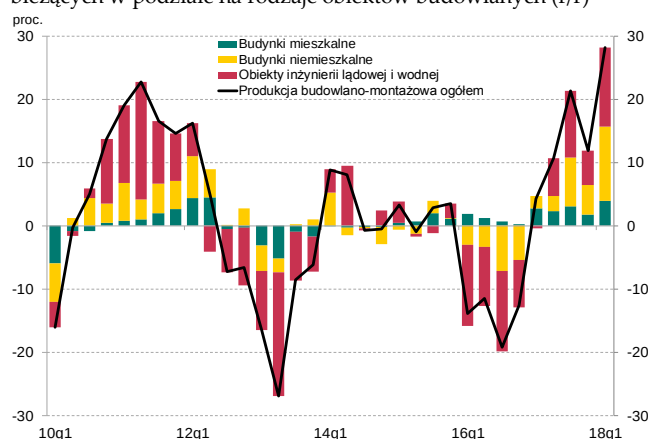
przyspieszył, w I kw. osiągając najwyższy poziom od 2007 r. (Wykres 2.15). W kwietniu i maju dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała wysoka, choć była nieco niższa niż w I kw.²¹ Ożywienie produkcji dotyczyło wszystkich głównych kategorii obiektów budowlanych. Wzrost aktywności w budownictwie drogowym, kolejowym i energetycznym jest związany ze stopniowo rosnącym wykorzystaniem środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2014-2020. Koniunkturze w budownictwie mieszkaniowym sprzyja z kolei dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych i stabilny poziom stóp procentowych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Stabilne stopy procentowe wspierają również – wraz z wysokim wykorzystaniem zdolności produkcyjnych – aktywność w budownictwie komercyjnym, co znajduje odzwierciedlenie w wysokiej dynamice budowy biurów i obiektów przemysłowych.

Korzystna koniunktura utrzymuje się także w usługach rynkowych. Wartość dodana w tym sektorze rośnie w tempie nieco wyższym od wieloletniej średniej. Dobra koniunktura jest widoczna zwłaszcza w handlu,²² czemu sprzyja wysoka dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, oraz w transporcie, co jest związane ze wzrostem handlu światowego. W pozostałych branżach wzrost wartości dodanej jest umiarkowany²³ (Wykres 2.16).

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

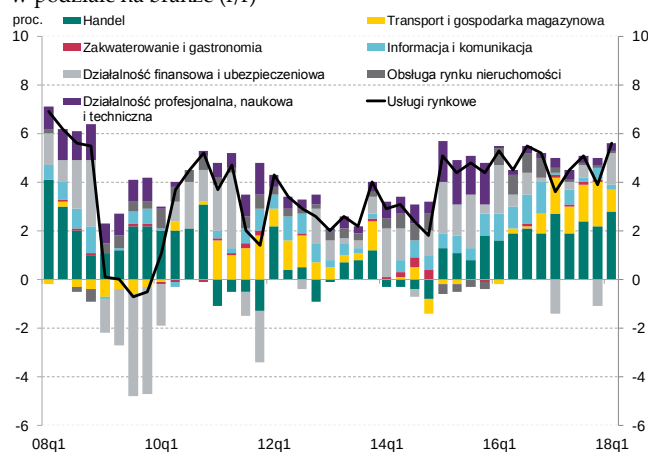
Wysokie tempo wzrostu gospodarczego sprzyja utrzymywaniu się korzystnej sytuacji finansowej w sektorze przedsiębiorstw. Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw pozostaje na wysokim poziomie, chociaż w I kw. br. obniżył się o 7,7% r/r (po wzroście o 29,5% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.17).

Wykres 2.15 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



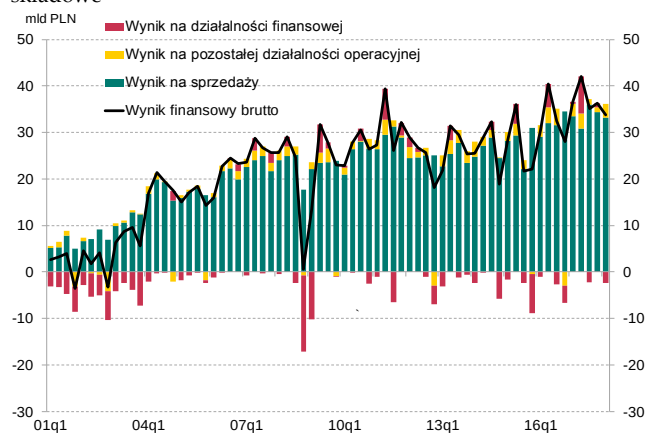
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.16 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17 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, prowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

²¹ Średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej w kwietniu i maju br. wyniosła 20,3% r/r wobec 27,4% w I kw.

²² Spadek średniej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu i maju do 5,1% r/r z 8,1% w I kw. może jednak wskazywać na pewne pogorszenie koniunktury w handlu w II kw.

²³ Wyjątkiem jest działalność finansowa i ubezpieczeniowa, w której dynamika wartości dodanej cechuje się dużą zmiennością (wzrost o 14,9% r/r w I kw. br. wobec spadku o 12,4% w IV kw. ub.r.).

Jest on przy tym wciąż silnie zróżnicowany między branżami.

W I kw. br. wzrost przychodów ze sprzedaży spowolnił. Było to spowodowane głównie silnym – choć prawdopodobnie przejściowym – spadkiem dynamiki sprzedaży zagranicznej (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Wraz z obniżeniem się dynamiki przychodów obniżyła się także dynamika kosztów sprzedaży. Koszty te rosły jednak szybciej niż przychody, przede wszystkim ze względu na wzrost kosztów pracy i surowców. W efekcie, w odniesieniu do analogicznego okresu poprzedniego roku, obniżył się wynik na sprzedaży, choć skala tego pogorszenia była niewielka. Towarzyszył temu niższy wynik na pozostałej działalności firm wynikający głównie z niekorzystnych różnic kursowych. W rezultacie rentowność obrotu netto w I kw. br. była niższa niż przed rokiem.

Rentowność sprzedaży, mimo obniżenia się wobec analogicznego okresu poprzedniego roku, w I kw. br. pozostała relatywnie wysoka (Tabela 2.2), a oceny własnej sytuacji ekonomicznej ankietowanych przedsiębiorstw kształtowały się na historycznie wysokich poziomach. Płynność przedsiębiorstw także pozostawała wysoka, ale nieco zmalała wskutek wzrostu kosztów działalności operacyjnej. Równocześnie wzrósł odsetek przedsiębiorstw utrzymujących bezpieczny poziom płynności, czemu towarzyszył niewielki przyrost udziału firm rentownych.

2.4 Rynek pracy

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce sprzyja zwiększaniu się zapotrzebowania na pracę, co przekłada się na dalszy wzrost zatrudnienia (Wykres 2.18)²⁴. Potwierdzają to zarówno dane z sektora przedsiębiorstw (wzrost zatrudnienia o

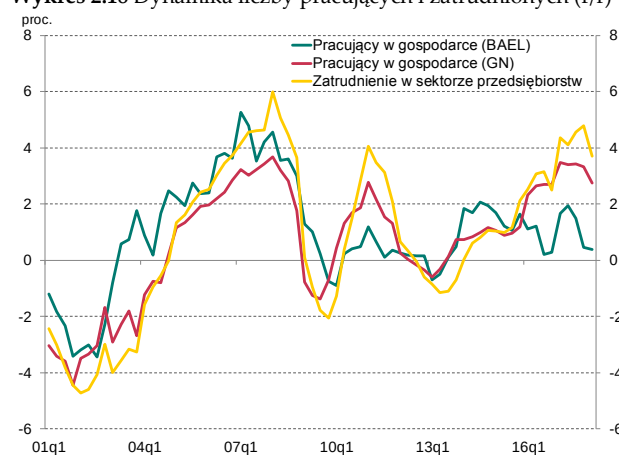
Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw

proc.	2016				2017				2018
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,9	5,1	5,0	5,0	5,1	4,6	5,2	4,6	4,8
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,2	5,5	4,2	3,1	4,4	5,3	4,1	3,9	3,9
Udział firm rentownych (sa)	76,3	76,4	75,8	75,2	75,0	74,4	74,5	74,7	75,8
Wskaźnik płynności I stopnia	37,4	37,2	38,5	38,8	37,4	35,3	36,3	38,4	37,0

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.18 Dynamika liczby pracujących i zatrudnionych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Pracujący w gospodarce (BAEL) to szacowana na podstawie badań ankietowych liczba osób wykonujących lub posiadających pracę, bez względu na rodzaj stosunku pracy. Dane nie uwzględniają imigracji czasowej. 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.

²⁴ W maju Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w Internecie wzrósł o 17,9% r/r. Jednocześnie liczba ofert pracy w urzędach pracy spadła o 8,4% r/r, było to jednak najprawdopodobniej związane z rezygnacją od początku 2018 r. z konieczności zamieszczania ofert w urzędach pracy w przypadku chęci zatrudnienia cudzoziemca na podstawie zezwolenia na pracę sezonową.

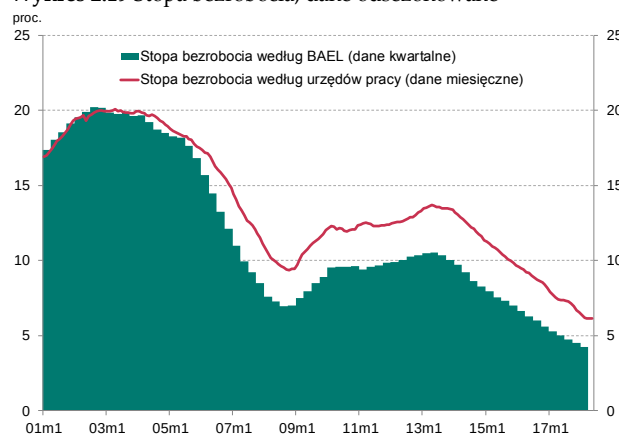
3,7% r/r w maju br.), jak i z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL; wzrost liczby pracujących o 0,4% w I kw. 2018 r.)²⁵.

Trwający wzrost zatrudnienia następuje w warunkach relatywnie stabilnej – choć lekko obniżającej się – podaży pracy. Wpływ spadku liczby osób w wieku produkcyjnym (15-64 lata; o 1,5% r/r w I kw. br.) na podaż pracy jest w znacznej mierze ograniczany przez wzrost aktywności zawodowej wśród młodych (20-24 lata). Do wejścia na rynek pracy i pozostania na nim zachęca wysoki popyt na pracowników oraz wyższy niż w poprzednich latach wzrost wynagrodzeń.

Wzrost zatrudnienia w warunkach stabilnej podaży pracy prowadzi do dalszego spadku bezrobocia. Stopa bezrobocia według BAEL wyniosła 4,2% w I kw. 2018 r., a dane z urzędów pracy z maja br. wskazują na stopę bezrobocia rejestrowanego na poziomie 6,1% – po uwzględnieniu czynników sezonowych (Wykres 2.19). Tempo spadku bezrobocia w ostatnich miesiącach nieco jednak spowolniło, co może świadczyć o rosnących trudnościach ze znalezieniem pracowników ze względu na niedopasowanie ich kwalifikacji do potrzeb pracodawców. Równocześnie wciąż znacząca liczba pracodawców informuje o nieobsadzonych stanowiskach (42,3% firm w II kw. br.), przy czym odsetek firm uznających problemy ze znalezieniem pracowników za barierę rozwoju wynosi jedynie 8,8%²⁶.

W konsekwencji umacniania się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych znaczący pozostaje udział firm odczuwających rosnącą presję płacową (21,9% w II kw. 2018 r.) oraz prognozujących wzrost płac (26,4% w II kw.)²⁷.

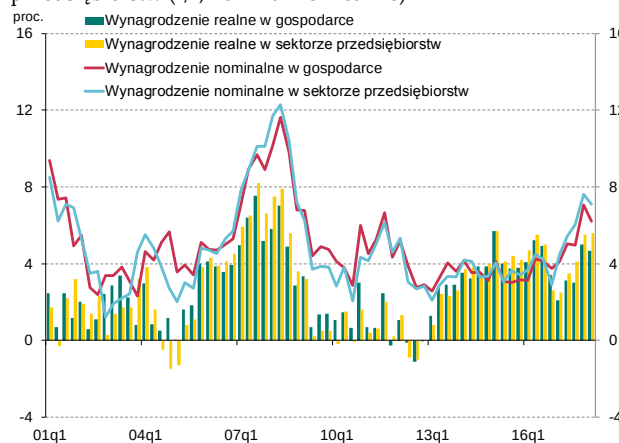
Wykres 2.19 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



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.

Wykres 2.20 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

²⁵ Roczna dynamika liczby pracujących według BAEL była w I kw. br. niższa niż zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw m.in. ze względu na spadek liczby rolników indywidualnych (o 9,2% r/r) i pomagających członków rodzin (o 13,2% r/r), co może być związane z wejściem w życie ustawy o obniżeniu wieku emerytalnego. BAEL nie uwzględnia też imigracji czasowej. Dynamikę zatrudnienia w przedsiębiorstwach z kolei podwyższa coroczna aktualizacja przez GUS próby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu pracowników.

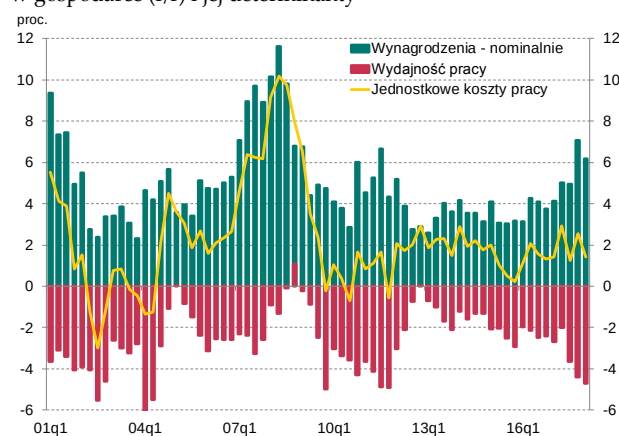
²⁶ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

²⁷ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

Znalazło to odzwierciedlenie w szybszym niż w poprzednich latach wzroście wynagrodzeń w gospodarce, choć w I kw. br. dynamika płac nieco spadła w porównaniu z IV kw. ub.r. (do 6,2% r/r z 7,1% r/r; Wykres 2.20)²⁸. Jednocześnie poprawiają się pozapłacowe warunki pracy. W szczególności rośnie liczba pracujących na czas nieokreślony (o 2,8% r/r w I kw. 2018 r.) kosztem pracujących na czas określony (spadek o 2,3% r/r). Spada również liczba osób zmuszonych do pracy na niepełny etat (o 20,2% r/r w I kw. 2018 r.).

Wyższej niż w poprzednich latach dynamice wynagrodzeń towarzyszy wzrost dynamiki wydajności pracy wynikający z przyspieszenia wzrostu PKB. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (Wykres 2.21).

Wykres 2.21 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrost wydajności pracy jest czynnikiem obniżającym dynamikę jednostkowych kosztów pracy, stąd na wykresie przyjmuje ujemne wartości.

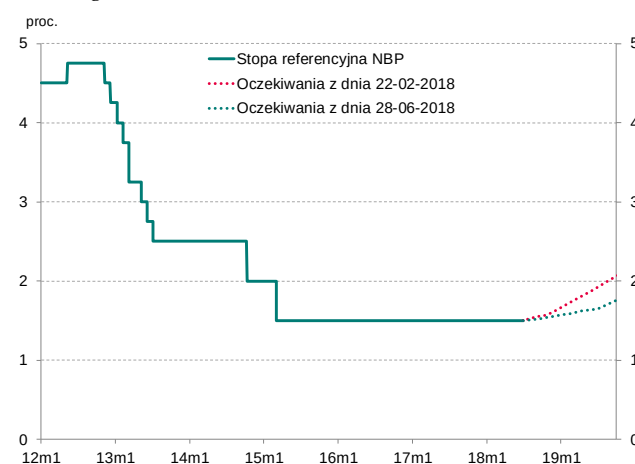
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. W ostatnim okresie oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych NBP obniżyły się i wskazują na stabilizację stóp w kolejnych kwartałach (Wykres 2.22).

2.5.1 Rynki finansowe

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w Polsce były relatywnie stabilne. Złożył się na to z jednej strony spadek oczekiwań rynkowych dotyczących poziomu stóp procentowych NBP, a z drugiej strony pogorszenie się nastrojów na światowych rynkach finansowych, przekładające się na wzrost rentowności obligacji w wielu innych gospodarkach na świecie (por. rozdz. 1.5 Światowe rynki finansowe). Rentowność 10-

Wykres 2.22 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR z 22 lutego oraz 28 czerwca br.



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

²⁸ W kwietniu i maju dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw pozostała zbliżona do tej obserwowanej w I kw. (średnio 7,4% r/r w kwietniu-maju wobec średnio 7,1% r/r w I kw.).

letnich obligacji skarbowych wynosi obecnie 3,2% (Wykres 2.23).

Z kolei ceny akcji w Polsce obniżyły się w ostatnim okresie w ślad za wyraźnym spadkiem notowań indeksów giełdowych na innych rynkach wschodzących. Spadek cen akcji nastąpił pomimo korzystnych sygnałów dotyczących koniunktury w polskiej gospodarce (Wykres 2.24).

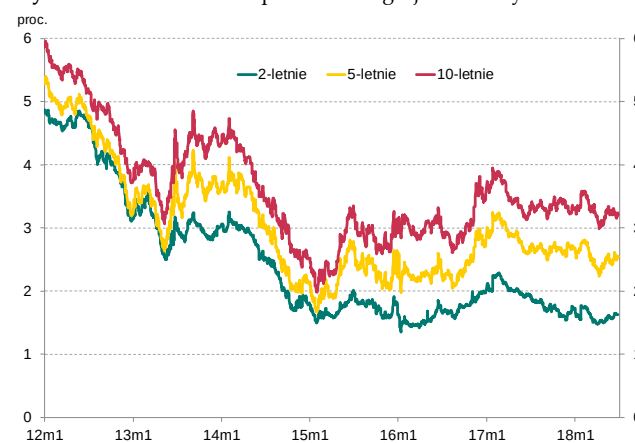
W warunkach pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych kurs złotego – po wcześniejszym umocnieniu – osłabił się (Wykres 2.25). Kurs złotego najbardziej osłabił się w relacji do dolara amerykańskiego (od początku marca br. o 9,5%) ze względu na umocnienie tej waluty wobec innych głównych walut, natomiast skala osłabienia kursu złotego do euro była ograniczona (o 4,1%).

2.5.2 Rynek nieruchomości²⁹

W I kw. 2018 r. rynek nieruchomości mieszkaniowych w dalszym ciągu znajdował się w fazie wysokiej aktywności i obserwowane były wysokie poziomy popytu i podaży na nowe nieruchomości na największych rynkach (Wykres 2.26, Wykres 2.27). Dotychczas aktywność ta nie generowała nadmiernych napięć. Wzrostowi aktywności rynku towarzyszyły niewielkie wzrosty cen mieszkań, związane w części ze wzrostem kosztów produkcji.

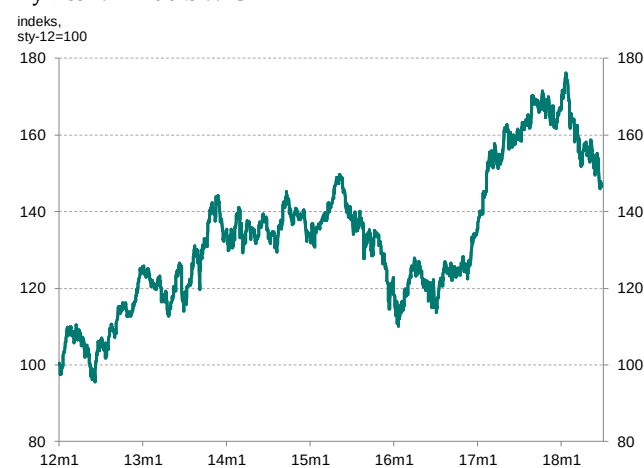
Wysoki popyt na mieszkania jest wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Do wzrostu sprzedaży mieszkań przyczynia się także stabilne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych i stosunkowo wysoka rentowność wynajmu w relacji do innych form lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe. Popyt na mieszkania w ostatnich kwartałach był także wspierany przez rządowy program „Mieszkanie

Wykres 2.23 Rentowności polskich obligacji skarbowych



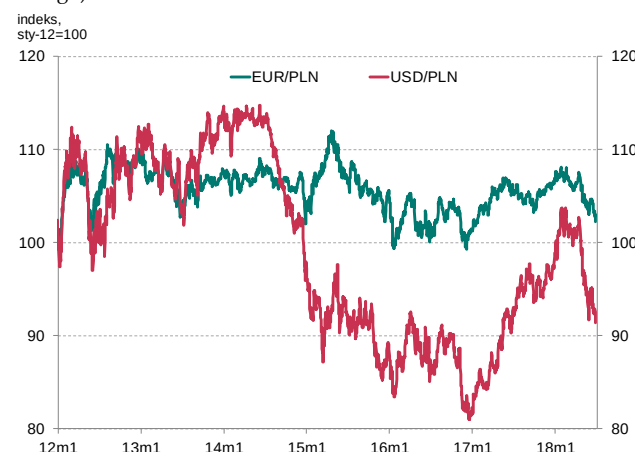
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.24 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.25 Nominalny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację złotego)



Źródło: dane Bloomberg.

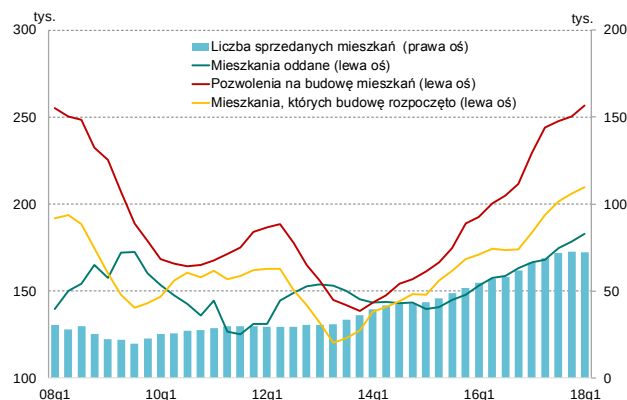
²⁹ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2018 r.*, NBP, czerwiec 2018 r.

dla Młodych”, choć skala tego wpływu była niewielka³⁰.

Szacowana rentowność mieszkaniowych projektów inwestycyjnych jest nadal wysoka. Wysokie szacowane marże zysku deweloperskiego, jak i stopy zwrotu z projektów mieszkaniowych oraz wysoki popyt przyczyniały się do zwiększenia liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań³¹ oraz liczby mieszkań oddanych do użytkowania³². Na koniec I kw. 2018 r. zaobserwowano, że zapas niesprzedanych mieszkań³³ na 6 największych rynkach pierwotnych w Polsce zmniejszył się o ok. 3,5 tys. mieszkań względem poprzedniego kwartału. Podaż mieszkań była dotychczas elastyczna, jednak osiągnięty poziom produkcji może powodować problemy z dalszym jej zwiększaniem, zwłaszcza z uwagi na zwiększające się ograniczenia deweloperów po stronie podażowej. Obserwowane są zmiany w zakresie czynników produkcji takie jak: wzrosty cen materiałów i szacowanych cen terenów budowlanych oraz problemy z dostępnością pracowników firm budowlanych oraz niektórych materiałów.

Na rynkach nieruchomości biurowych utrzymujące się przez długi okres nierównowagi, wynikające z nadmiaru podaży powierzchni do wynajęcia w stosunku do popytu na nią, drugi kwartał z rzędu zmniejszały się. Jest to w znacznym stopniu wynikiem wysokiej koniunktury i związanego z nią wzmożonego popytu na nowoczesne powierzchnie, które mogą stanowić konkurencję dla właścicieli starszych, gorzej zlokalizowanych nieruchomości. Na rynku powierzchni handlowo-usługowych

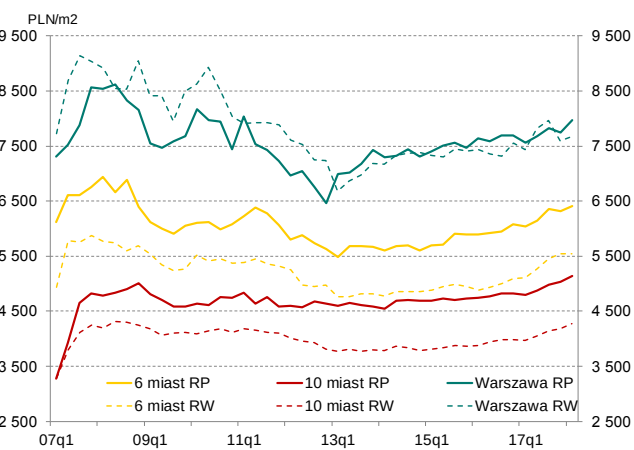
Wykres 2.26 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.27 Ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane 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 dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

³⁰ W III kw. ub.r. wyczerpała się pula środków przeznaczonych na dofinansowanie nabycia mieszkań w ramach programu „Mieszkanie dla młodych” w 2017 r. Z początkiem br. Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) rozpoczął przyjmowanie wniosków na 2018 r., czyli na ostatni rok obowiązywania tego programu. W ciągu dwóch dni stycznia 2018 r. BGK przyjął 12,7 tys. wniosków, które wyczerpały pulę środków przeznaczonych na ten rok (381 mln zł).

³¹ Według danych GUS w I kw. 2018 r. wydano 66,8 tys. pozwoleń na budowę mieszkań, tj. więcej o ok. 6,5 tys. względem I kw. 2017 r. oraz więcej o ok. 7,1 tys. względem poprzedniego kwartału. Łącznie w 4 ostatnich kwartałach wydano 256,8 tys. pozwoleń, tj. 27,1 tys. więcej niż w tym samym okresie 2017 r. (wzrost r/r o 11,8%).

³² Według danych GUS w I kw. 2018 r. oddano do użytkowania 44,9 tys. mieszkań, tj. więcej o ok. 4,6 tys. względem I kw. 2017 r. jednak mniej o ok. 9,5 tys. względem poprzedniego kwartału. Łącznie w 4 ostatnich kwartałach oddano do użytkowania 182,8 tys. mieszkań, tj. 16,5 tys. więcej niż w tym samym okresie 2017 r. (wzrost r/r o 9,9%).

³³ Zgodnie z raportem REAS „Rynek mieszkaniowy w Polsce, I kwartał 2018 r.”.

utrzymywała się nieznaczna nadpodaż powierzchni, a stopa pustostanów w całym kraju kształtowała się na poziomie około 4%. Zarówno na rynku nieruchomości handlowych, jak i biurowych zaobserwowano nieznaczny spadek cen wynajmu. Wzrostowi podaży nieruchomości komercyjnych w Polsce sprzyjają niskie stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości za granicą, dobra sytuacja polskiej gospodarki, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca z bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

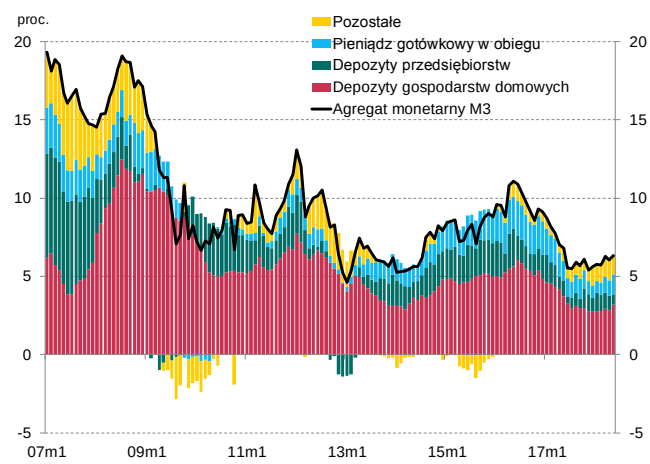
2.6 Pieniądz i kredyty

Dynamika szerokiego pieniądza (M3) w I kw. br. nieznacznie wzrosła w porównaniu do IV kw. ub.r. (i wyniosła 5,9% r/r³⁴; Wykres 2.28)³⁵. Największy wkład do dynamiki agregatu M3 miał w dalszym ciągu wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych. Mniejsze znaczenie miał natomiast przyrost depozytów przedsiębiorstw i gotówki w obiegu.

W I kw. br. głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego³⁶, który od kilku kwartałów jest nieco niższy niż dynamika nominalnego PKB. W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB była relatywnie stabilna i na koniec I kw. br. wyniosła 51%.

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego są nadal kredyty dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów od kilku lat kształtuje się na zbliżonym poziomie i w I kw. br. wyniosła 5,2% r/r (Wykres 2.29). Była ona

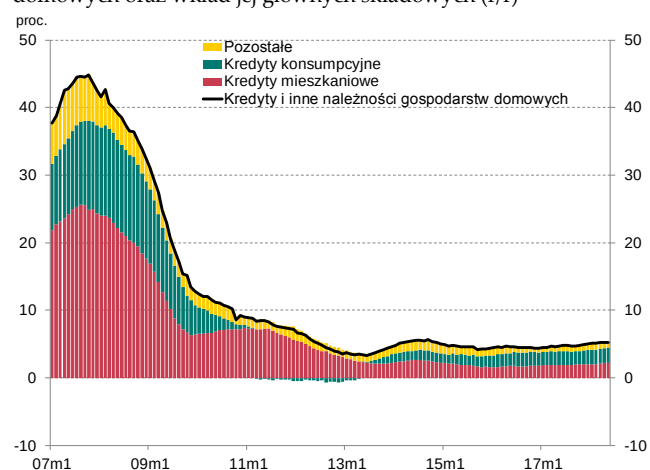
Wykres 2.28 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



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 emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

Wykres 2.29 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych oraz inne należności.

³⁴ W kwietniu i maju 2018 r. dynamika agregatu M3 wyniosła średnio 6,2%.

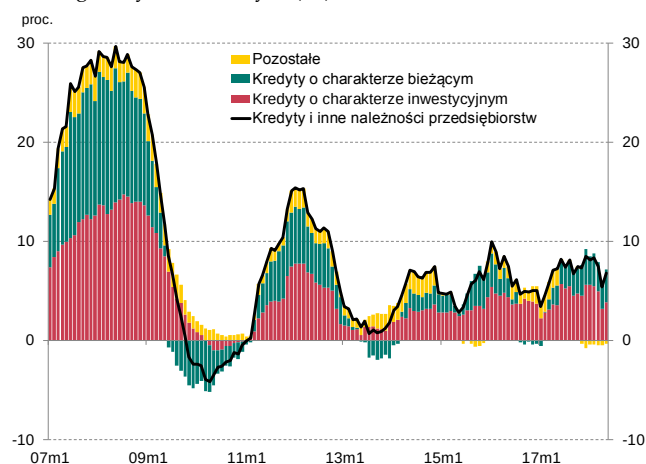
³⁵ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako wynikająca ze zmian transakcyjnych roczna dynamika przyrostu stanu danej kategorii uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale.

³⁶ W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako roczna dynamika transakcyjnych zmian poziomu należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

determinowana w zbliżonym stopniu przez wzrost kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Dynamika kredytów konsumpcyjnych (8,7% r/r w I kw. br.) była jednak wciąż wyraźnie wyższa od dynamiki kredytów mieszkaniowych (3,5% r/r)³⁷. Przy czym tempo wzrostu złotych kredytów mieszkaniowych pozostawało relatywnie wysokie (10,5% r/r), podczas gdy dynamika spadku walutowych kredytów mieszkaniowych nadal się pogłębiała (-8,0% r/r). Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyja stabilne oprocentowanie kredytów oraz korzystna sytuacja na rynku pracy. Dodatkowym czynnikiem wspierającym popyt na kredyty mieszkaniowe w I kw. br. było obniżenie marż kredytowych, a także program „Mieszkanie dla Młodych”³⁸. W przeciwnym kierunku oddziaływało deklarowane przez niektóre banki podwyższenie kosztów pozaodsetkowych w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

Istotny wkład do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego miały także kredyty dla przedsiębiorstw. Dynamika tych kredytów od kilku kwartałów utrzymuje się na stosunkowo stabilnym poziomie i w I kw. br. wyniosła 7,9% r/r³⁹ (Wykres 2.30). Wzrostowi kredytów dla przedsiębiorstw sprzyja korzystna koniunktura gospodarcza oraz wysoka dostępność kredytów, mimo niższego niż w poprzednich kwartałach odsetka zaakceptowanych wniosków kredytowych⁴⁰. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast zaostrzanie przez banki niektórych warunków polityki kredytowej, w tym podwyższenie marż i kosztów pozaodsetkowych.

Wykres 2.30 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria „Kredyty o charakterze inwestycyjnym” obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii „Pozostałe” zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

³⁷ W kwietniu i maju 2018 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła średnio 5,3%, w tym dynamika kredytów konsumpcyjnych 8,7%, a dynamika kredytów mieszkaniowych 3,8%.

³⁸ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2018 r.*, NBP, kwiecień 2018 r. W I kw. 2018 r. banki zaobserwowały istotny wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe, który w ich ocenie uwarunkowany był udostępnieniem ostatniej transzy dofinansowania kredytów mieszkaniowych w ramach programu „Mieszkanie dla Młodych” (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

³⁹ W kwietniu i maju 2018 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła średnio 6,1%.

⁴⁰ *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2018 r.

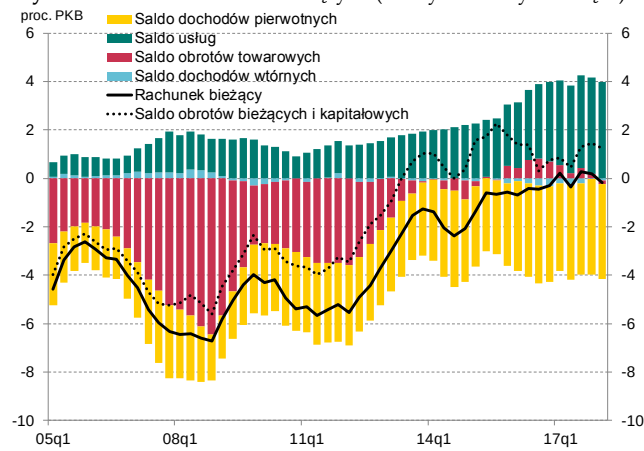
2.7 Bilans płatniczy

W I kw. 2018 r. saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się nieznacznie w porównaniu do IV kw. ub.r. i wyniosło -0,2% PKB w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco (Wykres 2.31). W kierunku niższego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało obniżenie się salda obrotów towarowych, spowodowane większym wyhamowaniem dynamiki eksportu niż importu, co prawdopodobnie w części wynikało z czynników przejściowych (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Jednocześnie utrzymywała się wysoka nadwyżka w handlu usługami. Natomiast saldo dochodów pierwotnych – przede wszystkim ze względu na dochody inwestorów bezpośrednich w Polsce – pozostało znacząco ujemne.

Na rachunku kapitałowym utrzymywała się nadwyżka w związku z dalszym napływem środków w ramach Funduszu Spójności oraz Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. W konsekwencji łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych ukształtowało się na poziomie 1,2% PKB.

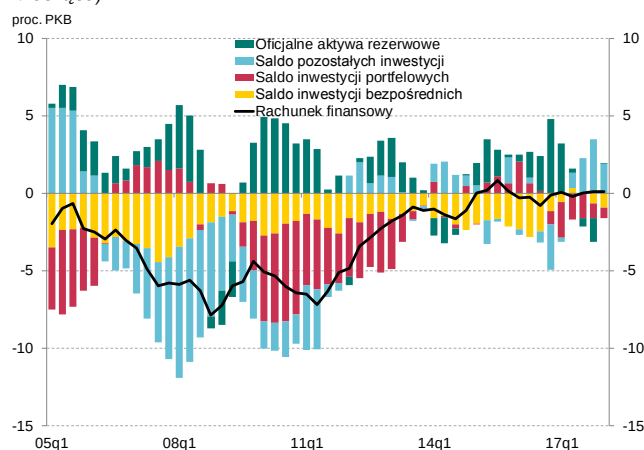
Saldo na rachunku finansowym w I kw. br. było zbliżone do IV kw. ub. r. i wyniosło 0,1% PKB (w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco; Wykres 2.32). Zarówno w inwestycjach bezpośrednich, jak i portfelowych przeważał napływ kapitału do Polski. Największa zmiana na rachunku finansowym dotyczyła jednak salda transakcji w pozostałych inwestycjach oraz oficjalnych aktywów rezerwowych. Transakcje przeprowadzane przez NBP (*repo* i *reverse repo*) zwiększyły bowiem wartość pozostałych inwestycji zagranicznych i rezerw walutowych w I kw. br.⁴¹ W kierunku mniejszego napływu pozostałych inwestycji oddziaływały natomiast transakcje polskiego sektora bankowego,

Wykres 2.31 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP

Wykres 2.32 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

⁴¹ Transakcje przeprowadzane przez NBP (*repo* i *reverse repo*) w 2017 r. skutkowały natomiast obniżeniem się wartości pozostałych inwestycji zagranicznych i rezerw walutowych.

który w dalszym ciągu w większym stopniu spłacał kredyty zagraniczne, niż zaciągał nowe.

Utrzymaniu zrównoważonego salda rachunku finansowego towarzyszyło zmniejszenie się zadłużenia zagranicznego Polski (Tabela 2.3). Także inne wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki.

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

	2016				2017				2018
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	0,2	-0,4	0,3	0,2	-0,2
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,4	1,4	0,3	0,8	0,8	0,5	1,3	1,5	1,2
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,1	3,7	3,9	4,0	4,0	3,8	4,2	4,2	3,8
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	6,1	5,9	6,4	5,7	5,3	5,1	4,8	4,9
Zadłużenie zagr./PKB	71	75	74	76	72	71	69	67	67
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-63	-62	-62	-61	-62	-63	-62	-61	-59
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	108	114	115	117	114	108	103	107	110
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.	107	116	114	116	115	108	103	106	110

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2018 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 23 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 marca 2018 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Zaznaczano, że w gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy pozostaje szybszy niż w poprzednich latach. Aktualne prognozy przewidują utrzymanie się korzystnych uwarunkowań gospodarczych w tej strefie w kolejnych latach, choć przy stopniowo obniżającej się dynamice PKB. Wskazywano również na korzystną – mimo pewnego spowolnienia aktywności gospodarczej w IV kw. – koniunkturę w Stanach Zjednoczonych i stabilizację dynamiki PKB w Chinach.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, do czego przyczynia się wciąż słaba wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, zwracano uwagę na podwyższoną zmienność cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych w ostatnim okresie. Wskazywano, że na podaż ropy naftowej w dalszym ciągu wpływa ograniczenie jej produkcji w ramach porozumienia zawartego przez część krajów eksportujących ten surowiec. Wpływ tego czynnika na podaż jest łagodzony przez rosnące wydobycie ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych, które stają się coraz ważniejszym producentem i eksporterem tego surowca. Zaznaczano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej i zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec ze strony Chin związanego między innymi z polityką ograniczania zużycia węgla. Zdaniem części członków Rady ceny ropy naftowej w kolejnych kwartałach powinny być jednak stabilne.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że utrzyma stopy

procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynnikiem niepewności dla przyszłych decyzji EBC jest kształtowanie się inflacji w części gospodarek strefy euro, w tym w krajach Europy Południowej. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Podkreślano, że istotnym czynnikiem wpływającym na decyzje Fed jest sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że stopniowe zacieśnianie warunków monetarnych przez Fed będzie oddziaływało w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i pogorszenia koniunktury na świecie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ zaostrzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na koniunkturę będzie ograniczany przez poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że dynamika PKB w IV kw. ub.r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału, przy czym zmieniła się struktura wzrostu. Wskazywano, że dalszemu wyraźnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło istotne ożywienie inwestycji. Podkreślano, że przyspieszenie wzrostu inwestycji dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Jednocześnie utrzymujący się wzrost popytu wewnętrznego przyczynił się do przyspieszenia wzrostu importu. Z kolei roczna dynamika eksportu – mimo nadal silnego popytu zewnętrznego – nieco się obniżyła, co częściowo wynikało z czynników kalendarzowych. Zaznaczano, że choć saldo wymiany towarowej z zagranicą nieco się pogorszyło, to saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało zbliżone do zera. Podkreślano, że także w gospodarce krajowej brak jest sygnałów narastania nierównowag.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że według marcowej projekcji dynamika PKB w bieżącym i przyszłym roku będzie wyższa niż oczekiwano w listopadzie. Wskazywano, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. pozostanie prawdopodobnie zbliżone do 5%, przy dalszym ożywieniu inwestycji sygnalizowanym przez silny wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz rosnącą produkcję maszyn i urządzeń w styczniu br. Podkreślano, że zgodnie z projekcją w całym 2018 r. wzrost inwestycji będzie szybszy niż w ub.r. Złoży się na to istotny przyrost inwestycji publicznych oraz oczekiwane – w warunkach korzystnych perspektyw popytu – przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inwestycje prywatne są kluczowe dla zwiększania produktywności i poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali, że mimo szybszego wzrostu inwestycji w 2018 r. wyniki projekcji wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB w latach 2018-2020. Ograniczająco na tempo wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać spowolnienie wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki oraz nieco niższa niż w 2017 r. dynamika konsumpcji prywatnej. Członkowie Rady wyrażali opinię, że czynnikami ryzyka dla prognozowanej dynamiki PKB są: sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki oraz kształtowanie się podaży pracy w kraju. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB w bieżącym roku może być niższa niż wskazuje projekcja. Wyrażali oni opinię, że tempo wzrostu gospodarczego może być obniżane przez spowolnienie eksportu i spadek rentowności sprzedaży zagranicznej związany z mocniejszym niż w ubiegłym roku kursem złotego.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost zatrudnienia w gospodarce w IV kw. ub.r. Część członków Rady podkreślała, że do spowolnienia wzrostu zatrudnienia przyczyniło się głównie pogłębienie

jego spadku w rolnictwie, przy nadal relatywnie wysokiej dynamice liczby pracujących w pozostałych sekcjach gospodarki. Członkowie ci zwracali także uwagę, że mimo sygnalizowanych przez firmy trudności ze znalezieniem pracowników wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 2017 r. był wysoki. Podkreślali oni, że na zdolność firm do zwiększania zatrudnienia i produkcji w warunkach deklarowanych problemów z podażą pracy wskazują także doświadczenia innych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Zwracano uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu w Polsce towarzyszy szybszy wzrost płac w gospodarce, choć dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń mogą – w opinii części członków Rady – sygnalizować stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost dynamiki płac może częściowo wynikać ze zwiększającego się odsetka zatrudnionych na podstawie stałych umów o pracę. Mimo wyższej dynamiki płac większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu wynagrodzeń, wskazywano na przewidzianą w projekcji stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że mimo oczekiwanej stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń dynamika jednostkowych kosztów pracy w latach 2018-2019 wzrośnie. Część członków Rady oceniła, że dynamika wynagrodzeń w kolejnych kwartałach może być wyższa od prognozowanej, szczególnie w przypadku pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Członkowie ci wyrażali opinię, że dynamikę wynagrodzeń może podwyższać rosnący popyt na pracę związany z oczekiwanym dalszym ożywieniem inwestycji. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w dłuższym okresie wzrost inwestycji będzie prowadził do wzrostu wydajności pracy, co będzie ograniczało presję inflacyjną.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych na początku 2018 r. obniżyła się, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska. W ostatnim okresie wyhamował także wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że ostatnie dane potwierdzają brak wpływu przyśpieszenia wzrostu płac na dynamikę cen. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali także, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według marcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 2,1%. W kolejnych latach ma stopniowo rosnąć: do 2,7% w 2019 r. i 3,0% w 2020 r. Większość członków Rady uznała, że wyniki marcowej projekcji wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych wynika w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja może być wyższa od prognozowanej. Według tych członków Rady do szybszego wzrostu cen może się przyczyniać wyższa od oczekiwanej dynamika płac oraz jej silniejsze – wobec zmniejszającej się zdolności firm do absorbowania rosnących kosztów płac bez zmiany cen ich produktów – przełożenie na inflację. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ wzrostu płac na procesy cenowe może pozostać ograniczony i – w efekcie – inflacja bazowa może być niższa od prognozowanej. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika cen w kolejnych latach będzie w dalszym ciągu ograniczana przez niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz wyraźnie słabszą niż w poprzednich latach prognozowaną dynamikę cen energii.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że bieżące dane oraz wyniki projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z projekcją – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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 11 kwietnia 2018 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Oceniano, że w strefie euro – mimo pewnego pogorszenia nastrojów w sektorze przedsiębiorstw – tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje relatywnie wysokie. Zaznaczano, że bieżące prognozy wskazują na utrzymanie się dynamiki PKB w 2018 r. na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego i na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. W Stanach Zjednoczonych – chociaż tempo wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. przejściowo się osłabiło – koniunktura jest nadal korzystna, a dynamika PKB w bieżącym roku będzie prawdopodobnie wyższa niż w 2017 r. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka zarówno dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak i dla koniunktury globalnej są efekty zmian w międzynarodowej polityce handlowej. Część członków Rady wyraziła jednak opinię, że obecnie trudno ocenić, jaka będzie skala wpływu zaostrzenia amerykańskiej polityki handlowej na globalną koniunkturę, w tym na sytuację gospodarczą poszczególnych krajów. Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach wzrost aktywności gospodarczej jest relatywnie stabilny.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, zaznaczano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, do czego przyczynia się wciąż słaba wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Wskazywano także na nadal niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach

światowych. Podkreślano, że mimo korzystnych warunków gospodarczych i poprawy perspektyw koniunktury inflacja w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje niska. Zwracano także uwagę, że Europejski Bank Centralny obniżył w ostatnim okresie prognozy inflacji i oczekuje, że dynamika cen w latach 2018-2019 będzie nadal niższa od celu inflacyjnego.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na nieznaczny wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Oceniano, że na ceny tego surowca wpływa zarówno bieżąca relacja podaży i popytu na ropę, jak i oczekiwania co do kształtowania się tej relacji w przyszłości. Zaznaczano, że do głównych czynników determinujących podaż ropy naftowej zalicza się porozumienie o ograniczeniu jej produkcji zawarte przez część krajów eksportujących ten surowiec oraz rosnące wydobywanie ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że na wielkość produkcji ropy z łupków w średnim okresie będą wpływały z jednej strony zmiany technologiczne obniżające koszt jej wydobycia, a z drugiej – zmniejszająca się skłonność amerykańskich producentów tego surowca do inwestycji. Zaznaczano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej oraz zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec ze strony Chin związane między innymi z ich polityką ograniczania zużycia węgla.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, podkreślano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Wskazywano, że choć na ostatnim posiedzeniu EBC zrezygnował z bezpośredniego sygnalizowania możliwości zwiększenia skali skupu aktywów, to nadal nie wyklucza, że wydłuży okres funkcjonowania tego programu.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że po długim okresie utrzymywania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie EBC w przyszłym roku może rozpocząć ich podwyżki. Zaznaczano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła w marcu stopy procentowe i kontynuuje stopniowe zmniejszanie sumy bilansowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że zacieśnianie warunków monetarnych przez Fed może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i pogorszenia koniunktury na świecie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że zaostrzaniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszy wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że dynamika PKB w I kw. br. prawdopodobnie utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Wskazywano, że obecnie wzrost gospodarczy jest wspierany przez dwa główne czynniki: popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyja zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie rosnące wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że choć głównym czynnikiem wzrostu aktywności inwestycyjnej są nadal inwestycje publiczne – w szczególności sektora jednostek samorządu terytorialnego – to w IV kw. ub.r. towarzyszył im wzrost nakładów brutto na środki trwałe sektora przedsiębiorstw.

Część członków Rady oceniała, że szybki wzrost produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach sygnalizuje utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce w I kw. br. Wskazywano, że ożywienie inwestycji – wraz z dalszym wzrostem konsumpcji – przyczyniło się do przyspieszenia

wzrostu importu. Jednocześnie dynamika eksportu – mimo pewnego obniżenia się w ostatnim okresie – pozostaje stosunkowo stabilna. Część członków Rady podkreślała, że napływające informacje sygnalizują, że tempo wzrostu gospodarczego w bieżącym roku może być wyższe, niż wcześniej oczekiwano. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w kolejnych latach może być obniżanie się rentowności firm, do którego mogą się przyczynić rosnące koszty pracy, przy ograniczonej – wobec silnej konkurencji w wielu branżach – możliwości podnoszenia cen przez firmy.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia. Część członków Rady zaznaczała, że chociaż dynamika zatrudnienia jest nieco niższa niż pod koniec ub.r., to liczba osób zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw w pierwszych miesiącach 2018 r. pozostaje relatywnie wysoka. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo iż liczba pracujących w całym sektorze przedsiębiorstw nadal wyraźnie rośnie, to w niektórych branżach możliwości zwiększania zatrudnienia są ograniczone. Wskazywano, że wzrost płac jest wyższy niż w poprzednich latach, jednak na początku br. nie nastąpiło jego dalsze przyspieszenie. Część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w styczniu i lutym br. było nieco niższe niż w IV kw. ub.r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń jest nadal wyższa od tempa wzrostu wydajności pracy, co przyczynia się do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac – po przejściowej stabilizacji – w kolejnych kwartałach może ponownie wzrosnąć. Czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu wynagrodzeń może być – w opinii tych członków Rady – ewentualne pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz rosnący

popyt na pracę związany z oczekiwanym dalszym ożywieniem inwestycji. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że prawdopodobieństwo wystąpienia silnej presji płacowej w sferze budżetowej jest niskie, ponieważ zatrudnieni w niej pracownicy przywiązują większą wagę do stabilności zatrudnienia niż do poziomu płac. Część członków Rady zwracała także uwagę, że w dłuższym okresie wzrost inwestycji będzie prawdopodobnie prowadził do zwiększenia wydajności pracy, co będzie ograniczało presję inflacyjną.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnim okresie osłabiła się i była niższa od oczekiwań. Część członków Rady podkreślała, że mimo utrzymującej się dobrej koniunktury i wyższego niż w poprzednich latach wzrostu płac obniżyła się też inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, a także dynamika cen usług. Zwracali oni również uwagę na zbliżoną do zera dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczali też, że wraz ze spadkiem dynamiki cen nieznacznie obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według aktualnych prognoz inflacja w bieżącym roku może być niższa od marcowej projekcji NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma nadal wynikać w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w bieżącym roku może być wyższa od prognozowanej w związku z oczekiwanym przez tych członków Rady przyspieszeniem wzrostu płac. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ wzrostu płac na procesy cenowe może pozostać ograniczony.

Zwracano uwagę, że obecna dynamika i struktura wzrostu gospodarczego nie przyczynia się do

narastania nierównowag w gospodarce. Wskazywano – obok braku silnej presji inflacyjnej – na utrzymującą się nadwyżkę w handlu zagranicznym i zbliżone do zera saldo na rachunku obrotów bieżących. Zaznaczano także, że roczne tempo wzrostu kredytu ogółem jest nadal niższe od dynamiki nominalnego PKB. Zwracano również uwagę na bardzo dobrą sytuację sektora finansów publicznych, w tym na obniżenie się jego deficytu i długu w relacji do PKB w 2017 r.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z prognozami – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych w kolejnych kwartałach wzrosło, a okres ich utrzymywania na niezmiennym poziomie może być dłuższy, niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci oceniali, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

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 16 maja 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rada omawiała wpływ sytuacji makroekonomicznej na świecie na polską politykę pieniężną. W dyskusji wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż tempo wzrostu PKB w największych gospodarkach rozwiniętych nieco osłabiło się na początku roku. W ocenie Rady osłabienie to wynikało najprawdopodobniej z oddziaływania czynników przejściowych.

Zwracano uwagę, że wzrost PKB w I kw. br. spowolnił w szczególności w strefie euro. Zaznaczano przy tym, że koniunktura pogorszyła się w Niemczech będących największym partnerem handlowym Polski. Przyczynił się do tego szereg czynników jednorazowych, takich jak strajki związane z negocjacjami płacowymi czy niekorzystne warunki pogodowe. Natomiast w kwietniu wskaźniki koniunktury w gospodarce niemieckiej ustabilizowały się. Członkowie Rady wskazywali, że w całej strefie euro dynamika PKB w 2018 r. powinna być zbliżona do ubiegłorocznej, natomiast w kolejnych latach wzrost gospodarczy będzie się stopniowo obniżać. Również w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, chociaż tempo wzrostu PKB w gospodarce amerykańskiej także obniżyło się w I kw. br. Zdaniem członków Rady było to – podobnie jak w strefie euro – prawdopodobnie związane z czynnikami przejściowymi. Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach dynamika PKB od kilku kwartałów kształtuje się na stosunkowo stabilnym poziomie. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej jest przede wszystkim niepewność

związana z polityką handlową Stanów Zjednoczonych i efektami napięć geopolitycznych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na dalszy wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Oceniano, że na ceny tego surowca wpływają zarówno napięcia geopolityczne, bieżąca relacja podaży i popytu na ropę, jak i zmiany kursu dolara. Zaznaczano, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia podaży ropy jest oczekiwane przedłużenie porozumienia o ograniczeniu jej produkcji przez część krajów eksportujących ropę (tzw. OPEC+). Z kolei dalszy wzrost produkcji z łupków w Stanach Zjednoczonych powinien zwiększyć podaż tego surowca. Jednocześnie wskazywano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na fakt, że w wielu krajach coraz większy nacisk na ochronę środowiska naturalnego przyczynia się do wzrostu kosztów produkcji lub transportu ropy.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo korzystnej globalnej koniunktury i wzrostu cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach, a także nadal niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych. W szczególności zwracano uwagę na ponowne obniżenie się inflacji w strefie euro, która – pomimo dobrej koniunktury w Europie i silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – wciąż pozostaje znacząco niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC.

W trakcie dyskusji podkreślano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Z kolei Rezerwa

Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę na obawy wyrażane przez niektórych członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Fed o zbyt silne spowolnienie amerykańskiej gospodarki w reakcji na dokonywane zacieśnianie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że zaostrzaniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszy wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że według szybkiego szacunku GUS dynamika PKB w I kw. br. wyniosła 5,1%. Wskazywano, że obecnie wzrost gospodarczy jest wspierany zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i ożywienie inwestycji. Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyjają rosnące zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe z kwartału na kwartał systematycznie rośnie, a dane o inwestycjach większych przedsiębiorstw wskazują, że w 2017 r. wyższe niż przed rokiem były zarówno nakłady na budynki i budowle, jak i na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia, a także na środki transportu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopa inwestycji jest wciąż niższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. Część członków Rady oceniała, że ważnym czynnikiem sprzyjającym dalszemu wzrostowi nakładów brutto na środki trwałe firm jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obecnej sytuacji koszt pozyskania pieniądza nie jest

głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się dynamiki inwestycji.

Oceniając perspektywy wzrostu PKB, podkreślano, że koniunktura w polskiej gospodarce pozostaje korzystna mimo nieco słabszych danych miesięcznych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w marcu. Jednocześnie zaznaczano, że w kolejnych latach należy oczekiwać nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w Polsce.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i utrzymywanie się stopy bezrobocia na historycznie niskim poziomie. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć wzrost płac jest wyższy niż w poprzednich latach, to tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń jest nadal wyższa od tempa wzrostu wydajności pracy, co przyczynia się do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac – po przejściowym obniżeniu – w kolejnych kwartałach może ponownie wzrosnąć. Ich zdaniem może się do tego przyczynić ewentualne pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz rosnące braki wykwalifikowanej siły roboczej. Inni członkowie Rady zaznaczali, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest umiarkowana. Wyrażali oni również opinię, że prawdopodobieństwo wystąpienia silnej presji płacowej w sferze budżetowej jest niskie, a planowane zmiany w prawie ułatwiające podejmowanie pracy przez obywateli Ukrainy w Polsce powinny sprzyjać dalszemu napływowi pracowników ze Wschodu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w kwietniu br. wzrosła do 1,6%, co było zgodne z oczekiwaniami. Część członków Rady podkreślała, że mimo dobrej koniunktury i wyższego niż w poprzednich latach wzrostu płac

umiarkowanej inflacji towarzyszy nadal niska inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci zwracali także uwagę na utrzymywanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu na bardzo niskim poziomie i to pomimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Wskazywano jednocześnie, że w obecnej sytuacji ceny benzyny rosną szybciej niż ceny ropy, na co pewien wpływ może mieć struktura rynku paliwowego w Polsce. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że w kierunku niższej dynamiki cen oddziałuje dokonująca się zmiana struktury handlu detalicznego polegająca na wzroście udziału sklepów dyskontowych i internetowych, co wzmacnia konkurencję cenową na tym rynku.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć, ale w całym roku będzie prawdopodobnie niższa od prognozowanej w marcowej projekcji NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma wynikać w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej, co – ich zdaniem – może świadczyć o bardziej trwałym wzroście presji inflacyjnej. Członkowie ci wracali także uwagę, że obecny wzrost płac przyczynia się do spadku marż, co może skutkować wzrostem cen w przyszłości. Inni członkowie Rady podkreślali, że inflacja bazowa kształtuje się nadal poniżej oczekiwań, a w ostatnim okresie obniżyła się także dynamika cen usług stanowiąca jej ważny komponent.

Odnosząc się do ryzyk dotyczących kształtowania się inflacji w przyszłości, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – oprócz możliwego ich zdaniem nasilenia się presji płacowej – czynnikiem niepewności jest szybkość i skala przenoszenia się wzrostu cen ropy naftowej na ceny nośników energii oraz wpływ wprowadzenia opłaty emisyjnej na ceny paliw.

Członkowie ci oceniali, że jeżeli związany z tym wzrost cen konsumpcyjnych będzie znaczący, to może to skutkować wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższenie inflacji w efekcie wzrostu cen ropy może mieć charakter przejściowy, a zatem nie powinno istotnie i trwale wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie część członków Rady zaznaczała, że najnowsza prognoza centralna inflacji w Polsce formułowana przez profesjonalnych prognostów wskazuje na brak ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie nadchodzących lat. Zwrócono także uwagę, że w ostatnim okresie nieznacznie obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z dostępnymi prognozami – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej

gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 czerwca 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Obniżenie dynamiki PKB w strefie euro w I kw. br. było częściowo efektem czynników jednorazowych, a perspektywy wzrostu w tej gospodarce pozostają korzystne. Według bieżących prognoz dynamika PKB w tej strefie w 2018 r. ma pozostać zbliżona do ubiegłorocznej i stopniowo obniżać się w kolejnych latach. Wskazywano, że czynnikami ryzyka dla realizacji takiego scenariusza są zmiany w polityce handlowej między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi oraz sytuacja polityczna we Włoszech. Część członków Rady oceniała jednak, że obecna sytuacja we Włoszech nie stwarza istotnego ryzyka dla koniunktury w strefie euro, choć może się przyczyniać do utrzymania podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych osłabienie aktywności

gospodarczej w I kw. br. było mniejsze niż oczekiwano i również miało charakter przejściowy. Według dostępnych prognoz w II kw. dynamika PKB prawdopodobnie wyraźnie wzrośnie, a w całym 2018 r. będzie wyższa niż w ubiegłym roku. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka zarówno dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak i dla koniunktury globalnej są – oprócz zmian w międzynarodowej polityce handlowej – także ewentualna silna korekta na amerykańskim rynku akcji. Wskazywano, że źródłem niepewności dla sytuacji gospodarczej na świecie jest też kształtowanie się cen ropy naftowej. Odnośnie do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej – mimo spadku w ostatnim okresie – są nadal wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Oceniano, że do obniżenia się cen tego surowca przyczyniła się sygnalizowana przez Arabię Saudyjską i Rosję możliwość zwiększenia produkcji ropy przez część krajów eksportujących ten surowiec (tzw. OPEC+). Z kolei ograniczająco na skalę spadku cen ropy oddziaływało zapowiadane przez Stany Zjednoczone wprowadzenie sankcji na import ropy z Iranu, a także niekorzystna sytuacja gospodarcza i polityczna w Wenezueli. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w takich warunkach ceny ropy w kolejnych miesiącach prawdopodobnie pozostaną relatywnie wysokie, choć nieco niższe niż obecnie.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej globalnej koniunktury i wyższych niż w ubiegłym roku cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC

utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że zacieśnienie warunków monetarnych przez Fed może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych, a także pogorszenia koniunktury na świecie.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że dynamika PKB w I kw. br. była zbliżona do obserwowanej w II połowie ub.r. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez poprawiającą się sytuację finansową gospodarstw domowych. Podkreślano, że w 2017 r. wyraźnie wzrosły realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a nierówności dochodowe zmniejszyły się. W efekcie konsumenci lepiej oceniają swoją sytuację materialną, a ich nastroje pozostają bardzo dobre. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że główną składową wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe pozostają inwestycje publiczne, natomiast aktywność inwestycyjna firm rośnie w umiarkowanym tempie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realizacja inwestycji publicznych może sprzyjać dalszemu ożywieniu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Członkowie ci zaznaczali też, że nie można wykluczyć, iż wraz ze zmianą struktury inwestycji realizowanych przez firmy – m.in. wskutek wzrostu udziału nakładów na wartości niematerialne i prawne – stopa inwestycji zapewniająca perspektywę szybkiego i trwałego

wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie może być obecnie niższa niż w przeszłości. Członkowie Rady zwracali uwagę na znaczny wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB w I kw. br. Zaznaczano, że zmiany tej kategorii są trudne do jednoznacznej interpretacji, choć prawdopodobnie wynikają z działań przedsiębiorstw nakierowanych na odbudowę zapasów w związku z oczekiwanym silnym popytem na ich produkty w kolejnych kwartałach. Nie można jednak wykluczyć, że do wzrostu zapasów przyczyniło się nagromadzenie niesprzedanych towarów wskutek osłabienia sprzedaży zagranicznej w I kw. Jednocześnie zaznaczano, że dynamika sprzedaży eksportowej w I kw. była wyraźnie niższa niż w poprzednich kwartałach, co było prawdopodobnie związane ze spowolnieniem aktywności gospodarczej w strefie euro.

Oceniając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego, podkreślano, że według aktualnych prognoz w bieżącym roku dynamika PKB pozostanie relatywnie wysoka. Natomiast w kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego może się nieznacznie obniżyć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w krótkim okresie perspektywy koniunktury są obecnie lepsze, niż wynikało z marcowej projekcji NBP. Podkreślano, że źródłem ryzyka dla przyszłej dynamiki PKB jest głównie sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia w I kw. br. Podkreślano, że w takich warunkach część przedsiębiorstw deklaruje problemy ze znalezieniem pracowników. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w ostatnim okresie udział firm z nieobsadzonymi stanowiskami pracy ustabilizował się, a liczba przedsiębiorstw, dla których problemy kadrowe stanowią barierę rozwoju, obniżyła się. Zdaniem tych członków Rady może to wynikać z dostosowywania się firm do funkcjonowania w trudniejszych warunkach

na rynku pracy, m.in. poprzez zatrudnianie obcokrajowców. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady podkreśliła jednak, że według danych z gospodarki narodowej dynamika płac w I kw. br. nieco się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac w dalszej części roku prawdopodobnie ponownie wzrośnie, do czego może się przyczynić – obok ograniczonej podaży wykwalifikowanej siły roboczej – także możliwe pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Z kolei inni członkowie Rady zwracali uwagę, że średnie wynagrodzenie w tym sektorze w latach 2010-2017 rosło przeciętnie w tempie bliskim dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw i obecnie płace w obu sektorach kształtują się na zbliżonym poziomie. Wskazywano, że wzrost płac w sferze budżetowej mógł wynikać m.in. z podwyżek wynagrodzeń osób najmniej zarabiających oraz osób zatrudnionych na podstawie umów cywilnoprawnych. Część członków Rady była zdania, że wzrost wynagrodzeń w kolejnych kwartałach nie powinien istotnie przyspieszyć i zaznaczała, że dostępne prognozy wskazują na jego stabilizację na poziomie zbliżonym do 7%.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w maju br. wzrosła do 1,7%, czyli była niższa od oczekiwań. Część członków Rady podkreślała, że inflacja pozostaje umiarkowana mimo istotnego wzrostu cen paliw. W ocenie tych członków Rady wynika to z nadal słabej wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje utrzymywanie się niskiej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii oraz spadek dynamiki cen usług.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że ze względu na wcześniejszy wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewne osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady

oceniali, że przekładanie się wyższych cen ropy – poprzez rosnące koszty transportu – na ceny produktów konsumpcyjnych może oznaczać, że inflacja w perspektywie kilku miesięcy może być już wyższa od aktualnych prognoz. Członkowie ci wyrażali także opinię, że czynnikiem mogącym przyczyniać się do wyraźniejszego wzrostu cen w przyszłości może być obecny wzrost płac obniżający rentowność przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że według aktualnych prognoz inflacja bazowa będzie rosła wolniej, niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci zaznaczali także, że marże przedsiębiorstw na sprzedaży obniżyły się tylko nieznacznie, a ich ewentualna odbudowa będzie – według deklaracji firm – jedynie w ograniczonym stopniu dokonywana przez podwyżki cen.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie. Według niektórych członków Rady wskazuje to na brak nadmiernego popytu na finansowanie zewnętrzne ze strony podmiotów gospodarczych. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wzrost kredytu może być ograniczany przez zmniejszającą się skłonność banków do zwiększania akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z dostępnymi prognozami – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 10-11 lipca 2018 r.

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

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. W strefie euro napływające dane wskazują na nadal korzystną sytuację gospodarczą, mimo nieco wolniejszego niż w

2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Także w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, a napływające dane sugerują, że wzrost gospodarczy w II kw. br. przyspieszył. Z kolei w Chinach od kilku kwartałów wzrost aktywności gospodarczej utrzymuje się na stabilnym poziomie.

Mimo korzystnej globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz spadek cen części surowców rolnych. Jednocześnie w kierunku wzrostu wskaźników inflacji oddziałują wyraźnie wyższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiedział zmniejszenie skali skupu od października br. i zakończenie tego programu z końcem 2018 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła w czerwcu stopy procentowe i kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

W Polsce utrzymuje się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu prawdopodobnie dalsze ożywienie inwestycji.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Nieco wyższy niż w poprzednich miesiącach roczny wskaźnik CPI jest efektem wzrostu cen paliw. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie

z lipcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,5–2,1% w 2018 r. (wobec 1,6–2,5% w projekcji z marca 2018 r.), 1,9–3,5% w 2019 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 1,7–3,9% w 2020 r. (wobec 1,9–4,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,0–5,2% w 2018 r. (wobec 3,5–5,0% w projekcji z marca 2018 r.), 2,8–4,7% w 2019 r. (wobec 2,8–4,8%) oraz 2,4–4,3% w 2020 r. (wobec 2,6–4,6%).

W ocenie Rady bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Zgodnie z wynikami projekcji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2018 r.*

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych (DAE) 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 DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴². 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. 2018 r. do IV kw. 2020 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2018 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2018 r.

⁴² Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

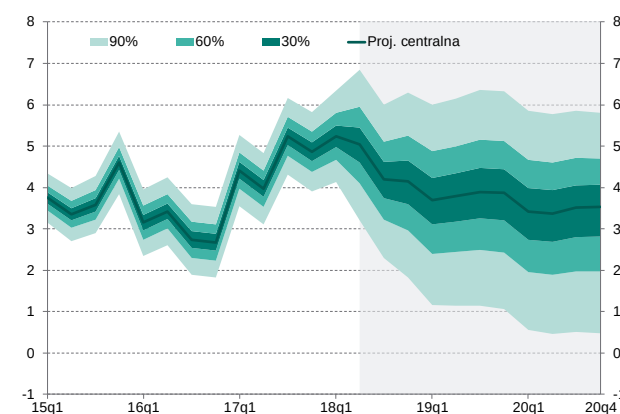
4.1 Synteza

W I połowie 2018 r. gospodarka polska nadal znajdowała się w fazie ekspansji, a dynamika PKB ustabilizowała się na wysokim, zbliżonym do 5% r/r, poziomie, przy utrzymującym się relatywnie szybkim wzroście popytu konsumpcyjnego. Wyraźnie przyspieszyła dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Głównym źródłem wzrostu tej kategorii pozostał sektor instytucji rządowych i samorządowych, przy wciąż niskiej stopie inwestycji przedsiębiorstw.

W horyzoncie projekcji dynamika krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać. Ważnym czynnikiem wzrostu popytu krajowego pozostanie spożycie prywatne, do czego przyczyni się utrzymująca się poprawa sytuacji na rynku pracy, pozytywnie oddziałująca na dochody do dyspozycji i nastroje gospodarstw domowych. W latach 2019-2020 nastąpi dalsze zwiększenie roli inwestycji we wzroście gospodarczym, związane z potrzebą odbudowy potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz rosnącą absorpcją funduszy strukturalnych UE z bieżącej perspektywy finansowej 2014-2020. Korzystnie na popyt krajowy oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu. Ograniczeniem dla wzrostu gospodarczego będzie natomiast prognozowane w latach 2018-2020 obniżenie dynamiki PKB w strefie euro.

Inflacja bazowa, mimo wyraźnego ożywienia koniunktury w polskiej gospodarce, ukształtowała się w okresie marzec - maj br. poniżej oczekiwań z projekcji marcowej, na co w znacznej części miały wpływ czynniki o charakterze jednorazowym. Do relatywnie wolnego wzrostu inflacji w obecnym cyklu koniunkturalnym w istotnym stopniu przyczynia się wysoka konkurencja na rynku krajowym i mniejsza niż w przeszłości wrażliwość tempa zmian cen na wahania aktywności gospodarczej. Ma to związek

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

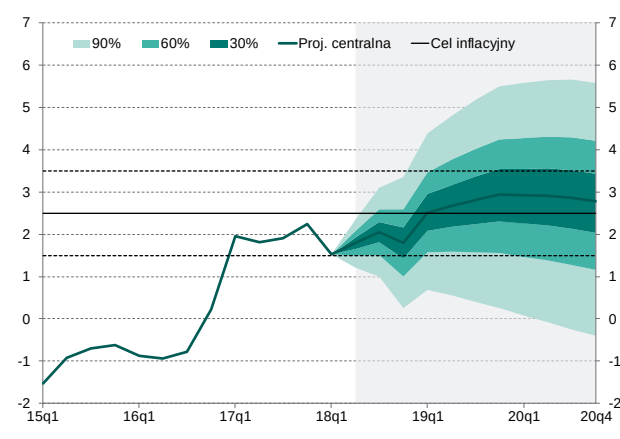
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji, a dodatkowo dla dynamiki PKB występuje niepewność danych historycznych związana z możliwą rewizją szacunków GUS. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

z postępującym procesem globalizacji oraz rosnącym zakresem i popularnością usług świadczonych drogą elektroniczną.

W horyzoncie projekcji inflacja CPI wzrośnie na skutek – oddziałującego z opóźnieniem – wzrostu presji popytowej i kosztowej w polskiej gospodarce. Przy przyjętym w projekcji założeniu o braku zmian stóp procentowych NBP inflacja cen konsumenta w latach 2019-2020 nieznacznie przekroczy poziom 2,5%. Koszty przedsiębiorstw zwiększać będzie utrzymująca się w horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie dynamika wynagrodzeń, przewyższająca w ujęciu realnym wzrost wydajności pracy. W kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać również zwiększona presja popytowa, co znajduje wyraz w utrzymującej się na dodatnim poziomie luce popytowej w latach 2018-2020. Inflację w Polsce będzie ograniczać natomiast umiarkowana inflacja za granicą.

Na oczekiwany kształt scenariusza projekcyjnego istotny wpływ będzie miała przyszła koniunktura w gospodarce światowej. Do potencjalnych czynników niepewności należy zaostrzenie obecnych sporów handlowych i dalszy rozwój protekcjonizmu w handlu światowym oraz ryzyko związane z możliwym wystąpieniem kryzysu zadłużeniowego we Włoszech. Ryzykiem dla krajowej inflacji, oprócz poziomu aktywności gospodarczej za granicą, jest także kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Materializacja wskazanych ryzyk wpłynęłaby na niższy niż w scenariuszu centralnym przebieg ścieżki dynamiki PKB przy symetrycznym rozkładzie niepewności dla inflacji CPI, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

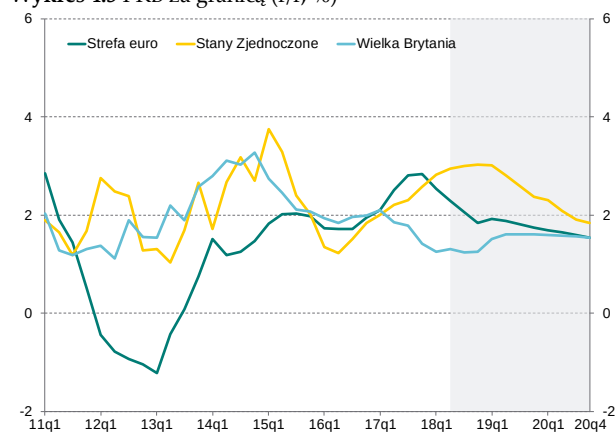
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

W bieżącej projekcji przyjęto, podobnie jak w rundzie marcowej, że ożywienie gospodarcze w strefie euro utrzyma się w horyzoncie prognozy, jednak jego skala będzie się stopniowo zmniejszać (Wykres 4.3, Tabela 4.1). Do obniżenia aktywności gospodarczej przyczyni się malejący popyt zewnętrzny związany ze spowolnieniem w handlu światowym, a także utrzymujące się bariery podażowe na rynku pracy i niski wzrost produktywności. Skalę spowolnienia wzrostu PKB w strefie euro łagodzić będzie ekspansywna polityka fiskalna prowadzona przez rząd niemiecki, obejmująca oprócz redukcji obciążeń podatkowych i wyższych świadczeń społecznych, wyraźny wzrost inwestycji publicznych⁴³.

Korzystniej niż w strefie euro kształtować się będzie w latach 2018-2020 aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. Obserwowana od 2017 r. stopniowa odbudowa inwestycji prywatnych wpłynęła pozytywnie na wydajność pracy, która w ub.r. wzrosła po długim okresie spadków. Dodatkowym pozytywnym impulsem dla inwestycji i konsumpcji w latach 2018-2019 będzie wprowadzona przez administrację amerykańską reforma podatkowa zmniejszająca obciążenia fiskalne przedsiębiorców i gospodarstw domowych. Pomimo oczekiwanego dalszego wzrostu wydajności pracy dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w strefie euro, będzie stopniowo obniżać się w horyzoncie projekcji, do czego przyczyni się osiągnięcie przez tę gospodarkę stanu pełnego zatrudnienia.

Na tle wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii będzie kształtowała się

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

	2018	2019	2020
PKB w strefie euro (r/r, %)			
VII 2018	2,2	1,8	1,6
III 2018	2,3	1,8	1,5
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
VII 2018	2,9	2,7	2,0
III 2018	2,6	2,5	2,0
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
VII 2018	1,3	1,6	1,6
III 2018	1,7	1,6	1,6

Źródło: obliczenia NBP.

⁴³ Ostateczne zapisy umowy koalicyjnej pomiędzy CDU, CSU i SPD zakładają, że w latach 2018-2021 nastąpi zwiększenie wydatków publicznych oraz ograniczenie obciążeń podatkowych o łącznej skali około 1,8% PKB. Środki te zostaną przeznaczone na wzrost świadczeń emerytalnych i rodzinnych, zmniejszenie podatku solidarnościowego na rozwój terenów byłej NRD, zniesienie podatku od dochodów kapitałowych i waloryzację progów podatkowych, a także na politykę regionalną, budownictwo społeczne, edukację i badania oraz cyfryzację kraju.

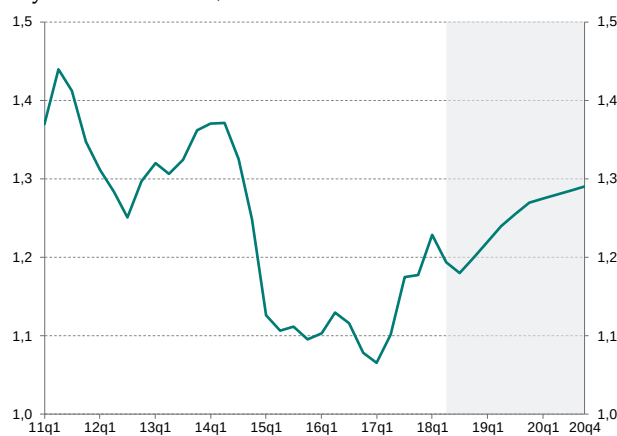
w najbliższych latach na relatywnie niskim poziomie, w dużym stopniu pod wpływem niepewności związanej z warunkami opuszczenia przez ten kraj Unii Europejskiej.

Przyjęte założenia dotyczące koniunktury u najważniejszych partnerów handlowych Polski obciążone są niepewnością, z przewagą ryzyka wolniejszego wzrostu. Do potencjalnych czynników niepewności należy zaostrzenie obecnych sporów handlowych i dalszy rozwój protekcjonizmu w handlu światowym. Ewentualna eskalacja działań odwetowych pomiędzy USA a Europą, Kanadą i Chinami mogłaby doprowadzić do istotnych zaburzeń w handlu światowym, napięć na rynkach finansowych oraz głębszego spowolnienia gospodarczego w otoczeniu Polski. Dodatkowym czynnikiem ryzyka w dłuższym horyzoncie projekcji jest możliwość wystąpienia kryzysu zadłużeniowego we Włoszech. Istotny wzrost kosztów obsługi długu publicznego, w połączeniu ze słabościami strukturalnymi sektora bankowego, mógłby zaburzyć stabilność makroekonomiczną i finansową włoskiej gospodarki, stanowiąc istotne ryzyko dla pozostałych krajów strefy euro.

W lipcowej projekcji przyjęto, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, że proces deprecjacji dolara względem euro obserwowany w 2017 r. będzie kontynuowany również w kolejnych latach (Wykres 4.4). Osłabienie dolara będzie odzwierciedlać relatywnie większe ryzyko narastania nierównowag w gospodarce amerykańskiej. Jednocześnie niższa aktywność gospodarcza w strefie euro oraz szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną będą ograniczać skalę tego osłabienia (Wykres 4.5).

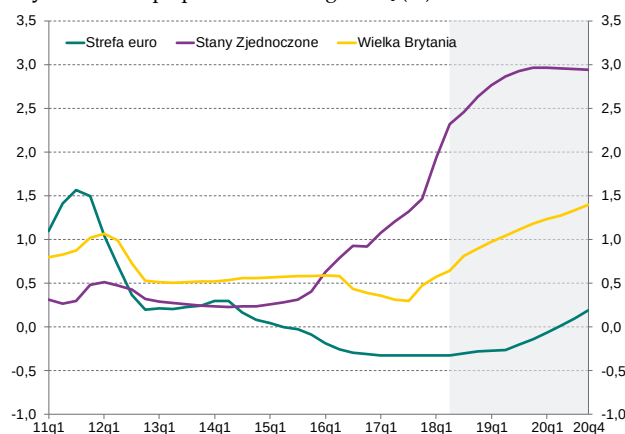
Ze względu na wzrost notowań cen ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego, indeks cen surowców energetycznych w II kw. br. ukształtował się na poziomie wyższym niż

Wykres 4.4 Kurs EUR/USD



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.5 Stopa procentowa za granicą (%)



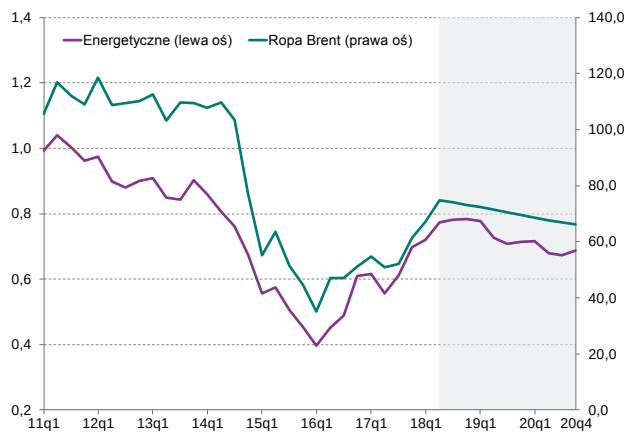
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

w poprzedniej rundzie progностycznej. W horyzoncie bieżącej prognozy oczekiwany jest stopniowy spadek cen tych surowców, ale pozostaną one powyżej poziomu przyjętego w projekcji marcowej.

Obserwowany od połowy 2017 r. wzrost cen ropy naftowej stanowił odzwierciedlenie spadku światowych zapasów tego surowca. Do obniżenia zapasów przyczyniły się w największym stopniu ograniczenie produkcji wprowadzone przez OPEC w porozumieniu z Rosją i innymi eksporterami ropy, a także zmniejszenie wydobycia w Wenezueli na skutek niestabilnej sytuacji politycznej i gospodarczej w tym państwie. W tym samym kierunku oddziaływał szybko rosnący popyt globalny na ten surowiec, w szczególności ze strony państw azjatyckich oraz USA. W br. ceny ropy pozostawały też pod silnym wpływem czynników o charakterze politycznym. Najważniejsze z nich to: zapowiedzi o przedłużeniu porozumienia OPEC z producentami ropy spoza kartelu, obawy o dostawę tego surowca z Bliskiego Wschodu w związku z konfliktem zbrojnym w Syrii oraz zerwanie przez Stany Zjednoczone porozumienia nuklearnego z Iranem. W rezultacie zarówno w II kw. br., jak i w dalszym horyzoncie prognozy, notowania ropy naftowej kształtują się powyżej założeń przyjętych w projekcji marcowej. Ceny tego surowca będą przy tym do końca 2020 r. stopniowo obniżać się względem obecnego podwyższonego poziomu (Wykres 4.6), czemu będzie sprzyjać dalszy wzrost wydobycia w Stanach Zjednoczonych. Podobny kształt ma założona w projekcji ścieżka cen gazu ziemnego, co w znacznym stopniu wynika z silnej współzmienności cen obu surowców.

W II kw. 2018 r. nastąpił wyraźny wzrost cen węgla kamiennego związany w dużej mierze z celowym ograniczeniem produkcji tego surowca w Chinach. Ograniczenie to wynikało z dążenia chińskiej administracji do stopniowej marginalizacji najbardziej szkodliwych dla

Wykres 4.6 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych i cena ropy naftowej Brent (USD/b)



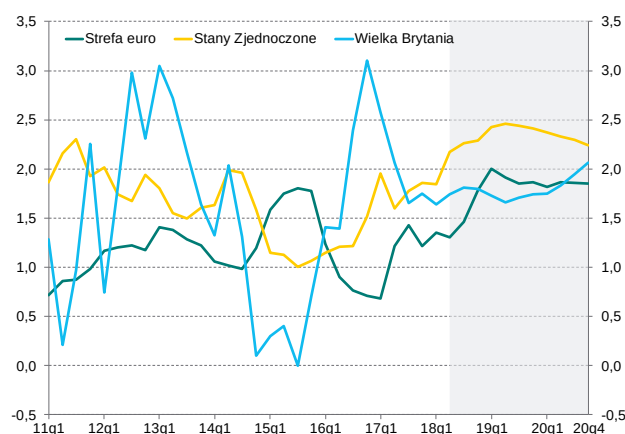
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

środowiska działów przemysłu. Jednocześnie, podobnie jak w przypadku ropy naftowej, do wzrostu cen węgla przyczynił się rosnący popyt na ten surowiec ze strony szybko rozwijających się gospodarek azjatyckich. W horyzoncie projekcji ceny węgla będą się stopniowo obniżać pod wpływem pogarszających się perspektyw w handlu światowym oraz polityki klimatycznej prowadzonej przez kraje rozwinięte, zakładającej ograniczenia zużycia węgla jako źródła energii.

Po znaczącym spadku obserwowanym w 2017 r., wartość indeksu cen surowców rolnych w pierwszej połowie br. wzrosła i ukształtowała się powyżej oczekiwań z projekcji marcowej, wciąż jednak relatywnie nisko na tle ostatnich lat. W kierunku wyższych cen surowców w 2018 r. oddziałuje niższa niż w ub.r. podaż pszenicy, kakao i masła. Wzrost notowań tych towarów jest jednak najprawdopodobniej przejściowy i w latach 2019-2020 łączny indeks cen surowców rolnych ustabilizuje się, czemu sprzyjać będą bezpieczne poziomy światowych zapasów i relatywnie niskie koszty produkcji.

Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski inflacja nieznacznie wzrośnie, utrzymując się jednak na umiarkowanym poziomie (Wykres 4.7). W strefie euro w najbliższych latach dynamikę cen podniosą rosnące marże przedsiębiorstw oraz przyspieszenie wzrostu płac. W porównaniu do tej gospodarki, w Stanach Zjednoczonych inflacja ukształtuje się na nieco wyższym poziomie, na co wpłynie deprecjacja dolara i osiągnięcie przez amerykański rynek pracy stanu pełnego zatrudnienia. Czynnikiem ograniczającym prognozowany wzrost cen w amerykańskiej gospodarce będzie natomiast rosnąca wydajność pracy. W Wielkiej Brytanii inflacja utrzyma się w horyzoncie projekcji na umiarkowanym poziomie, nie przekraczając wartości z przełomu lat 2016-2017, gdy dynamikę cen konsumenta podwyższyło osłabienie funta.

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



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

4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020

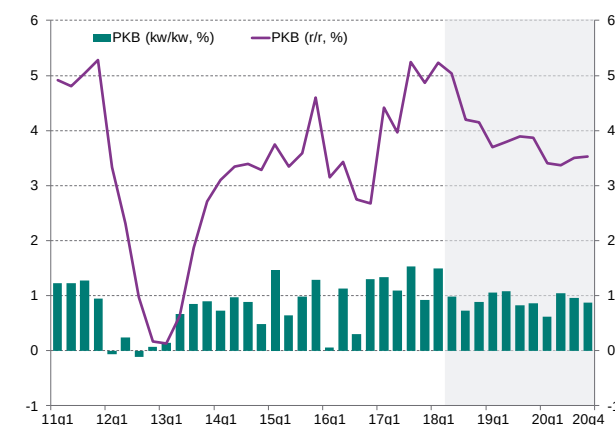
W ślad za osłabieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro, w horyzoncie projekcji również dynamika krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać z wysokiego poziomu odnotowanego na przełomie 2017 i 2018 r. (Wykres 4.8). Choć główną składową wzrostu PKB pozostanie spożycie gospodarstw domowych, to w latach 2018-2019 nastąpi wzrost udziału inwestycji w PKB, związany z potrzebą odbudowy potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz napływem środków z budżetu UE (Wykres 4.9).

W horyzoncie projekcji wskaźnik inflacji CPI wzrośnie i w latach 2019-2020 ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5% (Wykres 4.10). Złoży się na to – oddziałujący z opóźnieniem – wzrost presji popytowej i kosztowej w polskiej gospodarce. Odzwierciedleniem zwiększonej presji popytowej będzie utrzymująca się w horyzoncie projekcji dodatnia luka popytowa. Jednocześnie problemy przedsiębiorstw związane z niedostateczną podażą pracy będą przyczyniać się do wzrostu jednostkowych kosztów pracy (Wykres 4.10).

Popyt krajowy

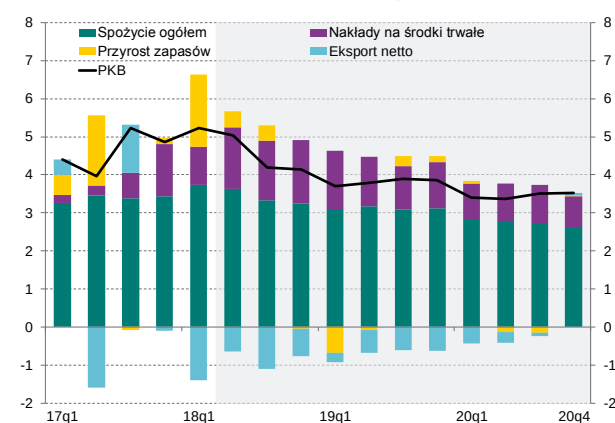
Przy rekordowym poziomie optymizmu gospodarstw domowych⁴⁴, w najbliższych latach spożycie prywatne pozostanie głównym źródłem wzrostu gospodarczego (Wykres 4.9, Wykres 4.11). Relatywnie wysokiej konsumpcji będzie sprzyjać korzystny z punktu widzenia pracowników rozwój sytuacji na rynku pracy. W horyzoncie projekcji oczekiwany jest bowiem dalszy spadek stopy bezrobocia oraz utrzymanie się względnie wysokiej dynamiki wynagrodzeń. Do wzrostu spożycia gospodarstw domowych przyczyniać się będzie również niski poziom stóp

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁴ Koniunktura konsumencka. Maj 2018 r., GUS, maj 2018 r.

procentowych obniżający koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem.

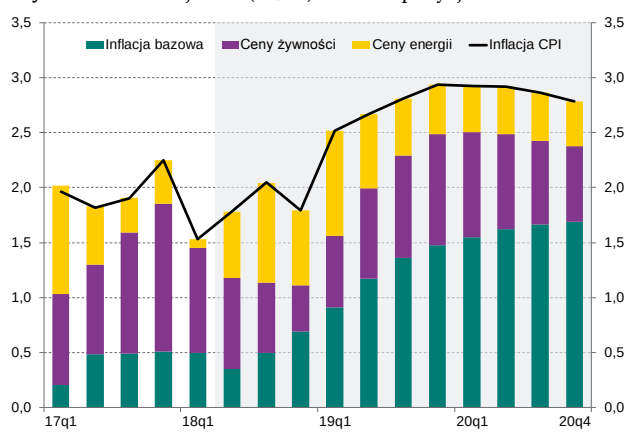
Jednocześnie program „Rodzina 500 plus”, który w latach 2016-2017 podwyższał dynamikę konsumpcji, w br. będzie miał już jedynie niewielki wpływ na tempo jej wzrostu. Dodatkowo rosnąca inflacja będzie ograniczać wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych. Uwzględniając te uwarunkowania tempo wzrostu konsumpcji w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo obniżać z bieżącego wysokiego poziomu.

W bieżącym roku dynamika inwestycji osiągnie swoje maksimum w obecnym cyklu, a głównym źródłem wzrostu nakładów pozostanie sektor instytucji rządowych i samorządowych (Wykres 4.12). W kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe obniży się, przy rosnącym udziale inwestycji przedsiębiorstw i malejącym – inwestycji mieszkaniowych.

Wysoka dynamika inwestycji publicznych w 2017 r. i na początku 2018 r. związana była przede wszystkim ze wzrostem nakładów jednostek samorządu terytorialnego współfinansowanych środkami unijnymi. Dane Ministerstwa Rozwoju⁴⁵ o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych wskazują, że w najbliższych kwartałach można oczekiwać dalszego silnego wzrostu wydatków majątkowych sektora finansów publicznych (Wykres 4.13). W latach 2019-2020 roczny przyrost transferów z UE będzie już niższy niż zakładany w 2018 r., co przełoży się na obniżenie tempa wzrostu inwestycji publicznych.

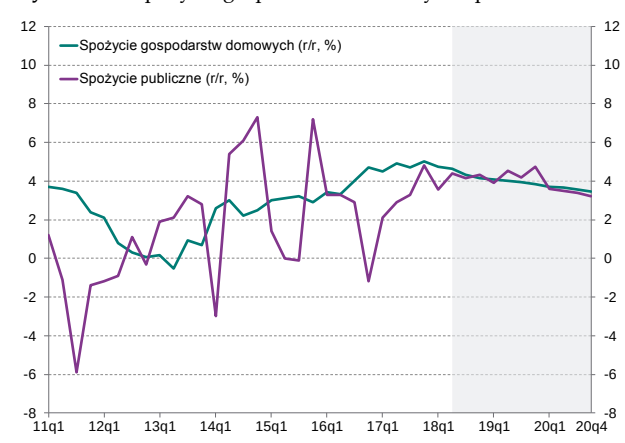
Zarówno dane ze sprawozdań finansowych firm (F-01/I-01), jak i z rachunków narodowych

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

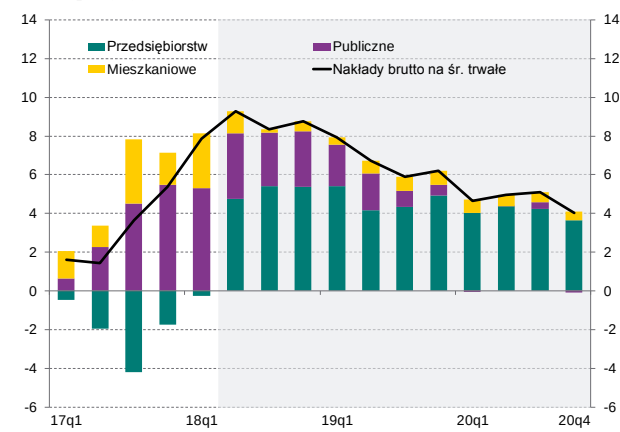
⁴⁵ Lista projektów realizowanych z funduszy europejskich w Polsce w latach 2014-2020, Ministerstwo Rozwoju, <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/projekty/lista-projektow/lista-projektow-realizowanych-z-funduszy-europejskich-w-polsce-w-latach-2014-2020/>.

wskazują, że przedsiębiorstwa umiarkowanie zwiększają akcję inwestycyjną (Wykres 4.12).

Bieżąca stopa inwestycji tych podmiotów pozostaje bowiem relatywnie niska pomimo bardzo wysokiego poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych (raportowanego zarówno w badaniach NBP, jak i GUS). Największy wkład do wzrostu nakładów ma przy tym branża transportowa. W szczególności inwestycje zwiększały działające w niej firmy z przeważającym udziałem własności publicznej, wykorzystujące w swojej działalności fundusze unijne. Skalę inwestycji w niektórych sektorach ogranicza przy tym narastający niedobór siły roboczej. Odsetek przedsiębiorstw, które deklarują posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy znajduje się na wysokim poziomie, a problem ten zgłaszają zwłaszcza przedsiębiorstwa podejmujące inwestycje zwiększające potencjał produkcyjny⁴⁶. Dodatkowo możliwość zastępowania pracy kapitałem wydaje się być – przynajmniej w krótkim horyzoncie – postrzegana przez przedsiębiorstwa jako ograniczona. W szczególności w sektorze przetwórstwa przemysłowego odsetek firm wskazujących niedobór parku maszynowego jako barierę działalności zbliża się do historycznego minimum, przy jednocześnie bardzo wysokim odsetku firm zgłaszających problemy ze znalezieniem odpowiednich pracowników⁴⁷.

Wobec korzystnych uwarunkowań popytowych, w najbliższych kwartałach można jednak oczekiwać rozpoczęcia procesu odbudowy inwestycji przedsiębiorstw. Wskazują na to badania ankietowe NBP⁴⁸, według których wyraźnie wzrasta skłonność firm do podejmowania nowych inwestycji. Jednocześnie duża grupa badanych inwestorów planuje rozszerzenie skali już realizowanych projektów

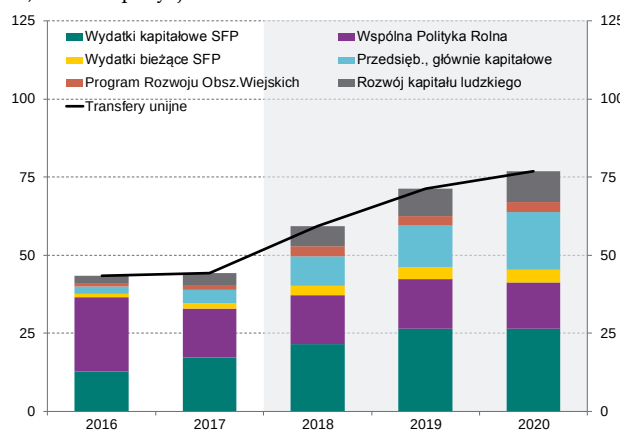
Wykres 4.12 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na brak dostępności zgodnych z rachunkami narodowymi szeregów inwestycji mieszkaniowych (jak również i innych komponentów) wyrażonych w cenach stałych na potrzeby „Projekcji inflacji i PKB” DAE NBP przygotowuje własne szacunki tej kategorii. Szacunki te bazują na zestawie wskaźników dotyczących sytuacji w budownictwie mieszkaniowym. Przedstawione na wykresie inwestycje przedsiębiorstw zdefiniowane są natomiast jako niemieszkaniowe inwestycje poza sektorem instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem oprócz nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych także inwestycje instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, niemieszkaniowe inwestycje gospodarstw domowych oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych. Na potrzeby „Projekcji inflacji i PKB” inwestycje przedsiębiorstw obliczane są rezydualnie uwzględniając szeregi inwestycji ogółem, dane dotyczące inwestycji sektora finansów publicznych oraz własne szacunki inwestycji mieszkaniowych.

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



Źródło: obliczenia NBP.

⁴⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

⁴⁷ Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach 2000-2018 – maj 2018, GUS, maj 2018 r.

⁴⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

inwestycyjnych. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem lub w ramach leasingu ułatwiać będzie historycznie niski poziom stóp procentowych, choć nadal głównym źródłem finansowania inwestycji przedsiębiorstw pozostają środki własne⁴⁹. W dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw osłabnie w ślad za obniżeniem dynamiki popytu wewnętrznego i zewnętrznego oraz wolniejszym tempem wzrostu absorpcji funduszy UE.

Dynamikę nakładów inwestycyjnych w gospodarce narodowej w całym horyzoncie projekcji zwiększać będą wydatki gospodarstw domowych na inwestycje mieszkaniowe. Rynek mieszkaniowy w dalszym ciągu znajduje się w fazie ekspansji, przy czym dotychczas rosnący popyt jest w dużym stopniu równoważony wysoką podażą mieszkań ograniczającą wzrost cen. Jednocześnie finansowanie transakcji nadal odbywa się ze znacznym udziałem własnych środków gospodarstw domowych⁵⁰.

W horyzoncie projekcji dynamika inwestycji mieszkaniowych stopniowo obniży się, wraz ze spadkiem tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, i będzie się kształtować na poziomie zbliżonym do dynamiki PKB. Od strony podażowej inwestycje mieszkaniowe ograniczać będzie niedobór pracowników w budownictwie, rosnące ceny materiałów oraz terenów budowlanych, do czego przyczynią się m.in. bardziej restrykcyjne zasady obrotu nieruchomościami Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa.

W projekcji przyjęto, że dynamika spożycia publicznego w 2018 r. ukształtuje się na poziomie niższym niż oczekiwane tempo wzrostu PKB.

⁴⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r. Według wyników tych badań nowo rozpoczynane inwestycje najczęściej są finansowane z własnych środków (51,9% inwestorów), a dwukrotnie rzadziej z wykorzystaniem kredytów bankowych.

⁵⁰ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2017 r., NBP, marzec 2018 r.

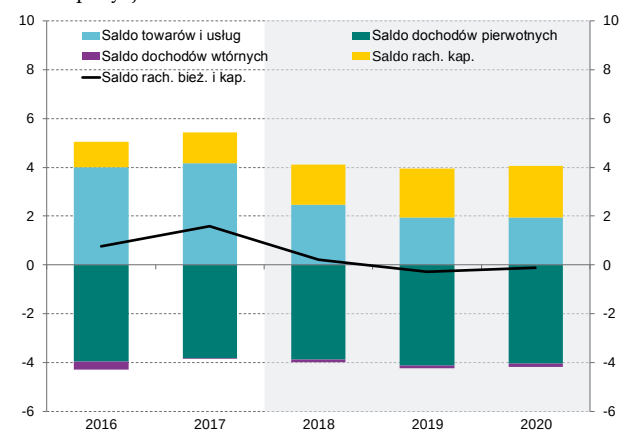
Założenie to wynika z zapisów *Ustawy budżetowej na rok 2018*, które przewidują relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz wydatków na dotacje celowe finansujące wydatki bieżące innych jednostek sektora. W szczególności, w bieżącym roku planowane jest utrzymanie zamrożenia funduszu płac części pracowników sektora publicznego. W latach 2019-2020 ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczania wydatków sektora finansów publicznych w tym okresie, przyjęto tempo wzrostu tych wydatków spójne z neutralną polityką fiskalną.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W 2017 r. saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ukształtowało się na dodatnim poziomie 1,6% PKB, do czego przyczyniła się w największym stopniu rekordowo wysoka nadwyżka w obrotach towarowych i usługach (Wykres 4.14). Uzyskaniu wysokiej nadwyżki handlowej sprzyjał rosnący popyt zewnętrzny związany z przyspieszeniem tempa wzrostu światowego PKB oraz utrzymująca się korzystna relacja cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15). W ubiegłym roku odnotowano również poprawę dodatniego salda na rachunku kapitałowym obejmującym znaczną część funduszy z UE. Nadwyżkę na łącznym rachunku bieżącym i kapitałowym obniżał natomiast utrzymujący się wysoki deficyt dochodów pierwotnych. Na deficyt ten złożyły się wyższe dochody inwestorów zagranicznych z inwestycji w Polsce w porównaniu z dochodami polskich inwestorów z inwestycji za granicą, wynikające zarówno z większej wartości zainwestowanego przez nich kapitału, jak i jego wyższej dochodowości.

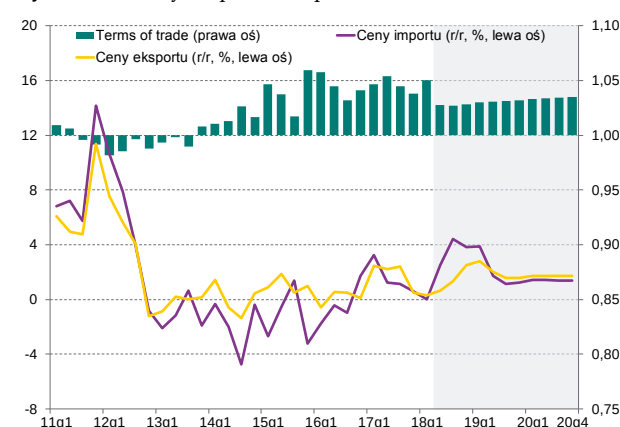
W latach 2018-2020 w ślad za obniżeniem się nadwyżki w obrotach handlowych oczekiwany jest spadek łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego, które średnio w latach 2018-2020 ukształtuje się na nieznacznie ujemnym poziomie

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



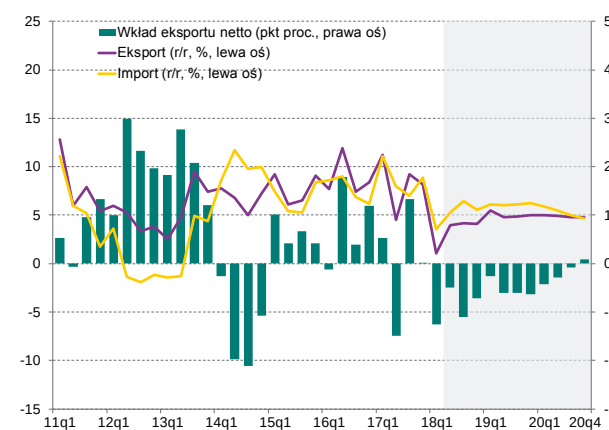
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

(Wykres 4.14). Do zmniejszenia się nadwyżki handlowej przyczyni się oczekiwana wyższa dynamika wolumenu importu niż eksportu (Wykres 4.16). Na przyszłą ścieżkę eksportu będzie wpływać w szczególności obniżające się tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej. Jednocześnie relatywnie wyższa dynamika importu będzie się wiązać ze wzrostem popytu inwestycyjnego w polskiej gospodarce, w tym nakładów przedsiębiorstw charakteryzujących się stosunkowo wysoką importochłonnością. Do spadku nadwyżki handlowej przyczyni się również mniej korzystna relacja cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.15), związana przede wszystkim ze wzrostem cen surowców energetycznych na rynkach światowych. W kierunku pogorszenia salda rachunku bieżącego i kapitałowego oddziaływać będą także rosnące wynagrodzenia imigrantów (głównie obywateli Ukrainy) krótkookresowo pracujących w Polsce. Spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego w latach 2018-2020 będzie w części neutralizowany przez wzrost nadwyżki na rachunku kapitałowym związany z rosnącym napływem środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

Produkt potencjalny

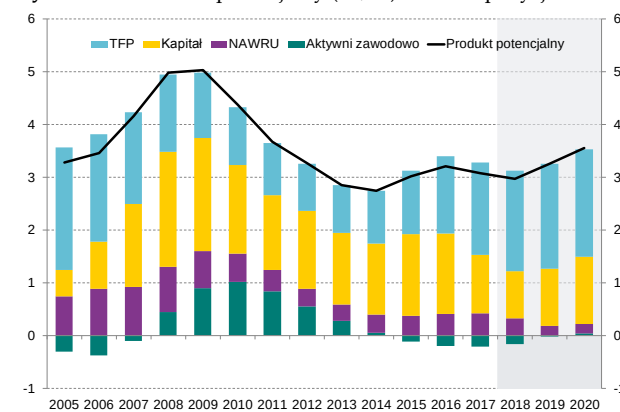
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji przyspieszy do 3,5% r/r (Wykres 4.17). Złoży się na to utrzymanie rosnącej dynamiki łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) oraz wynikające ze wzrostu stopy inwestycji w gospodarce przyspieszenie dynamiki kapitału produkcyjnego. Nieznacznie pozytywny wkład do wzrostu produktu potencjalnego będzie miała także efektywna podaż siły roboczej (uwzględniająca liczbę aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia równowagi; Wykres 4.17, Wykres 4.18).

Wykres 4.16 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.17 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobb-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzoną o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

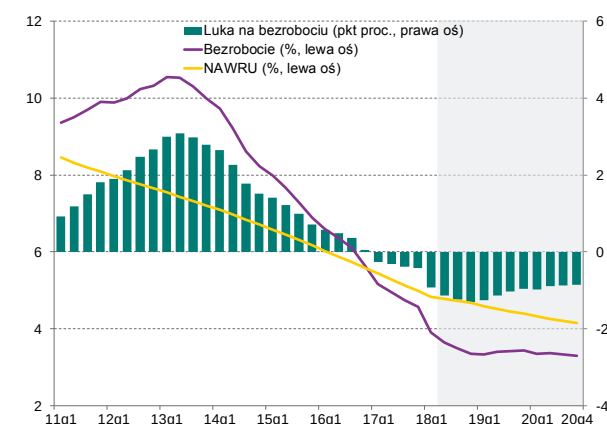
Wyższej dynamice TFP w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać dalsza poprawa jakości kapitału ludzkiego. Wyrazem tego jest m.in. rosnący odsetek osób z wyższym wykształceniem w grupie wiekowej powyżej 44 lat, wraz z wchodzeniem w tę grupę młodszych roczników charakteryzujących się wysokim poziomem tego współczynnika. Pozytywnie na wzrost łącznej wydajności czynników produkcji będzie oddziaływać również zwiększanie innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (*global value chains*).

Korzystna koniunktura na rynku pracy będzie sprzyjać aktywizacji zawodowej (Wykres 4.19). Efekt ten będzie dotyczyć w szczególności osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64 lat), których aktywność zawodowa jest wciąż wyraźnie niższa niż w krajach Europy Zachodniej. Pozytywnie na podaż pracy wpływa również obecność na krajowym rynku pracy imigrantów, w głównej mierze obywateli Ukrainy⁵¹. Jednocześnie obniżenie wieku emerytalnego od 1 października 2017 r. prawdopodobnie zmniejszy skalę wzrostu współczynnika aktywności zawodowej w najstarszej grupie wiekowej (60/65 lat+). Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie ponadto ograniczany przez kontynuację negatywnych procesów demograficznych prowadzących do spadku liczby ludności Polski w wieku produkcyjnym.

Luka popytowa

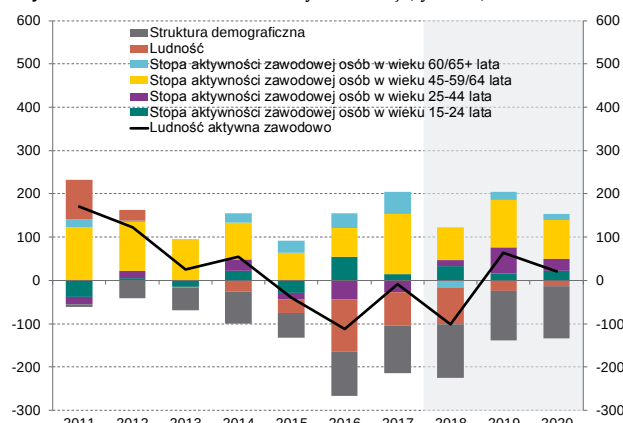
W II połowie 2017 r. nastąpiło domknięcie ujemnej od 2012 r. luki popytowej. W bieżącym roku przyrost realnego PKB będzie nadal szybszy niż wzrost zdolności produkcyjnych, przyczyniając się do dalszego rozszerzania się dodatniej luki popytowej. W latach 2019-2020 wraz ze

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Zmiana zasobu siły roboczej (tys., r/r)



Źródło: obliczenia NBP.

⁵¹ Imigranci pozytywnie wpływają na potencjał polskiej gospodarki, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni w jedynie niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP).

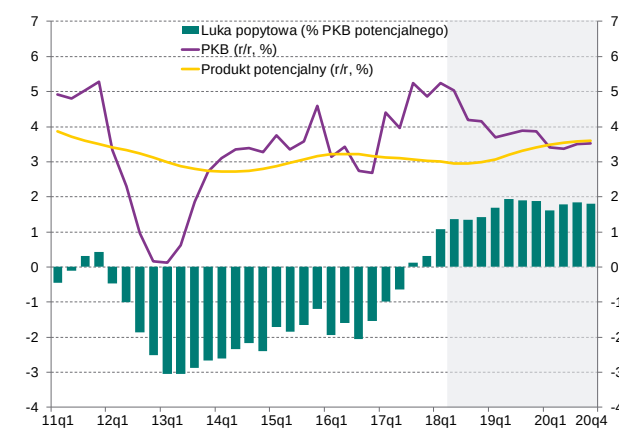
spowolnieniem dynamiki wzrostu gospodarczego luka popytowa ustabilizuje się, a następnie nieznacznie się obniży do poziomu 1,8% produktu potencjalnego (Wykres 4.20). Wzrost presji popytowej w skali całej gospodarki w horyzoncie projekcji będzie stopniowo przekładać się na przyspieszenie inflacji CPI w najbliższych latach.

Rynek pracy

Wzrost liczby pracujących będzie w horyzoncie projekcji stopniowo wyhamowywał (Wykres 4.21). Obecnie uwarunkowania popytu na pracę pozostają korzystne, jednak wraz ze spowolnieniem dynamiki PKB w najbliższych latach oczekiwany jest również wolniejszy przyrost popytu na pracę. Ograniczeniem dla wzrostu liczby pracujących będzie także w coraz większym stopniu podaż pracowników. Zasób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę jest niewielki, co odzwierciedla rekordowo niska i malejąca stopa bezrobocia (Wykres 4.18, Wykres 4.22). W konsekwencji utrzymują się trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem odpowiednich pracowników. Wyrazem tego jest historycznie wysoki odsetek firm wskazujących niedobór pracowników jako barierę działalności⁵² oraz deklarujących posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy⁵³.

Dynamika wynagrodzeń w latach 2018-2020 będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, przewyższając w ujęciu realnym tempo wzrostu wydajności pracy (Wykres 4.23). Z jednej strony w kierunku wyższej dynamiki płac będzie oddziaływać dalszy spadek stopy bezrobocia oraz wzrost inflacji cen konsumenta. Z drugiej strony w horyzoncie projekcji zmniejszy się wzrost popytu na pracę ze strony przedsiębiorstw, a presję płacową w gospodarce będzie łagodziła dodatkowo obecność imigrantów z Ukrainy. Na stabilizację dynamiki wynagrodzeń

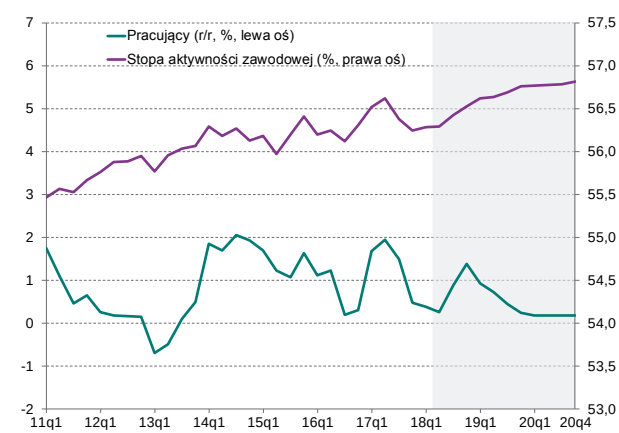
Wykres 4.20 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.21 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵² Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach, GUS, kwiecień 2018 r.

⁵³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

w najbliższych kwartałach wskazują również wyniki badań ankietowych NBP. Zgodnie z nimi choć wzrósł udział pracowników, których obejmą podwyżki płac oraz zwiększyła się nieznacznie jej średnia wysokość⁵⁴, to jednocześnie obniżył się odsetek firm prognozujących zwiększenie wynagrodzeń.

Kurs walutowy

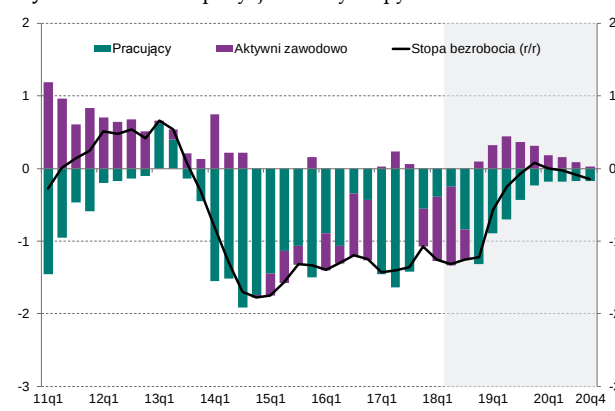
Pod wpływem czynników o charakterze globalnym kurs złotego w II kw. osłabił się w stosunku do walut głównych parterów handlowych Polski, zwłaszcza w relacji do dolara amerykańskiego. Bieżący poziom realnego efektywnego kursu krajowej waluty znajduje się obecnie poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W szczególności obecny kurs złotego jest wyraźnie słabszy od poziomu, który stanowiłby barierę dla działalności eksportowej polskich przedsiębiorstw⁵⁵. W horyzoncie projekcji oczekuje się, że efektywny kurs złotego będzie się umacniał zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Skalę oczekiwanego umocnienia złotego ogranicza przy tym w części malejący dysparytet stóp procentowych. Spadek dysparytetu wynika z przyjęcia w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym przewidywanym wzroście kosztu pieniądza w otoczeniu gospodarki polskiej.

Inflacja CPI

Wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji wzrośnie i w latach 2019-2020 ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5% (Wykres 4.24).

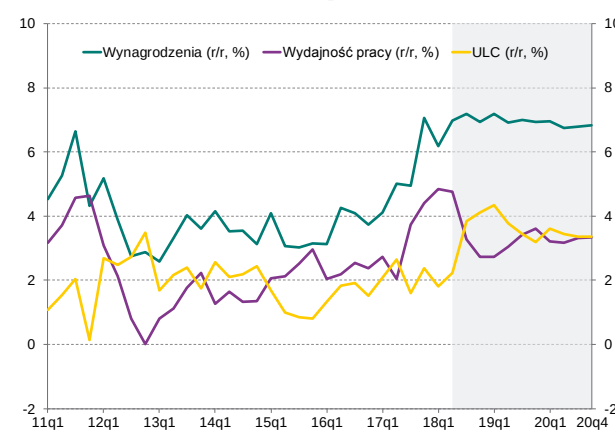
Wzrost inflacji CPI będzie spowodowany – oddziałującym z opóźnieniem na ceny – wzrostem presji kosztowej i popytowej w polskiej gospodarce (Wykres 4.24). Koszty przedsiębiorstw zwiększa w szczególności utrzymująca się w

Wykres 4.22 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie sumy wynagrodzeń w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących.

⁵⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

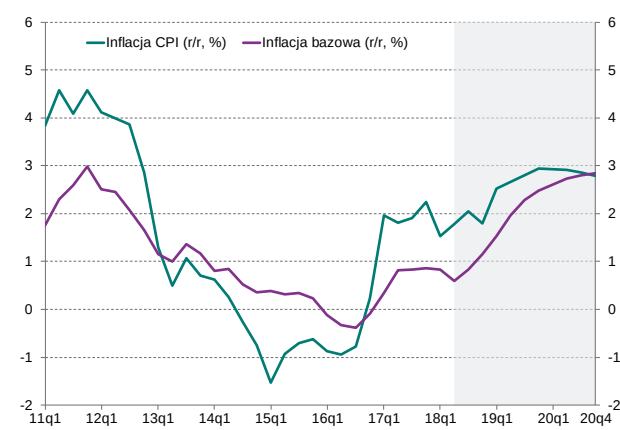
⁵⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2018 r.

horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie dynamika wynagrodzeń, przewyższająca w ujęciu realnym wzrost wydajności pracy (Wykres 4.23). W kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać również zwiększona presja popytowa, odzwierciedlona w utrzymującej się w latach 2018-2020 dodatniej luce popytowej. Wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się jednak w ostatnich latach⁵⁶, co jest jedną z przyczyn relatywnie wolnego wzrostu inflacji w obecnym cyklu koniunkturalnym.

Oprócz wskazanych powyżej czynników na kształt ścieżki inflacji w projekcji wpływają dodatkowo elementy podwyższające wzrost cen energii w latach 2018-2019 (Wykres 4.25). Jednocześnie wraz z ustąpieniem w br. niekorzystnych uwarunkowań podaży inflacja cen żywności obniży się względem 2017 r. (Wykres 4.25).

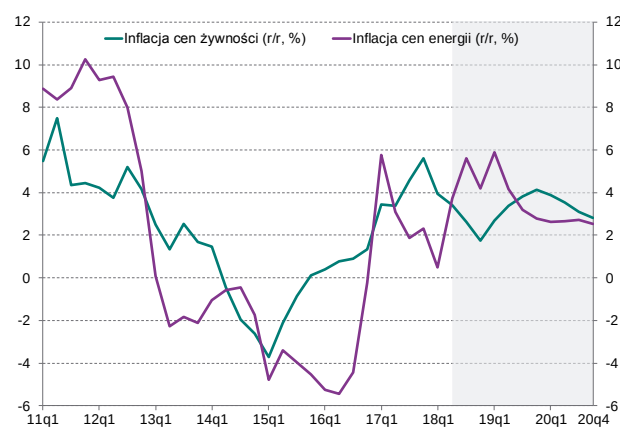
Na inflację krajowych cen energii w latach 2018-2019 będzie oddziaływać rozłożony w czasie wpływ odnotowanego w II kw. br. wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, któremu towarzyszyło osłabienie kursu złotego. Od stycznia 2019 r. ceny energii będzie również zwiększać podwyżka rachunku za energię elektryczną, związana ze wzrostem kosztów zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego oraz wsparciem odnawialnych źródeł energii. Wprowadzenie opłaty emisyjnej przyczyni się z kolei do dodatkowego wzrostu cen paliw w przyszłym roku. Czynnikiem ograniczającym inflację cen energii będzie natomiast oczekiwane zakończenie w bieżącym roku postępowania arbitrażowego pomiędzy PGNiG a Gazpromem, oddziałujące w kierunku niższych cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych.

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁶ Szafranek, Karol, 2017. Flattening of the New Keynesian Phillips curve: Evidence for an emerging, small open economy, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 63(C), s. 334-348.

Pomimo proinflacyjnego oddziaływania czynników popytowych i kosztowych inflacja cen żywności będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na poziomie niższym niż w 2017 r. (Wykres 4.25). Będzie to spowodowane wygaśnięciem wpływu niekorzystnych warunków podażyowych i ograniczeniem niedoborów na rynkach niektórych surowców i produktów rolnych, które przyczyniły się do wzrostu w ub.r. cen owoców, warzyw, mięsa oraz nabiału.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji marcowej przyczyniły się do podniesienia prognozy tempa wzrostu PKB w br. Jednocześnie, z wyjątkiem 2019 r., nowe informacje wskazują na niższy przebieg ścieżki inflacji (Tabela 4.2, Wykres 4.26, Wykres 4.28).

PKB

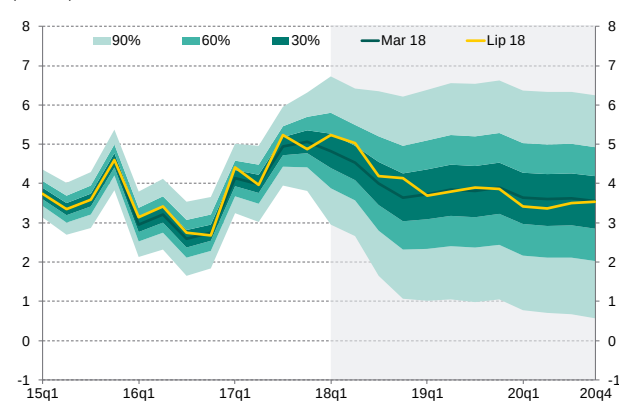
Do istotnej korekty w górę dynamiki PKB w 2018 r. przyczynił się wyższy od oczekiwań odczyt tej kategorii za I kw. br. W konsekwencji w br. powyżej przewidywań z poprzedniej rundy progностycznej ukształtuje się spożycie prywatne, na którego wysoki poziom wpływ będą miały optymistyczne nastroje gospodarstw domowych, raportowane w badaniach koniunktury konsumenckiej GUS. W 2018 r. zrewidowano również w górę dynamikę spożycia publicznego, w tym wzrost wartości zużycia pośredniego. Uwzględnienie danych za I kw. br. wpłynęło także na korektę ścieżki zapasów w 2018 r. odzwierciedlającą silniejsze od oczekiwań procykliczne dostosowanie ich poziomu przez przedsiębiorstwa. Jednocześnie w I kw. br. mniej korzystnie niż założono w projekcji marcowej kształtowała się sytuacja w handlu zagranicznym oraz nakłady brutto na środki trwałe. Dane te, w połączeniu z nieco głębszym spowolnieniem tempa wzrostu w strefie euro, w szczególności

Tabela 4.2 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2018	2019	2020
PKB (r/r, %)			
VII 2018	4,6	3,8	3,5
III 2018	4,2	3,8	3,6
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2018	1,8	2,7	2,9
III 2018	2,1	2,7	3,0

Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

w gospodarce niemieckiej, będą negatywnie oddziaływać na dynamikę PKB w całym 2018 r. (Wykres 4.27).

W latach 2019-2020, wraz z wygaśnięciem czynników podwyższających prognozę w obecnym roku, tempo wzrostu PKB obniży się i powróci do poziomu zbliżonego do oczekiwań z projekcji marcowej.

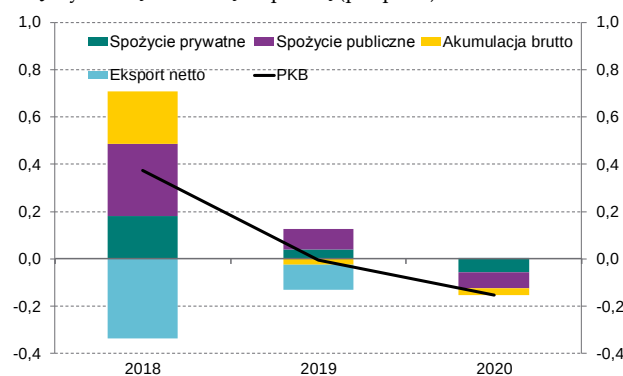
Inflacja

W stosunku do wyników projekcji marcowej w całym horyzoncie obniżona została prognozowana ścieżka inflacji bazowej przy jednoczesnej rewizji w górę tempa wzrostu cen energii. W efekcie tych zmian przewidywana dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych nieznacznie obniżyła się w 2018 i 2020 r. (Wykres 4.29).

Inflacja bazowa, mimo wyraźnego ożywienia w polskiej gospodarce, zrealizowała się w okresie marzec - maj br. istotnie poniżej oczekiwań z projekcji marcowej. Jakkolwiek na kształtowanie się inflacji bazowej w tym okresie miały wpływ czynniki o charakterze jednorazowym, to jej niski poziom odzwierciedla wysoką konkurencję na rynku krajowym. Majowy odczyt tego wskaźnika potwierdził przy tym dalsze osłabienie dynamiki cen usług, co może być powiązane z obserwowanym obecnie na rynku rosnącym zakresem i popularnością usług świadczonych drogą elektroniczną. W warunkach globalizacji i relatywnie łatwym dopasowaniu usług do indywidualnych potrzeb klientów, przekłada się to z jednej strony na wzrost konkurencji, a z drugiej na ograniczenie kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw z tego sektora.

Niższe od prognoz odczyty inflacji bazowej pomimo wyższego wzrostu gospodarczego mogą odzwierciedlać także mniejszą niż w przeszłości wrażliwość tempa zmian cen na aktywność gospodarczą. W konsekwencji silniejsza niż w poprzedniej rundzie progностycznej presja

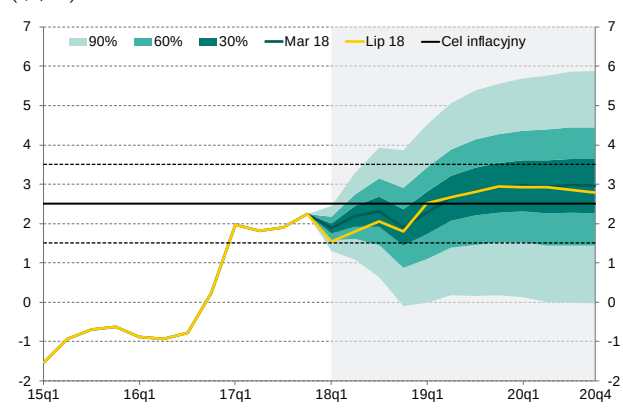
Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą marcową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

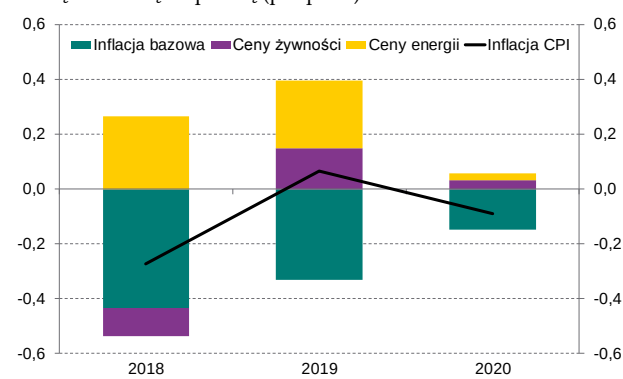
popytowa będzie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji bazowej, ale jej powrót do ścieżki z projekcji marcowej będzie rozłożony w czasie. Dodatkowym argumentem przemawiającym za takim scenariuszem jest rozwój sytuacji na rynku pracy. W I kw. br., przy wyższym od oczekiwań wzroście PKB, zarówno dynamika wynagrodzeń, jak i liczba pracujących (BAEL) ukształtowały się poniżej wyników z projekcji marcowej. Przy założeniu kontynuacji tych tendencji, presja kosztowa ze strony rynku pracy (mierzona dynamiką jednostkowych kosztów pracy) ukształtuje się w horyzoncie projekcji lipcowej poniżej założeń z poprzedniej rundy prognostycznej.

W porównaniu do projekcji marcowej, rewizji w górę uległy prognozy cen energii w latach 2018-2019. Silniejszy niż oczekiwano wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, w połączeniu z osłabieniem złotego względem dolara, przełożył się na wyższe krajowe ceny paliw. Ceny paliw w przyszłym roku dodatkowo podnosi uwzględnienie w projekcji lipcowej wprowadzenia opłaty emisyjnej od stycznia 2019 r. Na wzrost cen energii w 2019 r.łoży się również spodziewana podwyżka taryf dla energii elektrycznej związana m.in. ze wzrostem cen węgla kamiennego.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejszym źródłem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce jest obecnie koniunktura globalna. Z kolei głównym ryzykiem dla krajowej inflacji, oprócz wzrostu PKB za granicą, jest kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i możliwość wystąpienia

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



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
18q2	0,20	0,98	1,00	0,50	0,80
18q3	0,19	0,76	0,99	0,50	0,80
18q4	0,37	0,77	0,96	0,50	0,59
19q1	0,18	0,49	0,81	0,50	0,63
19q2	0,18	0,45	0,74	0,50	0,56
19q3	0,19	0,42	0,69	0,50	0,50
19q4	0,19	0,40	0,65	0,51	0,46
20q1	0,21	0,42	0,65	0,52	0,44
20q2	0,23	0,43	0,65	0,52	0,42
20q3	0,25	0,45	0,67	0,53	0,42
20q4	0,27	0,47	0,68	0,53	0,42

Źródło: obliczenia NBP.

niższej niż w scenariuszu centralnym ścieżki dynamiki PKB (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyżeń od celu inflacyjnego NBP 2,5% (o szerokości +/- 1 pkt proc.) stopniowo obniża się z obecnego poziomu 80% do 42% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Perspektywy wzrostu w gospodarce globalnej

Założenia do centralnej ścieżki projekcji dotyczące rozwoju w otoczeniu zewnętrznym Polski nie uwzględniają wpływu zdarzeń, zarówno pozytywnych, jak i negatywnych, które mogą wystąpić, ale ich prawdopodobieństwo oceniane jest jako niskie. W obecnej rundzie progностycznej szacuje się, że wśród tych zdarzeń przeważają te, które mogą przyczynić się do wolniejszego wzrostu PKB za granicą. Najważniejsze czynniki ryzyka dla ścieżki centralnej związane są z zaostrzeniem sporów handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami światowymi oraz wystąpieniem kryzysu zadłużeniowego we Włoszech.

W ostatnim okresie w Stanach Zjednoczonych nasileniu uległa retoryka wzrostu protekcjonizmu. Dotychczasowe działania - wprowadzenie ceł na import stali, aluminium, paneli słonecznych i pralek, a także nałożenie 25-procentowego cła na import z Chin o wartości 50 mld USD - spotkały się z działaniami odwetowymi partnerów handlowych USA, choć co do rozmiaru nie miały istotnego znaczenia dla koniunktury globalnej. Groźniejsze w skutkach mogą być natomiast kolejne zapowiadane działania o szerszej skali (m.in. cła na samochody i części do nich, na import z Chin o wartości 200 mld USD oraz ochrona wrażliwej technologii), a przede wszystkim eskalacja działań odwetowych. Mogłoby to skutkować zaburzeniami w globalnych łańcuchach podaży, a przez to ograniczeniem handlu

światowego oraz powiązań międzynarodowych. Rosnąca niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji oraz warunków prowadzenia działalności w przyszłości ograniczałaby inwestycje krajowe oraz międzynarodowe, skutkowałaby również powstaniem napięć na rynkach finansowych.

Skutki zaostrzenia sporów handlowych negatywnie oddziaływałyby na wszystkie strony konfliktu, w tym na Stany Zjednoczone, gdzie ryzyko niższego wzrostu powiązane jest dodatkowo z wolniejszą dynamiką wydatków konsumpcyjnych. W szczególności, ewentualny spadek cen akcji na giełdach amerykańskich stanowi ryzyko dla zakładanej dla tej gospodarki dynamiki wydatków konsumpcyjnych, zwłaszcza w połączeniu z niską stopą oszczędności gospodarstw domowych, wysokim udziałem aktywów finansowych w ich majątku, rosnącymi cenami energii oraz niepewnym wpływem wprowadzonych reform podatkowych.

Dodatkowym źródłem ryzyka dla wzrostu PKB w Polsce jest wystąpienie kryzysu zadłużeniowego we Włoszech. Gdyby nowy rząd włoski obniżył podatki dochodowe w skali zapowiadanej w kampanii wyborczej bez dostosowań po stronie wydatkowej pozycja fiskalna tego kraju uległaby istotnemu pogorszeniu. To z kolei skutkowałoby wzrostem rentowności włoskich obligacji, zwłaszcza, że EBC miałby ograniczoną - ze względu na klucz

kapitałowy – możliwość reakcji w ramach programu skupu aktywów (APP).

W ostatnich latach dług publiczny we Włoszech ustabilizował się na poziomie ok. 130% PKB, głównie dzięki niskim kosztom finansowania. Wysoki poziom zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych Włoch przekłada się na dużą wrażliwość tej gospodarki na zmiany kosztów obsługi długu. Podatność Włoch na negatywne szoki zwiększa również sytuacja w sektorze bankowym, który obciążony jest strukturalnymi słabościami – niską rentownością i wysokim obciążeniem bilansów aktywami o złej jakości. Jednocześnie włoski sektor bankowy ma znaczną ekspozycję na krajowy dług publiczny. Na koniec 2017 r. włoskie banki były w posiadaniu 26,5% długu sektora finansów publicznych, z czego ponad połowę stanowiły obligacje rządowe. Kryzys zadłużeniowy we Włoszech, któremu towarzyszyłby kryzys bankowy spowodowałby zatem eskalację napięć na europejskich rynkach finansowych. Włochy wytwarzają przy tym 15% PKB strefy euro, stanowiąc jej trzecią co do wielkości gospodarkę. Kryzys we Włoszech, poprzez silne powiązania handlowe z pozostałymi krajami strefy euro, negatywnie przełożyłby się zatem na wzrost gospodarczy w całej Europie, a także – choć w mniejszej skali – na gospodarkę pozaeuropejskie.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Założenia polityki podaźowej organizacji OPEC w dalszym ciągu stanowią ryzyko dla kształtowania się w przyszłości cen ropy

naftowej. Niepewnością obciążone są również prognozy podaży ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych ze względu na krótką historię eksploatacji dostępnych obecnie złóż oraz dynamiczny rozwój technologii ich wydobywania. Dodatkowa niepewność związana jest ze stanem infrastruktury transportującej ten surowiec. Istniejąca obecnie infrastruktura ropociągowa jest niewystarczająca w stosunku do rosnącej produkcji i aby zmniejszyć koszty transportu ropy naftowej do rafinerii konieczna jest jej rozbudowa. Czynnikiem ryzyka dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy jest również kształtowanie się popytu na ten surowiec, a także sytuacja geopolityczna. Nieznane są m.in. skutki przywrócenia przez Stany Zjednoczone sankcji na Iran, a także dalszego rozwoju kryzysu gospodarczo – politycznego w Wenezueli, który do tej pory przełożył się na spadek produkcji w tym kraju o 1 mln baryłek dziennie w stosunku do 2015 r.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2016	2017	2018	2019	2020
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,6	2,0	1,8	2,7	2,9
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	-0,2	0,7	0,8	2,1	2,7
Ceny żywności (% r/r)	0,8	4,2	2,9	3,5	3,3
Ceny energii (% r/r)	-3,9	3,2	3,6	4,0	2,6
PKB (% r/r)	3,0	4,6	4,6	3,8	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	2,2	4,7	5,4	4,4	3,6
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	3,9	4,8	4,4	4,0	3,6
Spożycie publiczne (% r/r)	1,8	3,4	3,9	4,3	3,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-8,2	3,4	8,4	6,7	4,7
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,8	0,1	-0,7	-0,5	-0,2
Eksport (% r/r)	8,8	8,2	4,0	5,0	4,9
Import (% r/r)	7,6	8,7	5,5	6,1	5,3
Wynagrodzenia (% r/r)	3,8	5,3	6,9	7,0	6,8
Pracujący (% r/r)	0,7	1,4	0,7	0,6	0,2
Stopa bezrobocia (%)	6,2	4,9	3,6	3,4	3,3
NAWRU (%)	5,8	5,2	4,8	4,5	4,2
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,4	56,4	56,7	56,8
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	3,2	3,9	3,2	3,3
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,6	2,2	3,0	3,7	3,4
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	3,1	3,0	3,2	3,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,8	-0,3	1,3	1,9	1,8
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,90	0,85	0,87	0,86
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,49	0,62	0,76	0,73	0,69
Inflacja za granicą (% r/r)	0,9	1,3	1,7	2,0	2,0
PKB za granicą (% r/r)	1,8	2,4	2,1	1,9	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,8	1,6	0,2	-0,3	-0,1
WIBOR 3M (%)	1,70	1,73	1,72	1,72	1,72

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, odtuszczone 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 luty – połowa maja 2018 r.

■ Data: 10 kwietnia 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2018 z dnia 10 kwietnia 2018 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2017 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

■ Data: 15 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2018 z dnia 15 maja 2018 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

■ Data: 15 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2018 z dnia 15 maja 2018 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2017.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
E. J. Osiatyński
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

www.nbp.pl

