

Lipiec 2019 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 19 czerwca 2019 r. oraz dane o produkcji sprzedanej przemysłu w maju br. opublikowane 21 czerwca br. i dane o sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej w maju br. opublikowane 24 czerwca br.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
Ramka: Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny	16
1.5 Światowe rynki finansowe	20
2. Gospodarka krajowa	23
2.1 Ceny dóbr i usług	23
2.2 Popyt i produkcja	25
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	31
2.4 Rynek pracy	32
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	34
2.6 Pieniądz i kredyt	37
2.7 Bilans płatniczy	39
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2019 r.	41
4. Projekcja inflacji i PKB	55
4.1 Synteza	56
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	58
4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021	62
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	73
4.5 Źródła niepewności projekcji	76
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – połowa maja 2019 r.	83

Synteza

Tempo wzrostu PKB w wielu gospodarkach na świecie pozostaje relatywnie niskie. Na aktywność gospodarczą niekorzystnie oddziałuje podwyższona niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury – częściowo związana ze zmianami w polityce handlowej największych gospodarek – której towarzyszy wyraźne obniżenie dynamiki handlu towarami oraz wciąż relatywnie słabe nastroje firm przemysłu przetwórczego. Natomiast korzystnie na aktywność w części największych gospodarek wpływa stosunkowo dobra sytuacja w sektorze usług, w szczególności usług silnie powiązanych z konsumpcją gospodarstw domowych.

Inflacja w gospodarce światowej kształtuje się na umiarkowanym poziomie. Pewnemu wzrostowi inflacji w gospodarkach wschodzących – związanemu głównie z przyspieszeniem wzrostu cen żywności – towarzyszy utrzymująca się relatywnie niska dynamika cen w gospodarkach rozwiniętych.

Wobec pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i podwyższonej niepewności dotyczącej przyszłej koniunktury w ostatnich miesiącach główne banki centralne wyraźnie złagodziły retorykę dotyczącą kształtowania się polityki pieniężnej w przyszłości, czemu towarzyszył wzrost oczekiwań na jej luzowanie. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera (-0,40%) i w ostatnich miesiącach wydłużył do I połowy 2020 r. okres, w którym zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie od grudnia ub.r. (przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 2,25-2,50%), przy czym w ostatnim okresie wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo ich obniżki w kolejnych kwartałach.

W tych warunkach rentowności obligacji na świecie wyraźnie się obniżyły w ostatnich miesiącach. Jednocześnie ceny akcji – podlegające w ostatnich kwartałach znacznym wahaniom – w gospodarkach rozwiniętych były zbliżone do historycznego maksimum, podczas gdy w gospodarkach wschodzących były tylko nieznacznie wyższe od wieloletniej średniej.

W Polsce dynamika cen konsumpcyjnych – po spadku w II połowie ub.r. – wzrosła w ostatnich miesiącach, jednak nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie (inflacja CPI w maju br. wyniosła 2,4% r/r). Na pewne przyspieszenie wzrostu cen konsumpcyjnych złożył się wzrost dynamiki cen żywności pod wpływem rosnących cen surowców rolnych na świecie, a także inflacji bazowej w związku z nadal relatywnie silnym popytem konsumpcyjnym w kraju. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek administrowanych opłat za energię elektryczną w kraju oraz silna konkurencja na rynku globalnym i krajowym.

Roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie mimo nieznacznego obniżenia na początku br. (dynamika PKB w I kw. 2019 r. wyniosła 4,7% r/r). Wyraźnie dodatni wkład do wzrostu PKB mają zarówno konsumpcja, jak i inwestycje, spożycie publiczne oraz eksport netto. Konsumpcja jest wspierana przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, w tym systematyczny wzrost płac, utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumentów oraz rosnący kredyt konsumpcyjny.

Wzrost inwestycji publicznych pozostaje relatywnie silny pomimo pewnego spowolnienia w I kw. br., a wzrost inwestycji przedsiębiorstw – zwłaszcza średnich i dużych – w I kw. wyraźnie przyspieszył. Przyspieszył również wzrost spożycia publicznego, co było częściowo związane z wyższą dynamiką funduszu płac w samorządach i służbach mundurowych. Z kolei dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB w I kw. br. wynikał z nadal szybszego wzrostu eksportu niż importu.

W 2018 r. nastąpiła dalsza znacząca poprawa sytuacji sektora finansów publicznych. Zgodnie z wiosenną notyfikacją fiskalną deficyt sektora (ESA2010) wyniósł 0,4% PKB wobec 1,5% PKB w 2017 r. i ukształtował się na historycznie niskim poziomie.

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia, choć niektóre dane sygnalizują, że jego wielkość stabilizuje się. Jednocześnie stopa bezrobocia kształtuje się na bardzo niskim poziomie. W związku z tym pozycja pracowników w negocjacjach płacowych pozostała silna, a dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce ustabilizowała się w pobliżu 7%. Jednocześnie wzrost wydajności pracy nieznacznie przyspieszył. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy obniżyła się w I kw. br. i pozostaje umiarkowana.

W warunkach spadku rentowności obligacji na rynkach światowych rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji skarbowych obniżyły się w ostatnim okresie w pobliżu najniższych poziomów w historii. Ceny akcji na polskiej giełdzie – po istotnych wahaniach związanych ze zmianami cen akcji na świecie – ukształtowały się na poziomie zbliżonym do notowanego w styczniu br. Jednocześnie kurs złotego do głównych walut pozostał stabilny.

Roczna dynamika szerokiego pieniądza w gospodarce w I kw. br. w dalszym ciągu rosła. Podobnie jak we wcześniejszych okresach największy wkład do zmiany agregatu M3 miał przyrost depozytów gospodarstw domowych. W I kw. br. do zwiększenia stanu szerokiego pieniądza w największym stopniu przyczynił się wzrost kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytów ogółem pozostaje zbliżona do dynamiki nominalnego PKB.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki. W 2018 r. w dalszym ciągu poprawiała się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, a wskaźnik zadłużenia zagranicznego do PKB obniżał się. Saldo na rachunku obrotów bieżących w I kw. br. zwiększyło się i było dodatnie, choć w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco pozostało nieznacznie ujemne.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2019 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 22 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – połowa maja 2019 r. Ponadto w niniejszym *Raporcie*

zamieszczono ramkę: *Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny.*

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 18 czerwca 2019 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,7–2,3% w 2019 r. (wobec 1,2–2,2% w projekcji z marca 2019 r.), 1,9–3,7% w 2020 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 1,3–3,5% w 2021 r. (wobec 1,3–3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–5,1% w 2019 r. (wobec 3,3–4,7% w projekcji z marca 2019 r.), 3,0–4,8% w 2020 r. (wobec 2,7–4,6%) oraz 2,4–4,3% w 2021 r. (wobec 2,4–4,3%).

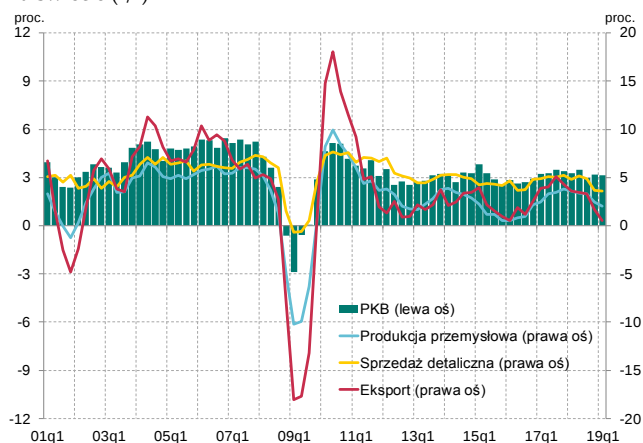
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Tempo wzrostu PKB w wielu gospodarkach na świecie pozostaje relatywnie niskie (Wykres 1.1). Na aktywność gospodarczą niekorzystnie oddziałuje podwyższona niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury – częściowo związana ze zmianami w polityce handlowej największych gospodarek – której towarzyszy wyraźne obniżenie dynamiki handlu towarami oraz wciąż relatywnie słabe nastroje firm przemysłu przetwórczego. Natomiast korzystnie na aktywność w części największych gospodarek wpływa utrzymywanie się stosunkowo dobrej sytuacji w sektorze usług, w szczególności usług silnie powiązanych z konsumpcją gospodarstw domowych.

Roczne tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w I kw. 2019 r. ustabilizowało się na poziomie niższym niż w ostatnich latach (1,2% r/r; Wykres 1.2)¹. Sprzyjał temu stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego, który był wspierany przez rosnące zatrudnienie i płace oraz przez spadek obciążeń podatkowych i wzrost transferów publicznych dla gospodarstw domowych w części głównych gospodarek strefy euro. W tych warunkach utrzymywała się dobra sytuacja w sektorze usług. Jednocześnie w I kw. br. wzrosła dynamika inwestycji. Nastroje firm w sektorze przemysłowym pozostały jednak słabe, na co wpłynęło osłabienie popytu na eksport ze strefy euro, jak również podwyższona niepewność

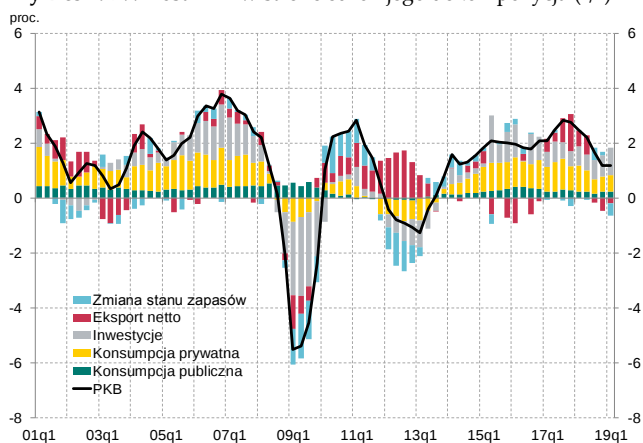
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau.

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

¹ W ujęciu kwartalnym PKB strefy euro wzrósł w I kw. br. o 0,4% kw/kw po wzroście o 0,1% i 0,2% odpowiednio w III i IV kw. ub.r. (dane odsezonowane).

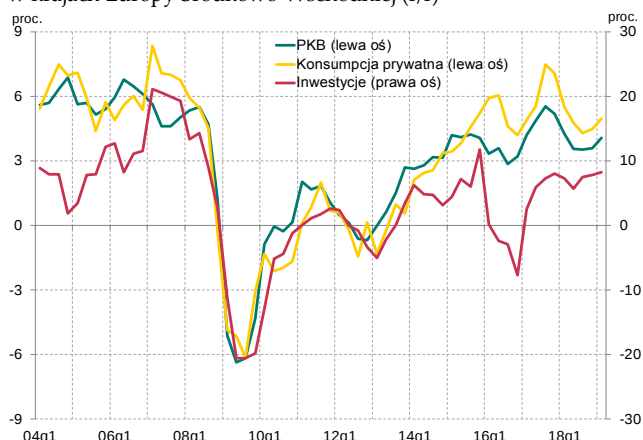
dotycząca polityki handlowej największych gospodarek.

W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej – mimo relatywnie słabego wzrostu gospodarczego w ich otoczeniu – koniunktura pozostała korzystna. W I kw. br. średnia dynamika PKB w regionie wzrosła do 4,1% r/r z 3,6% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 1.3). Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt krajowy. Wzrost konsumpcji był w dalszym ciągu wspierany przez utrzymujący się wzrost płac i zatrudnienia oraz wyraźny przyrost kredytów konsumpcyjnych. Natomiast do wzrostu inwestycji przyczyniał się wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz wyraźne przyspieszenie absorpcji funduszy strukturalnych Unii Europejskiej (UE) w II połowie 2018 r. Ponadto w ostatnich miesiącach wygasł wpływ zakłóceń w produkcji samochodów spowodowanych m.in. wprowadzeniem nowych standardów emisji spalin (WLTP), co znalazło odzwierciedlenie we wzroście dynamiki eksportu w większości krajów regionu.

W Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w I kw. br. nieznacznie wzrosła (do 3,2% r/r z 3,0% r/r w IV kw. ub.r.²; Wykres 1.4) w wyniku wyraźnego zwiększenia się wkładu eksportu netto i zapasów. Z kolei dynamika popytu wewnętrznego obniżyła się częściowo ze względu na przejściowe zawieszenie działalności części instytucji federalnych Stanów Zjednoczonych. Jednak większość uwarunkowań wzrostu popytu wewnętrznego jest nadal korzystna. Koniunktura na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, a efekty reformy podatkowej w dalszym ciągu wspierają wzrost gospodarczy.

W Wielkiej Brytanii roczna dynamika PKB zwiększyła się w I kw. br. do 1,8% r/r z 1,4% r/r w IV kw. ub.r., częściowo pod wpływem przejściowego zwiększenia konsumpcji

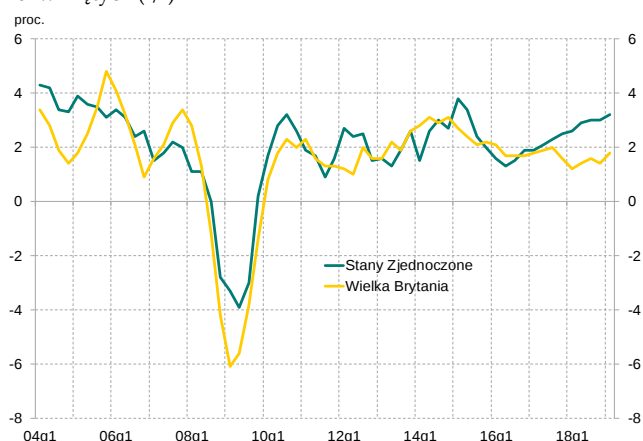
Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



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): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumuni, ważona PKB.

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



Źródło: dane Bloomberg.

² W ujęciu kwartał do kwartału dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych wzrosła do 3,1% w I kw. 2019 r. z 2,2% w IV kw. 2018 r. (dane zannualizowane).

i akumulacji zapasów w obawie o wystąpienie zakłóceń w dostawach z zagranicy w przypadku bezumownego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE³. Korzystnie na dynamikę PKB oddziaływał również silny wzrost inwestycji publicznych oraz pierwszy od pięciu kwartałów nieznaczny wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Plany inwestycyjne firm pozostają jednak ograniczone, głównie pod wpływem niepewności związanej z krajową sytuacją polityczną.

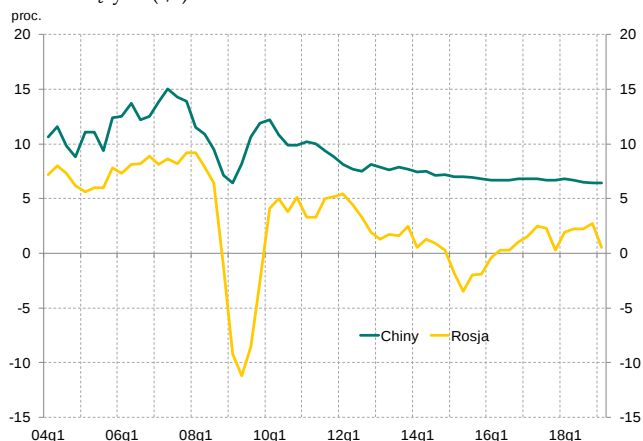
W Chinach spadek dynamiki PKB wyhamował i w I kw. br. tempo wzrostu gospodarczego utrzymało się na poziomie 6,4% r/r (Wykres 1.5). Na aktywność gospodarczą korzystnie oddziaływało luzowanie polityki gospodarczej, sprzyjające wzrostowi inwestycji publicznych oraz w sektorze nieruchomości. Z kolei w Rosji wzrost PKB wyraźnie spowolnił w I kw. br. Przyczynił się do tego – poza efektem wysokiej bazy statystycznej w sektorze rolniczym – wzrost inflacji, który wpłynął niekorzystnie na realne dochody gospodarstw domowych.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja w gospodarce światowej kształtuje się na umiarkowanym poziomie (Wykres 1.6). Pewnemu wzrostowi inflacji w gospodarkach wschodzących – związanemu głównie z przyspieszeniem wzrostu cen żywności – towarzyszy utrzymująca się relatywnie niska dynamika cen w gospodarkach rozwiniętych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

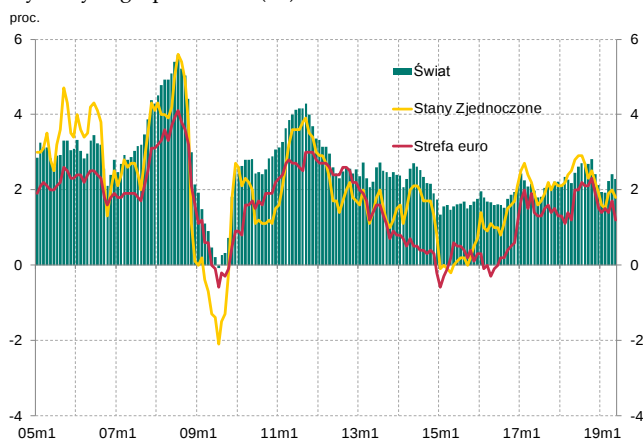
Inflacja HICP w strefie euro w dalszym ciągu kształtuje się wyraźnie poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego (EBC; inflacja poniżej, ale blisko 2%). W maju inflacja HICP wyniosła 1,2% r/r. Ograniczająco na ogólne tempo wzrostu cen oddziałuje utrzymująca się na niskim poziomie

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



Źródło: dane Bloomberg.

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



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2017 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

³ Początkowo termin wyjścia Wielkiej Brytanii z UE był wyznaczony na 29 marca 2019 r. Jednak w marcu i kwietniu br. termin ten był dwukrotnie przekładany i obecnie jest wyznaczony na 31 października 2019 r.

inflacja bazowa (Wykres 1.7). Inflację HICP podwyższa natomiast relatywnie szybki wzrost cen energii.

W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych, w szczególności inflacja bazowa, pozostaje nieco wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych (w maju br. inflacja CPI wyniosła 1,8% r/r, a inflacja bazowa 2,0% r/r). Utrzymywaniu się wyższej niż w porównywalnych gospodarkach inflacji bazowej sprzyja relatywnie szybki wzrost cen usług w związku z trwającym od kilku lat ożywieniem gospodarczym, znajdującym odzwierciedlenie w bardzo dobrej sytuacji pracowników na rynku pracy.

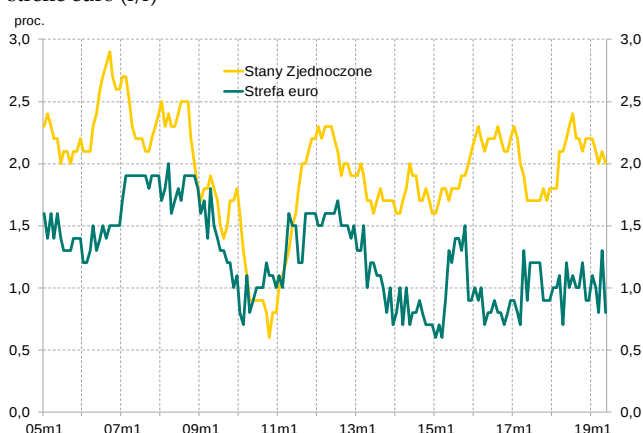
Inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej wyraźnie wzrosła od początku br. głównie pod wpływem zwiększenia się dynamiki cen energii i żywności (Wykres 1.8). W Rumunii i na Węgrzech wzrosła również inflacja bazowa, czemu sprzyjała wysoka dynamika płac i szybki wzrost popytu konsumpcyjnego w tych gospodarkach⁴.

1.3 Światowe rynki surowców

Na światowych rynkach surowców energetycznych ceny ropy – po znaczącym wzroście na początku br. – w ostatnim okresie spadły i ukształtowały się poniżej poziomu sprzed roku. Towarzyszył temu dalszy wyraźny spadek cen gazu i węgla (Wykres 1.9). Jednocześnie przeciętne ceny surowców rolnych wzrosły.

Po istotnym wzroście w pierwszych miesiącach br. ceny ropy ponownie spadły i ukształtowały się poniżej poziomu sprzed roku (cena ropy Brent w połowie czerwca br. wynosiła około 62 USD/b, czyli niecałe 20% mniej niż rok wcześniej). Na początku br. ceny ropy rosły przede wszystkim na skutek zmniejszenia podaży, na

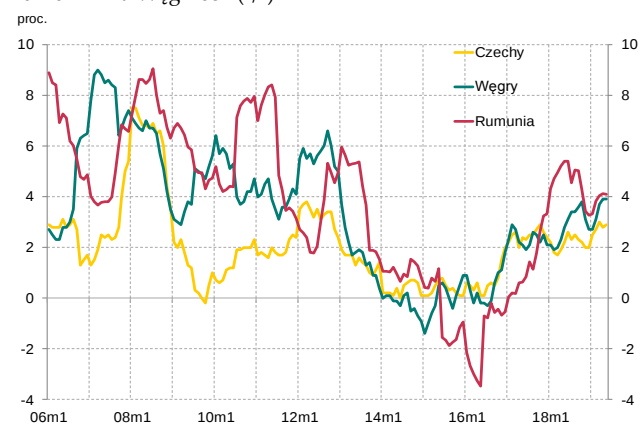
Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności, energii, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Roczna inflacja CPI.

⁴ Krajowe miary inflacji bazowej w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej wyniosły: w Czechach 2,5% r/r (w maju br.), na Węgrzech 4,0% r/r (w maju br.), w Rumunii 2,7% r/r (w marcu br.).

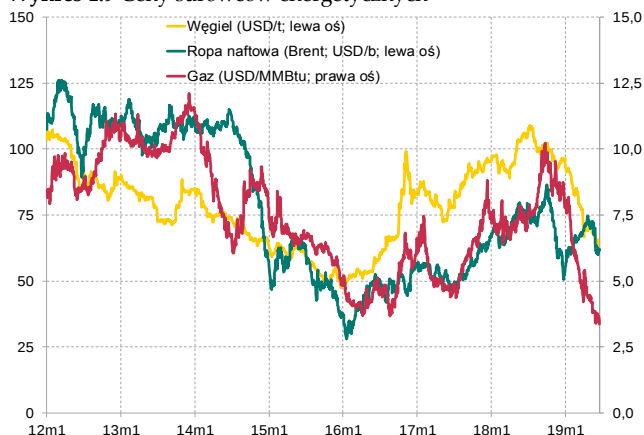
które wpłynęła obowiązująca od stycznia br. decyzja krajów tzw. OPEC+ (tj. państw należących do OPEC oraz niektórych innych eksporterów ropy) o ograniczeniu produkcji oraz czynniki polityczne w poszczególnych krajach eksportujących ropę: sankcje nałożone przez Stany Zjednoczone na Iran, a także Wenezuelę (gdzie na spadek wydobycia wpływa również napięta sytuacja wewnętrzna) oraz eskalacja konfliktu w Libii. Od końca kwietnia nasiliło się oddziaływanie czynników obniżających ceny tego surowca. Przede wszystkim zwiększyła się niepewność dotycząca przyszłego popytu na ropę naftową w związku z pogorszeniem się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, czemu towarzyszył przyrost zapasów ropy w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Z kolei ceny gazu ziemnego w dalszym ciągu silnie spadały (w połowie czerwca br. były o około 50% niższe niż rok wcześniej) i ukształtowały się na najniższym poziomie od 10 lat. Główną przyczyną spadku cen był ograniczony popyt na gaz ziemny wskutek wyższych niż średnio w poprzednich latach temperatur w okresie zimowym. W kierunku niższych cen gazu oddziaływał także relatywnie wysoki poziom zapasów tego surowca.

Również ceny węgla kamiennego na rynkach światowych w dalszym ciągu się obniżały (w połowie czerwca br. były o około 40% niższe niż rok wcześniej) ze względu na wyższe niż średnio w poprzednich latach temperatury w okresie zimowym. W tym samym kierunku działał wzrost cen uprawnień do emisji CO₂, które wpłynęły na zmniejszenie konkurencyjności produkcji energii z węgla, a w konsekwencji ograniczały popyt na ten surowiec.

Z kolei ceny surowców rolnych wzrosły od początku br. i ukształtowały się na poziomie o około 10% wyższym niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (Wykres 1.10). Wzrost indeksu cen surowców rolnych wynikał przede wszystkim

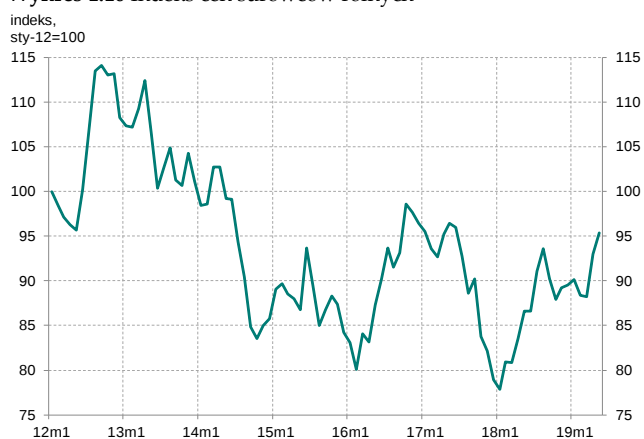
Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za baryłkę ropy. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheit (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

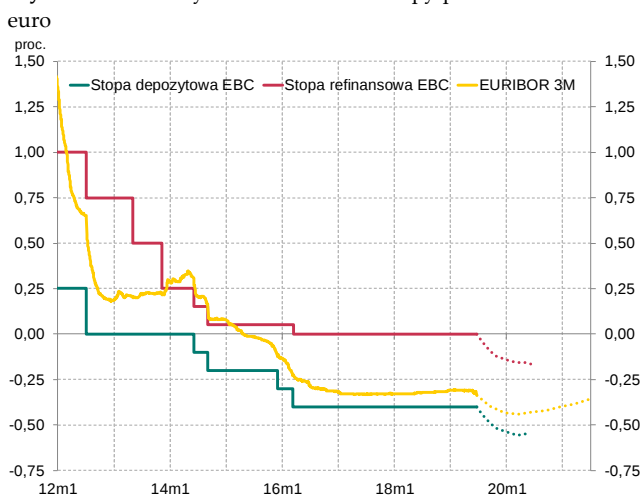
ze znaczącej podwyżki cen wieprzowiny. Była ona spowodowana epidemią afrykańskiego pomoru świń (ASF) w Chinach, wskutek której oczekiwane jest bardzo wyraźne obniżenie popytu tej chlewnej w Chinach i silny wzrost popytu tej gospodarki na mięso na rynkach międzynarodowych. Wzrosły również ceny warzyw pod wpływem suszy w Europie. Natomiast światowe ceny pszenicy obniżyły się od początku br. w związku z wysokim poziomem produkcji i zapasów tego surowca.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i podwyższonej niepewności dotyczącej przyszłej koniunktury w ostatnich miesiącach główne banki centralne wyraźnie złagodziły retorykę dotyczącą kształtowania się polityki pieniężnej w przyszłości, czemu towarzyszył wzrost oczekiwań na jej luzowanie (por. *Ramka: Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny*).

EBC utrzymuje stopę depozytową poniżej zera (na poziomie -0,40%). W efekcie krótkoterminowe stawki rynku międzybankowego w strefie euro pozostają ujemne. W ostatnich miesiącach EBC dwukrotnie wydłużał okres, w którym zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie i obecnie wskazuje na ich stabilizację przynajmniej do I połowy 2020 r.⁵ Jednocześnie ceny instrumentów finansowych wskazują, że uczestnicy rynku oczekują kształtowania się stóp procentowych na obecnym lub nieco niższym poziomie co najmniej do I połowy 2021 r., przy czym w ostatnim okresie wyraźnie wzrosło rynkowe prawdopodobieństwo ich obniżki (Wykres 1.11). Dodatkowo EBC

Wykres 1.11 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe w strefie euro



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwanie w dniu 21.06.2019 r. Oczekiwane stopy EBC wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight interest swap*; oczekiwana stawka EURIBOR 3M wyznaczona na podstawie notowań opcji.

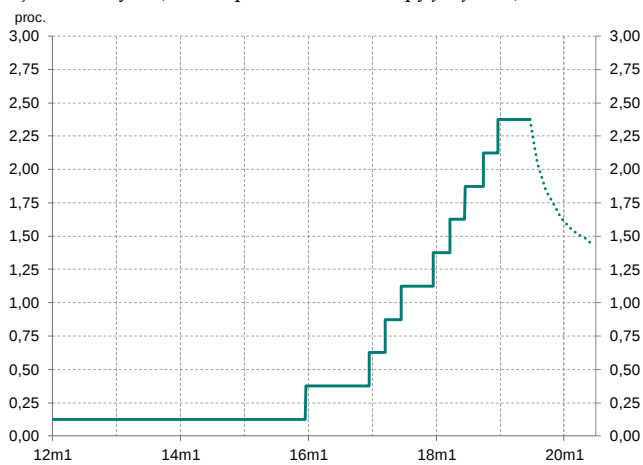
⁵ Fragment komunikatu prasowego EBC po posiedzeniu Rady Prezesów 6 czerwca 2019 r.: „Rada Prezesów oczekuje obecnie, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym poziomie przynajmniej do pierwszego półrocza 2020, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do zapewnienia dalszego stabilnego zbliżania się inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.”

zapowiedział uruchomienie we wrześniu br. trzeciej serii programu wsparcia akcji kredytowej (ang. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO-III)⁶. Jednocześnie EBC w dalszym ciągu reinwestuje w całości raty kapitałowe z papierów wartościowych nabytych w ramach programu skupu aktywów i sygnalizuje kontynuowanie tego procesu jeszcze przez dłuższy czas⁷.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) od grudnia ub.r. utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Przedział dla stopy *fed funds* wynosi 2,25-2,50%. Jednocześnie Fed – wskazując na wzrost niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się koniunktury – podkreśla swoją gotowość do zmian w polityce pieniężnej, tak aby utrzymać relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Znaczna część członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) prognozuje złagodzenie polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Również oczekiwania rynkowe wskazują na wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w kolejnych kwartałach (Wykres 1.12). Ponadto, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w maju br. Fed ograniczył tempo zmniejszania swojej sumy bilansowej i zapowiada zaprzestanie zmniejszania bilansu od października br. (Wykres 1.13).

Stopy procentowe banków centralnych w pozostałych gospodarkach rozwiniętych w dalszym ciągu kształtują się na bardzo niskim, a w Japonii, Szwajcarii, Szwecji i Danii – ujemnym poziomie. Dodatkowo Bank Japonii kontynuuje program zakupu aktywów finansowych, a Bank

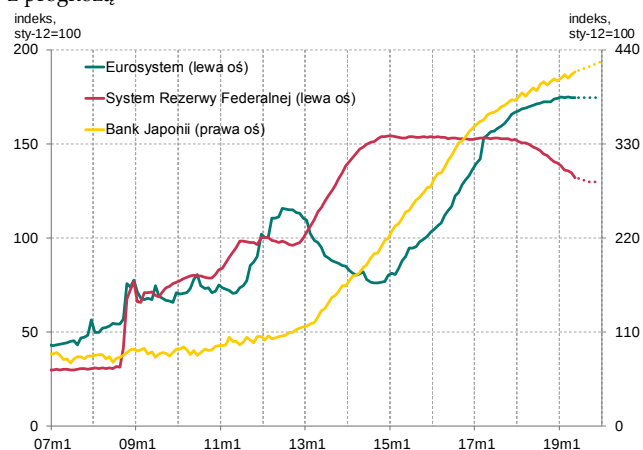
Wykres 1.12 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania rynkowe w dniu 21.06.2019 r. wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza do grudnia 2019 r.: dla Eurosystemu przy założeniu stabilnej sumy bilansowej, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym od czerwca 2018 r. do maja 2019 r., dla Systemu Rezerwy Federalnej przy założeniu zapowiadanego tempa redukcji bilansu do września br. i stabilizacji wielkości bilansu od października br.

⁶ W ramach TLTRO-III banki będą mogły pożyczyć w EBC na dwa lata środki o wartości do 30% portfela udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego w strefie euro (z wyłączeniem m.in. kredytów mieszkaniowych) na dzień 28 lutego 2019 r., przy czym wielkość dostępnego finansowania będzie obniżona o bieżącą wartość pożyczek dla danego banku w ramach TLTRO-II. Operacje TLTRO-III będą oprocentowane według stawki wynoszącej od 0,1 pkt proc. ponad średnią stopę depozytową EBC w okresie pożyczki do 0,1 pkt proc. ponad średnią stopę refinansową EBC w tym okresie – w zależności od przyrostu portfela kredytów udzielonych przez dany bank do 31 marca 2021 r.

⁷ Fragment komunikatu prasowego EBC po posiedzeniu Rady Prezesów 6 czerwca 2019 r.: „Rada Prezesów zamierza w dalszym ciągu reinwestować – w całości – spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu skupu aktywów jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak zacznie podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, a w każdym razie tak długo, jak długo będzie to konieczne do utrzymania korzystnych warunków płynnościowych i zdecydowanie łagodnej polityki pieniężnej.”

Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. Ponadto w niektórych gospodarkach rozwiniętych banki centralne w ostatnim czasie obniżyły stopy procentowe (Australia, Nowa Zelandia)⁸.

Wobec złagodzenia retoryki przez główne banki centralne oraz pogorszenia perspektyw gospodarczych, banki centralne w części gospodarek wschodzących poluzowały politykę pieniężną w ostatnim okresie (m.in. w Chinach, Indiach i Rosji).

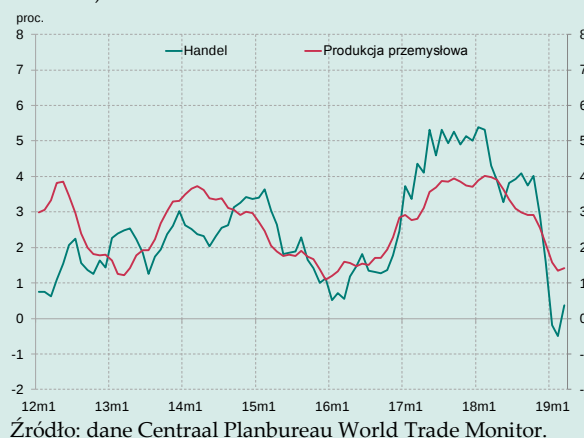
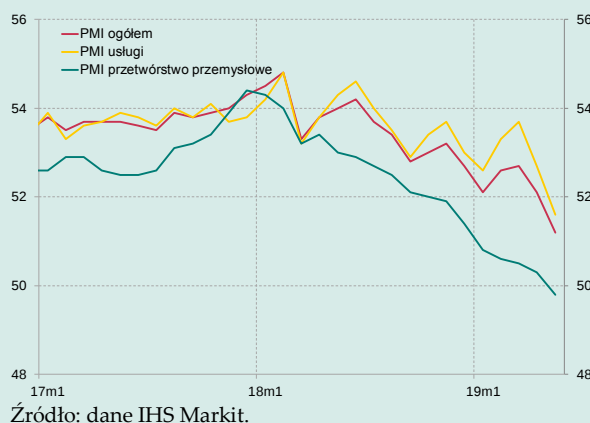
Ramka: Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny

Po wyraźnym przyśpieszeniu w 2017 r. oraz w I połowie 2018 r., w kolejnych kwartałach wzrost aktywności gospodarczej na świecie spowolnił. Wynikało to zarówno z oddziaływania lokalnych czynników w części największych gospodarek, jak i czynników o charakterze globalnym. Do istotnych czynników globalnych należał spadek dynamiki handlu światowego związany ze zmianami w polityce handlowej największych gospodarek⁹, pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych przyczyniające się do zacieśnienia warunków finansowania¹⁰ oraz wzrost niepewności, m.in. pod wpływem przedłużającego się procesu wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. W tych warunkach dynamika produkcji przemysłowej na świecie od połowy 2018 r. wyraźnie się obniżyła, a nastroje przedsiębiorstw istotnie się pogorszyły (Wykres R.1, Wykres R.2).

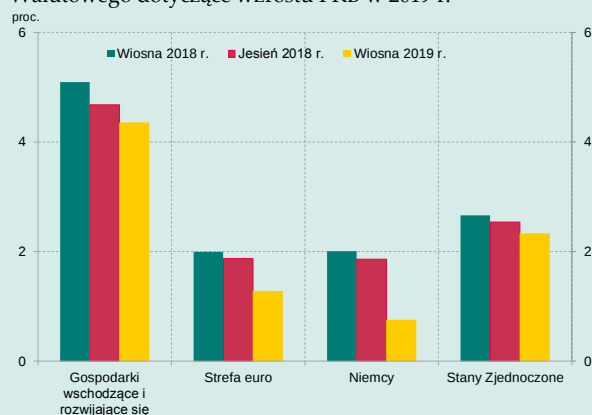
⁸ Spośród gospodarek europejskich w ostatnich miesiącach stopy procentowe zostały natomiast podniesione w Norwegii i w Czechach. Jednocześnie Bank Czech sygnalizuje stabilizację stóp, a Bank Norwegii wskazuje na możliwość dalszych nieznacznych podwyżek w kolejnych kwartałach, wobec utrzymywania się inflacji, w tym inflacji bazowej, powyżej celu banku centralnego oraz prognozowanego wyraźnego przyśpieszenia wzrostu gospodarczego w związku ze wzrostem aktywności w sektorze wydobywa ropy naftowej.

⁹ Zmiany w polityce handlowej polegające na zwiększaniu ceł importowych na wybrane produkty były wprowadzane przez Stany Zjednoczone od stycznia 2018 r. przede wszystkim wobec Chin (w mniejszym stopniu wobec krajów UE), co spotykało się najczęściej z analogiczną odpowiedzią partnerów handlowych. Ogółem w 2018 r. Stany Zjednoczone podniosły cła na import towarów z Chin o wartości około 250 mld USD, a w maju br. na import o wartości około 200 mld USD i jednocześnie rozpoczęły przygotowania do objęcia cłem importu towarów z tego kraju o wartości ponad 300 mld USD. W odpowiedzi Chiny wprowadziły w 2018 r. cła na import ze Stanów Zjednoczonych o wartości 60 mld USD i podniosły je od czerwca 2019 r.

¹⁰ W części gospodarek wschodzących w II i III kw. 2018 r. nastąpił silny odpływ kapitału, czemu towarzyszyło osłabienie kursów walutowych, spadek cen akcji oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych. Natomiast na rynkach rozwiniętych nastroje istotnie pogorszyły się w IV kw. 2018 r., co przejawiało się m.in. wyraźnym spadkiem cen akcji.

Wykres R.1 Roczna dynamika wolumenu handlu światowego i produkcji przemysłowej na świecie (3-miesięczna średnia ruchoma)**Wykres R.2** Wskaźnik koniunktury PMI dla gospodarki światowej

W konsekwencji średnioterminowe prognozy wzrostu PKB dla wielu gospodarek zostały obniżone (Wykres R.3)¹¹. Dotyczyło to przede wszystkim strefy euro, zwłaszcza Niemiec, a także wielu dużych gospodarek wschodzących (m.in. Argentyny, Brazylii, Indii, Indonezji, Meksyku i Turcji). Jednocześnie oczekiwania dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych – gdzie koniunktura pozostawała relatywnie korzystna – zostały zrewidowane w mniejszym stopniu. Natomiast prognozy wzrostu gospodarczego dla Chin, choć nie były w ostatnich kwartałach istotnie zmieniane, wskazywały na dalsze stopniowe spowalnianie dynamiki aktywności gospodarczej w tym kraju w średnim okresie.

Wykres R.3 Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego dotyczące wzrostu PKB w 2019 r.

Pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego – następujące w warunkach utrzymującej się umiarkowanej inflacji – skłoniło główne banki centralne w I połowie 2019 r. do wyraźnego złagodzenia retoryki dotyczącej prowadzonej przez nie polityki pieniężnej w przyszłości, czemu towarzyszył wzrost oczekiwań na jej luzowanie.

Fed, po czterech podwyżkach przedziału dla stopy *fed funds* w 2018 r. (w tym ostatniej w grudniu ub.r. do poziomu 2,25%-2,50%), od stycznia br. złagodził swoje zapowiedzi co do przyszłej polityki pieniężnej. W szczególności w styczniu br. po raz pierwszy od

czterech lat zrezygnował w komunikacie z sygnalizowania dalszego stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej i wskazał, że przy określaniu przyszłych zmian stóp procentowych będzie „cierpliwy”. W warunkach utrzymującej się korzystnej koniunktury w Stanach Zjednoczonych, Fed uzasadniał złagodzenie retoryki rozwojem wydarzeń w gospodarce światowej i na światowych rynkach finansowych oraz ograniczoną krajową presją inflacyjną. Następnie w czerwcu br. Fed, wskazując na wzrost niepewności dotyczącej dalszego

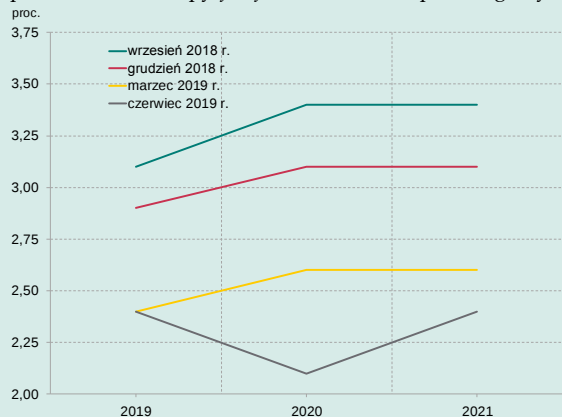
¹¹ Prognozy wzrostu gospodarczego na świecie na 2019 r. zostały obniżone przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) z 3,7% (w październiku 2018 r.) do 3,3% (w kwietniu 2019 r.), Komisję Europejską z 3,5% (w listopadzie 2018 r.) do 3,2% (w maju 2019 r.), Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) również z 3,5% (w listopadzie 2018 r.) do 3,2% (w maju 2019 r.) oraz Banku Światowego z 2,9% (w styczniu 2019 r.) do 2,6% (w czerwcu 2019 r.).

kształtowania się koniunktury, podkreślił swoją gotowość do zmian w polityce pieniężnej, tak aby utrzymać relatywnie wysoki wzrost gospodarczy¹².

W związku z tym, o ile pod koniec 2018 r. mediana oczekiwań członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) dotyczących stóp procentowych wskazywała jeszcze na dwie podwyżki stóp w 2019 r., to w kolejnych rundach projekcyjnych przewidywana ścieżka stóp procentowych była obniżana. Najnowsza mediana projekcji członków Komitetu z 19 czerwca br. zakłada utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2019 r. (przy czym 8 z 17 członków Komitetu oczekuje obniżki stóp do końca roku, z czego 7 członków oczekuje w br. obniżek w sumie o 0,50 pkt proc.) oraz na ich obniżkę w 2020 r. (Wykres R.4). Ponadto w marcu br. Fed ogłosił wygaszanie – trwającego od października 2017 r. – procesu zmniejszania sumy bilansowej, który polegał na niereinwestowaniu części zapadających papierów wartościowych. Od maja br. miesięczna skala redukcji została ograniczona do maksymalnie 15 mld dolarów (z wcześniejszych 30 mld dolarów), a od października br., zgodnie z zapowiedzią, Fed przestanie zmniejszać sumę bilansową. Stabilizacja bilansu po jego wcześniejszej redukcji powinna oddziaływać w kierunku złagodzenia warunków finansowania.

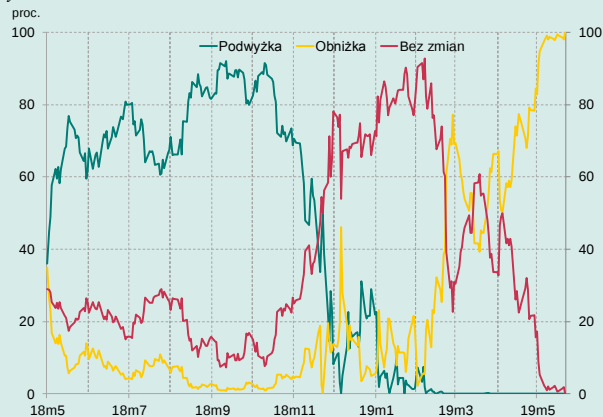
W reakcji na zmianę retoryki Fed zmieniły się również oczekiwania analityków, którzy na początku czerwca br. w ankiecie Bloomberg wskazali na stabilizację stóp procentowych w kolejnych kwartałach, podczas gdy jeszcze w grudniu ub.r. oczekiwali dwóch podwyżek stopy *fed funds* do końca 2019 r. łącznie o 0,50 pkt proc.¹³ Jednocześnie notowania kontraktów *fed funds futures* sugerują, że według uczestników rynków finansowych obniżka stóp procentowych w 2019 r. jest bardzo prawdopodobna, podczas gdy jeszcze w październiku ub.r. prawdopodobieństwo takiego scenariusza było według nich zbliżone do zera (Wykres R.5).

Wykres R.4 Mediana oczekiwań członków FOMC z września i grudnia 2018 r. oraz z marca i czerwca 2019 r. dotycząca środka przedziału dla stopy *fed funds* na koniec poszczególnych lat



Źródło: dane Fed.

Wykres R.5 Prawdopodobieństwo zmiany stopy *fed funds* do końca 2019 r. wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*



Źródło: dane Bloomberg.

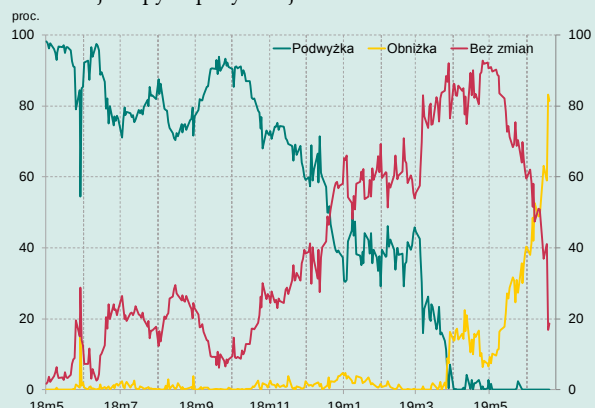
Z kolei EBC zakończył program skupu aktywów netto z końcem 2018 r., jednak już w styczniu br. obniżył swoją ocenę ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro z neutralnej do negatywnej, wskazując na m.in. utrzymujące się ryzyko w gospodarce światowej. W marcu br. EBC wyraźnie obniżył prognozy wzrostu gospodarczego i inflacji. Według ostatniej prognozy EBC (z czerwca br.) inflacja będzie się kształtować poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (tj. poniżej, ale blisko 2%) do końca horyzontu projekcji, tj. do

¹² Fragment komunikatu po posiedzeniu FOMC z 19 czerwca 2019 r.: „(...) the Committee will closely monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion (...)”.

¹³ Zgodnie z ankietą przeprowadzoną przez Bloomberg 13 czerwca 2019 r. i 14 grudnia 2018 r.

2021 r. Od początku br. wyraźnie obniżyły się także długoterminowe rynkowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro (Wykres R.7).

Wykres R.6 Prawdopodobieństwo rynkowe zmian lub stabilizacji stopy depozytowej EBC do końca 2019 r.



Źródło: dane Bloomberg.

Prawdopodobieństwo wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight index swap*.

Wykres R.7 Długoterminowe rynkowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwana średnia inflacja w okresie za 5 lat przez kolejne 5 lat wyznaczona na podstawie kontraktów *forward inflation-linked swap rate*.

W tych warunkach Rada Prezesów EBC w ostatnich miesiącach dwukrotnie wydłużała *forward guidance* dotyczące utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych i aktualnie zapowiada stabilizację stóp przynajmniej do I połowy 2020 r. (wcześniej komunikowała utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do lata 2019 r.). Jednocześnie podjęła decyzję o uruchomieniu od września br. nowej serii operacji TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), które mają wspierać akcję kredytową w strefie euro poprzez zapewnienie bankom korzystnych warunków finansowania¹⁴. Ponadto na konferencji prasowej w czerwcu br. prezes M. Draghi zasygnalizował, że niektórzy członkowie Rady Prezesów EBC wskazują na możliwość obniżenia stóp procentowych EBC lub wznowienia programu skupu aktywów¹⁵.

W związku ze złagodzeniem retoryki przez EBC wydłużył się oczekiwany okres stabilizacji stóp procentowych w strefie euro. Zgodnie z wynikami ankiety Bloomberg z maja br. analitycy oczekują, że stopa refinansowa EBC pozostanie niezmienną do końca 2020 r.¹⁶ Ponadto implikowane z opcji oczekiwania dotyczące kształtowania się 3-miesięcznej stopy EURIBOR na rynku międzybankowym od początku roku przesunęły się w dół i obecnie wskazują, że w perspektywie do I połowy 2021 r. stopa ta będzie kształtować się na obecnym lub nieco niższym poziomie (podczas gdy na przełomie 2018 i 2019 r. oczekiwania rynkowe wskazywały na wzrost tej stopy do końca 2020 r. w pobliże zera). Jednocześnie notowania kontraktów *overnight index swap* sugerują wyraźny wzrost prawdopodobieństwa obniżki stopy depozytowej do końca 2019 r. (Wykres R.6).

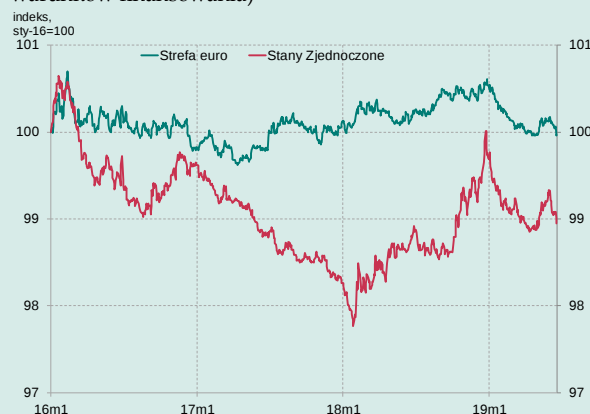
¹⁴ Zapowiedziane przez EBC szczegóły nowej serii operacji TLTRO zostały przedstawione w rozdziale 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*.

¹⁵ Ponadto w swoim przemówieniu na konferencji EBC w Sincrze 18 czerwca br., prezes M. Draghi stwierdził, że jeżeli koniunktura gospodarcza nie poprawi się i w związku z tym trwały powrót inflacji do celu EBC będzie zagrożony, to konieczne będzie dodatkowe poluzowanie polityki pieniężnej („*In the absence of improvement, such that the sustained return of inflation to our aim is threatened, additional stimulus will be required*”). Wskazał ponadto, że EBC ma możliwość dostosowania wszystkich instrumentów swojej polityki pieniężnej (w tym *forward guidance*, stóp procentowych i programu skupu aktywów).

¹⁶ Według ankiety przeprowadzonej przez Bloomberg 14 maja br.

Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Fed i EBC przyczyniło się do spadku rynkowych stóp procentowych. Rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro od przełomu 2018 i 2019 r. wyraźnie się obniżyły, w tym rentowność niemieckich obligacji 10-letnich spadła do najniższego poziomu w historii (około -0,3%). Jednocześnie od początku roku ceny akcji w tych gospodarkach wzrosły, po silnym spadku pod koniec 2018 r. W efekcie warunki finansowania w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro poprawiły się po zacieśnieniu w 2018 r. (Wykres R.8).

Wykres R.8 Wskaźnik warunków finansowania dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro (wzrost oznacza zacieśnienie warunków finansowania)



Źródło: dane Bloomberg.

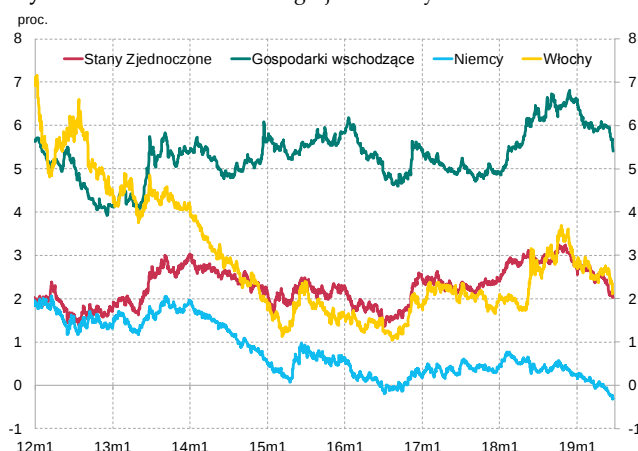
Wskaźnik (Goldman Sachs Financial Conditions Index) jest liczony jako średnia ważona (zgodnie z szacowanym wpływem poszczególnych zmiennych na PKB) stóp procentowych wolnych od ryzyka, spreadu rentowności obligacji korporacyjnych, cen akcji i kursu walutowego.

1.5 Światowe rynki finansowe

Wobec wyraźnego złagodzenia retoryki przez główne banki centralne w związku z pogorszeniem perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego, rentowności obligacji na świecie istotnie obniżyły się w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą i Ramka: Złagodzenie retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny*). Jednocześnie ceny akcji – podlegające w ostatnich kwartałach znacznym wahaniom – w gospodarkach rozwiniętych były zbliżone do historycznego maksimum, podczas gdy w gospodarkach wschodzących były tylko nieznacznie wyższe od wieloletniej średniej.

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji w gospodarkach rozwiniętych istotnie spadły (Wykres 1.14). Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych w połowie czerwca br. ukształtowała się w pobliżu 2,0% (wobec średnio 2,7% w styczniu br.), a w Niemczech po raz pierwszy od 2016 r. spadła poniżej zera i osiągnęła historyczne minimum na poziomie około -0,3%. Różnica w rentownościach obligacji tych gospodarek wynika z dysparytetu stóp procentowych tamtejszych banków centralnych oraz niższych długoterminowych

Wykres 1.14 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

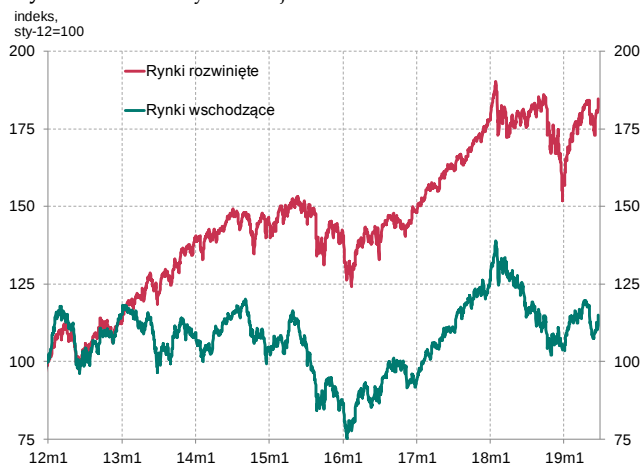
Stany Zjednoczone, Niemcy i Włochy – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

oczekiwań inflacyjnych w Niemczech. Również w wielu gospodarkach wschodzących rentowności obligacji obniżyły się od początku br. Wśród największych gospodarek strefy euro nadal na podwyższonym poziomie kształtują się rentowności obligacji skarbowych Włoch, ze względu na utrzymującą się niepewność co do perspektyw tamtejszej polityki fiskalnej.

Z kolei ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych ukształtowały się w pobliżu najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.15). W kierunku wzrostu cen akcji oddziaływało wyraźne złagodzenie retoryki przez główne banki centralne. Natomiast ograniczająco na ceny akcji wpływało pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej, w tym nasilające się okresowo obawy o negatywny wpływ zmian w polityce handlowej największych gospodarek. Czynniki te oddziaływały również niekorzystnie na ceny akcji na rynkach wschodzących, zwłaszcza w Chinach. W rezultacie ceny akcji na rynkach wschodzących pozostały umiarkowane i ukształtowały się tylko nieznacznie powyżej wieloletniej średniej.

Na rynku walutowym od początku br. euro nieco osłabiło się względem dolara amerykańskiego w warunkach korzystniejszych perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro (Wykres 1.16). Z kolei waluty gospodarek wschodzących nieznacznie umocniły się wobec dolara w związku z wyraźnym złagodzeniem przez Fed retoryki dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej.

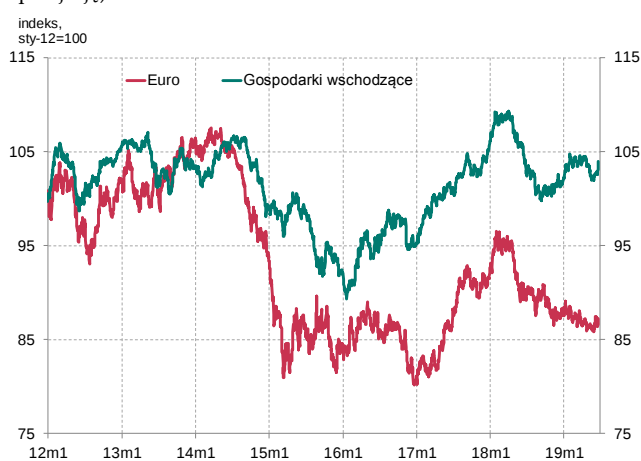
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.16 Kursy walut względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

2. Gospodarka krajowa

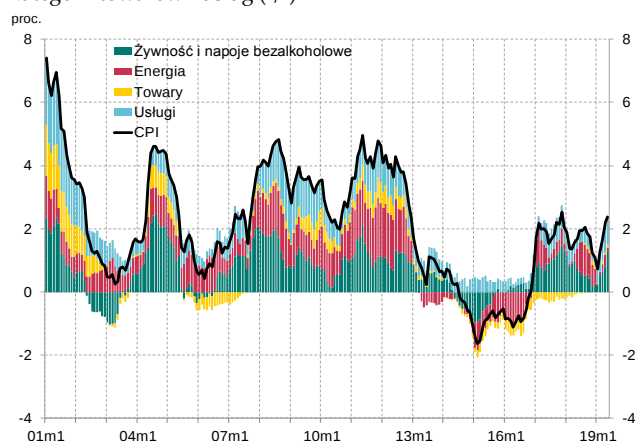
2.1 Ceny dóbr i usług

Po spadku w II połowie ub.r. dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce wzrosła w ostatnich miesiącach, jednak nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie (inflacja CPI w maju br. wyniosła 2,4% r/r; Wykres 2.1). Na pewne przyspieszenie wzrostu cen konsumpcyjnych złożył się wzrost dynamiki cen żywności pod wpływem rosnących cen surowców rolnych na świecie, a także inflacji bazowej w związku z nadal relatywnie silnym popytem konsumpcyjnym w kraju. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek administrowanych opłat za energię elektryczną w kraju oraz silna konkurencja na rynku globalnym i krajowym.

W ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen żywności (do 5,0% r/r w maju). W największym stopniu przyczynił się do tego spadek podaży niektórych produktów rolnych, przede wszystkim wieprzowiny i warzyw (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W kierunku wzrostu dynamiki cen żywności oddziaływały też zwiększające się koszty jej produkcji (szczególnie w przypadku pieczywa i wyrobów cukierniczych).

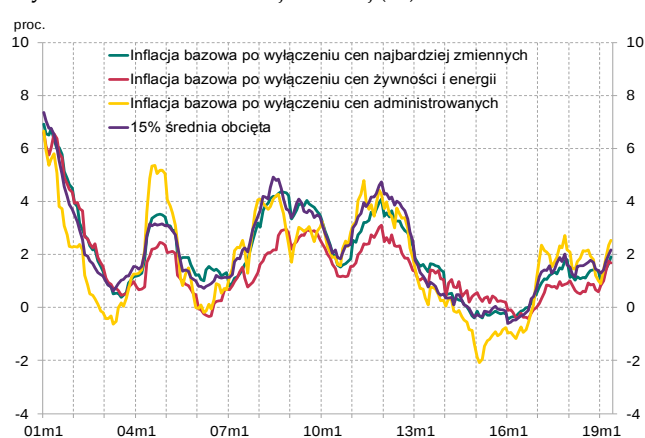
Od początku br. zwiększyły się wszystkie miary inflacji bazowej, w tym inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii (w maju wyniosła ona 1,7% r/r; Wykres 2.2). Był to efekt wzrostu dynamiki cen usług (3,1% r/r w maju) przy nieznacznym wzroście dynamiki cen towarów nieżywnościowych (0,4% r/r w maju). Do przyspieszenia wzrostu cen usług od początku br. najbardziej przyczynił się wzrost dynamiki cen usług w zakresie telefonii komórkowej i internetu,

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.

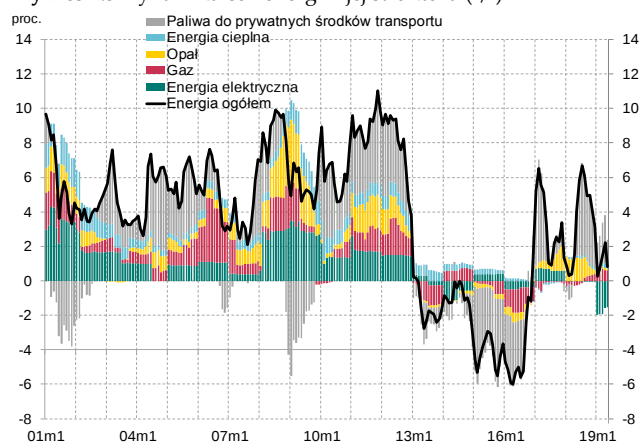
administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (opłaty za wywóz śmieci i czynsze) oraz cen usług turystyki zorganizowanej za granicą. Na zwiększenie się dynamiki cen usług – obok dobrej koniunktury w gospodarce krajowej – miało wpływ ustąpienie czynników jednorazowych, które wcześniej przejściowo ograniczały wzrost cen¹⁷.

Dynamika cen energii, po wyraźnym obniżeniu się na przełomie 2018 i 2019 r., ukształtowała się na relatywnie niskim poziomie (0,8% r/r w maju). Głównym czynnikiem, który od początku roku ograniczał wzrost cen energii, był spadek opłat za energię elektryczną (Wykres 2.3). Spadek ten był efektem wejścia w życie ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej (jako towaru) dla odbiorców końcowych w br. na poziomie z 2018 r. oraz obniżającej stawkę podatku akcyzowego i opłatę przejściową za energię elektryczną¹⁸.

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu – po niewielkim wzroście na początku br. – w ostatnim okresie wyraźnie się obniżyła (do 1,4% r/r w maju), na co wpłynęły m.in. niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej na rynkach światowych (Wykres 2.4).

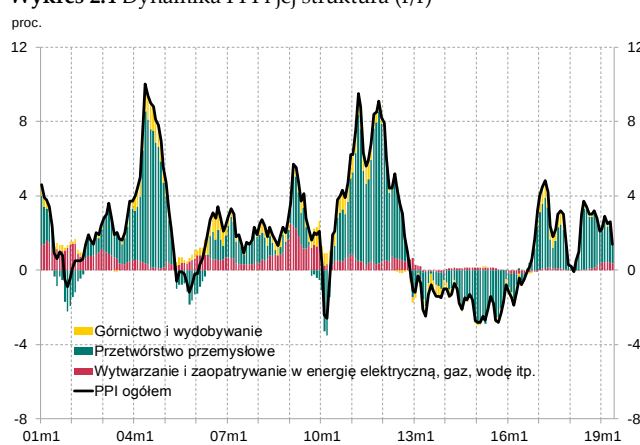
W ostatnich miesiącach ankietowe opinie konsumentów na temat przyszłej inflacji nie zmieniły się istotnie i – po przejściowym wzroście w grudniu ub.r. – kształtują się ponownie w pobliżu średniego poziomu z II połowy 2018 r. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, mimo pewnego spadku w I połowie br., są nadal nieco wyższe niż przeciętnie w ub.r. (Wykres 2.5). Z kolei ekonomiści ankietowani przez NBP w dalszym ciągu oczekują, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

Wykres 2.3 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



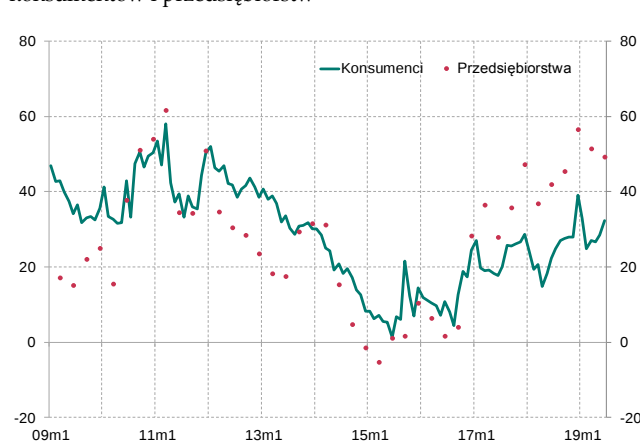
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

¹⁷ Na początku br. wygasły wprowadzone w listopadzie ub.r. promocje dotyczące cen telefonii komórkowej i internetu oraz usług telewizyjnych.

¹⁸ „Ustawa o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw” z 28 grudnia 2018 r. (Dz.U. 2018 poz. 2538, z późn. zm.).

2.2 Popyt i produkcja

Roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie, mimo nieznacznego obniżenia na początku br. (Wykres 2.6). W I kw. 2019 r. tempo wzrostu PKB wyniosło 4,7% r/r (wobec 4,9% r/r w IV kw. 2018 r.). Wyraźnie dodatni wkład do wzrostu PKB mają zarówno konsumpcja, jak i inwestycje, spożycie publiczne oraz eksport netto (Tabela 2.2).

Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny, choć rośnie on nieco wolniej niż w I połowie 2018 r. Konsumpcja jest wspierana przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, w tym systematyczny wzrost płac, utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumentów oraz rosnący kredyt konsumpcyjny (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

Bardzo ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również inwestycje – zarówno publiczne, jak i przedsiębiorstw. Wzrost inwestycji publicznych pozostaje relatywnie silny pomimo pewnego spowolnienia w I kw. br. Z kolei wzrost inwestycji przedsiębiorstw – zwłaszcza średnich i dużych – w I kw. wyraźnie przyspieszył za sprawą zarówno inwestycji infrastrukturalnych współfinansowanych ze środków unijnych, jak i pozostałych inwestycji przedsiębiorstw, którym sprzyja wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*).

Istotny wkład do wzrostu PKB mają również wydatki publiczne na dobra i usługi. W I kw. br. wzrost spożycia publicznego przyspieszył, co było częściowo związane z wyższą dynamiką funduszu płac w samorządach i służbach mundurowych.

Również wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w I kw. br. dodatni wobec nadal szybszego wzrostu eksportu niż importu. Jednocześnie dynamika importu obniżyła się. Dotyczyło to w szczególności dóbr pośrednich – a zwłaszcza paliw – oraz dóbr konsumpcyjnych, co wynikało

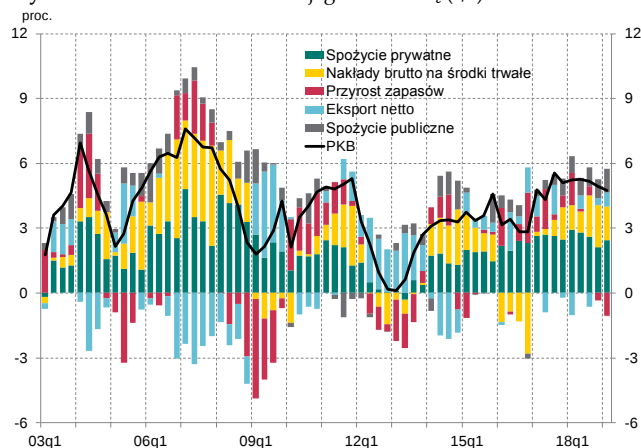
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	18q2	18q3	18q4	19q1	19q2
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,1	2,4	2,3	2,4	2,6
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,2	2,3	2,3	2,3	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,5	2,4	2,6	2,3	-

Źródło: dane NBP i Reuters.

Jako oczekiwaniami inflacyjnymi analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwaniami inflacyjnymi 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.

Tabela 2.2 Dynamika PKB oraz wkłady do wzrostu (r/r; proc.)

	2017				2018				2019
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
PKB	4,8	4,3	5,5	5,1	5,2	5,3	5,2	4,9	4,7
Spożycie prywatne	2,6	2,7	2,7	2,5	2,9	2,8	2,6	2,1	2,5
Spożycie publiczne	0,3	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,1
Nakłady brutto na środki trwałe	0,2	0,3	0,7	1,5	1,1	1,0	1,9	2,0	1,6
Przyrost zapasów	0,7	1,8	0,3	0,5	1,5	0,1	0,4	-0,3	-1,1
Eksport netto	0,9	-0,9	1,3	-0,2	-1,0	0,6	-0,6	0,3	0,7

Źródło: dane GUS.

zapewne z późniejszego niż przed rokiem terminu Świąt Wielkanocnych.

2.2.1 Konsumpcja

Konsumpcja pozostaje głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce. Dynamika spożycia gospodarstw domowych utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, choć od kilku kwartałów stopniowo się obniża (Wykres 2.7) i w I kw. br. wyniosła 3,9% r/r wobec 4,2% r/r w IV kw. ub.r.

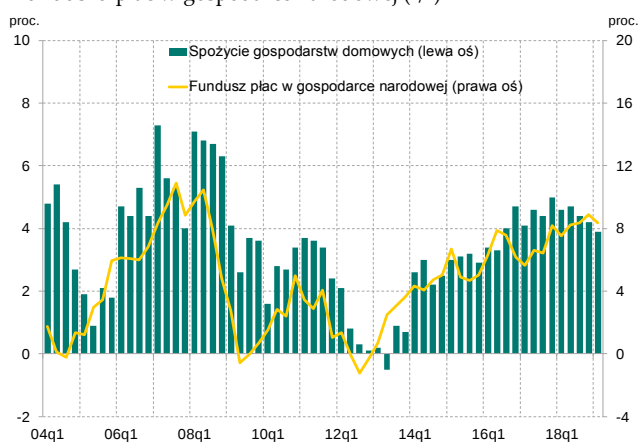
W kierunku wzrostu konsumpcji oddziałuje dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych, wynikająca z korzystnej z ich punktu widzenia sytuacji na rynku pracy, w tym rosnących płac, a także bardzo pozytywne nastroje konsumentów i relatywnie wysoka dynamika kredytu konsumpcyjnego (Wykres 2.8; por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*). Optymizmowi gospodarstw domowych sprzyja oczekiwany wzrost dochodów do dyspozycji, związany m.in. ze wzrostem wynagrodzeń oraz ogłoszonym przez rząd pakietem działań fiskalnych (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy* i rozdz. 2.2.3 *Sektor finansów publicznych*).

2.2.2 Inwestycje

W I kw. br. dynamika inwestycji znacząco wzrosła (do 12,6% r/r wobec 8,2% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.9). Według szacunków NBP po raz pierwszy od kilku lat największy udział we wzroście nakładów brutto na środki trwałe miały inwestycje przedsiębiorstw. Jednocześnie dynamika inwestycji publicznych pozostaje relatywnie wysoka, mimo pewnego obniżenia w I kw. br.

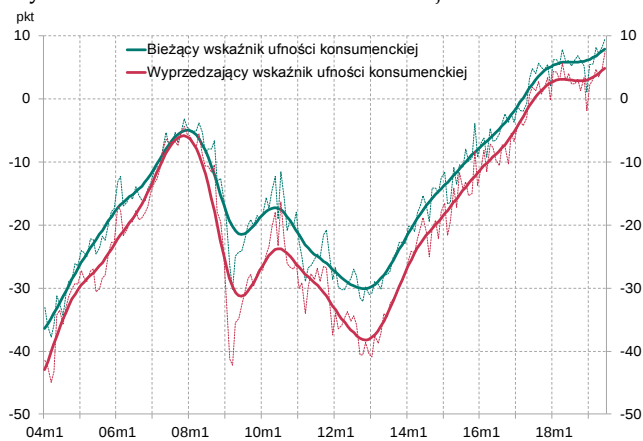
Wzrost nakładów przedsiębiorstw w I kw. br. przyspieszył, wspierany przez wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych i korzystną koniunkturę w przemyśle (Wykres 2.10; por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*). Dynamika realna inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw wyraźnie wzrosła (do 22,2% r/r w I kw. br. wobec 12,7% r/r

Wykres 2.7 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

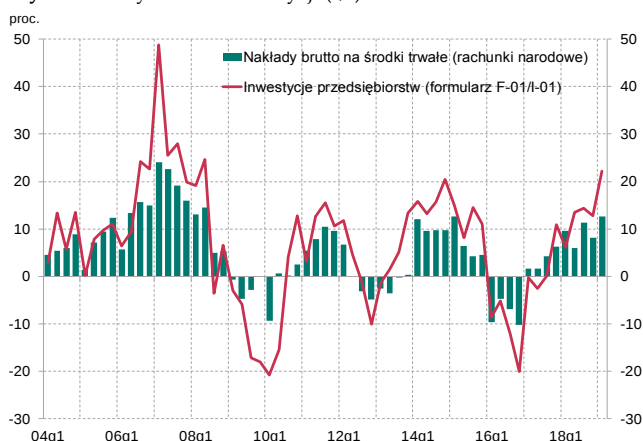
Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



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).

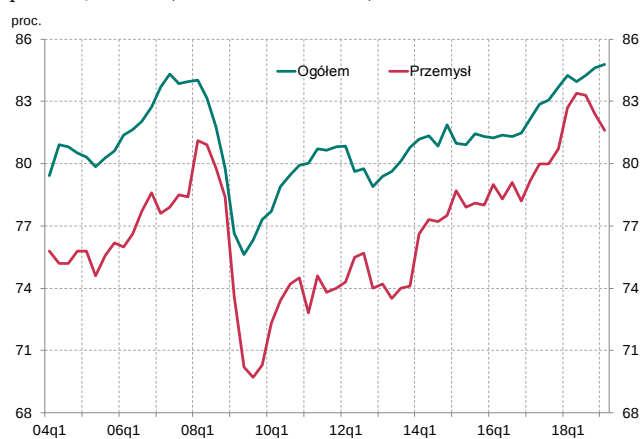
w IV kw. ub.r.)¹⁹. Wzrost inwestycji notowano we wszystkich głównych sektorach działalności firm (Wykres 2.11). Przedsiębiorstwa wyraźnie zwiększyły nakłady na budynki i budowle, czemu sprzyjało rosnące wykorzystanie środków unijnych przeznaczonych na inwestycje infrastrukturalne firm, a dynamika nakładów na maszyny i urządzenia pozostała relatywnie wysoka (wyniosła nominalnie 12,2% r/r w I kw. br.).

Utrzymuje się także istotny wzrost inwestycji publicznych, choć jego tempo w I kw. br. było niższe niż w poprzednich kwartałach. Spowolnienie wzrostu inwestycji publicznych wynikało w znacznym stopniu z obniżenia dynamiki nakładów jednostek samorządu terytorialnego, po ich silnym wzroście w 2018 r. związanym m.in. z realizacją licznych projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi (dynamika nakładów tego sektora w I kw. br. wyniosła 13,8% r/r wobec 37,8% r/r w IV kw. ub.r.)²⁰.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

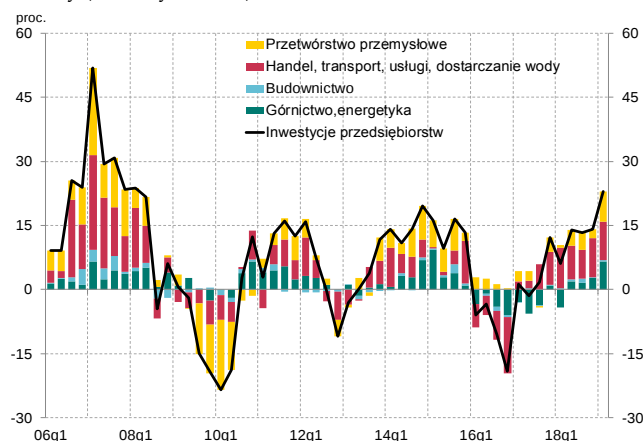
W 2018 r. nastąpiła dalsza znacząca poprawa sytuacji sektora finansów publicznych. Zgodnie z wiosenną notyfikacją fiskalną deficyt sektora (ESA2010) wyniósł 0,4% PKB wobec 1,5% PKB w 2017 r. i ukształtował się na historycznie niskim poziomie (Wykres 2.12)²¹. Poprawa ta była rezultatem dynamicznego wzrostu dochodów podatkowych oraz składek na ubezpieczenia społeczne (odpowiednio o 10,2% r/r i 8,3% r/r), czemu sprzyjały korzystna koniunktura gospodarcza i bardzo dobra z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy, a także dalsza poprawa ściągalności VAT²². Jednocześnie wzrost wydatków publicznych ogółem (bez

Wykres 2.10 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw (ogółem) i GUS (przemysł).

Wykres 2.11 Dynamika inwestycji przedsiębiorstw z podziałem na sektory (r/r, ceny bieżące)



Źródło: dane GUS (formularz F-01/I-01), obliczenia NBP.

¹⁹ Obliczenia NBP na podstawie danych z formularza F-01/I-01.

²⁰ Dane w ujęciu memoriałowym, opracowane przez NBP zgodnie z metodyką przedstawioną w publikacji *Statystyka sektora instytucji rządowych i samorządowych*, GUS, 2010 r.

²¹ Komunikat dotyczący deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2018 r., GUS, 23 kwietnia 2019 r.

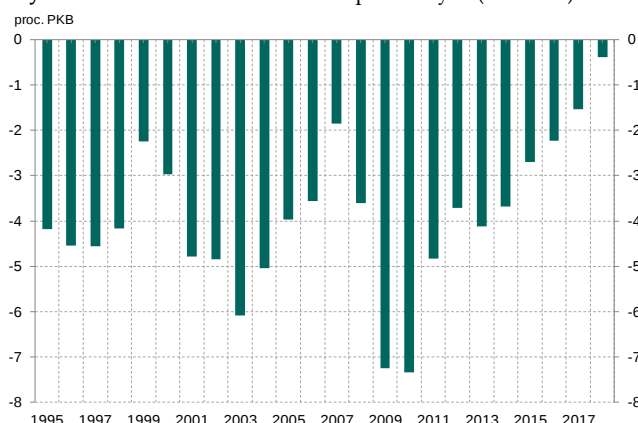
²² Szacunki Ministerstwa Finansów wskazują, że skala poprawy ściągalności w 2018 r. wyniosła około 0,3% PKB. Por. *Program Konwergencji. Aktualizacja 2019*, Rzeczpospolita Polska, Warszawa, kwiecień 2019 r., s. 14.

środków unijnych) odnotowany w 2018 r. był umiarkowany (5,9% r/r).

W 2019 r. można spodziewać się pogorszenia wyniku sektora finansów publicznych (ESA2010), w głównej mierze wskutek realizacji pakietu fiskalnego przedstawionego przez rząd w lutym br. oraz wprowadzenia przepisów mających na celu przeciwdziałanie wzrostowi cen energii elektrycznej dla jej odbiorców. Zgodnie z prognozami rządu (aktualizacja Programu Konwergencji z kwietnia br.) oraz Komisji Europejskiej (z maja br.) deficyt sektora nie powinien przy tym w 2019 r. przekroczyć poziomu 2% PKB, natomiast w 2020 r. wspomniane prognozy przewidują poprawę wyniku.

Wzrost wydatków związanych z pakietem fiskalnym wyniesie około 0,9% PKB w 2019 r. Wzrost ten będzie wynikał przede wszystkim z jednorazowej wypłaty tzw. trzynastej emerytury (kwiecień-czerwiec br.)²³ oraz rozszerzenia programu „Rodzina 500 plus” na pierwsze dziecko niezależnie od dochodów w gospodarstwie domowym (od lipca br.)²⁴. Według aktualizacji Programu Konwergencji z kwietnia br. w 2020 r. negatywny wpływ tych działań na saldo sektora finansów publicznych ma zostać częściowo zrekompensowany zmianami po stronie dochodowej (m.in. zniesienie górnego limitu podstawy wymiaru składek na ubezpieczenia emerytalne i rentowe, indeksacja stawek akcyzy na wyroby alkoholowe i papierosy, wprowadzenie podatku cyfrowego), a także czynnikami jednorazowymi (opłata przekształceniowa przy przeniesieniu środków zgromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych na Indywidualne Konta Emerytalne, część wpływów z aukcji praw do emisji dwutlenku węgla).

Wykres 2.12 Saldo sektora finansów publicznych (ESA2010)



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

²³ Świadczenie w wysokości 1100 zł brutto dla emerytów, rencistów, pobierających emeryturę pomostową, nauczycielskie świadczenie kompensacyjne, zasiłki i świadczenia przedemerytalne oraz rentę socjalną.

²⁴ Pakiet fiskalny zawiera również działania dotyczące wspierania lokalnych połączeń autobusowych (projekt procedowany w Sejmie RP; planowane wejście w życie w 2019 r.) oraz zmniejszenia obciążeń w PIT (skutki dla sektora finansów publicznych od 2020 r.; m.in. zwolnienie z opodatkowania dochodów osób poniżej 26 roku życia, obniżenia niższej stawki PIT z 17 do 18%, dwukrotne podwyższenie kosztów uzyskania przychodów).

Na wyniki sektora finansów publicznych w 2019 r. oddziaływać będzie także ograniczenie tempa wzrostu inwestycji publicznych, w szczególności jednostek samorządu terytorialnego. Plany finansowe samorządów wskazują, że po odnotowaniu przez nie w 2018 r. wyjątkowo wysokiego tempa wzrostu wydatków inwestycyjnych (58,6% r/r²⁵), w bieżącym roku tempo to wyraźnie się obniży.

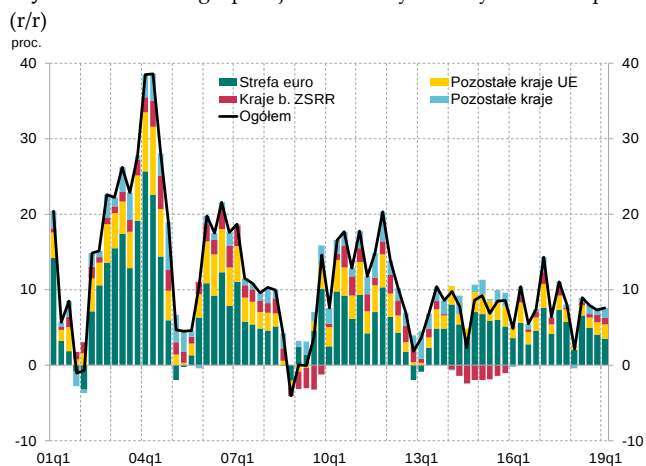
2.2.4 Handel zagraniczny²⁶

Pomimo słabej koniunktury w handlu światowym roczna dynamika wartości eksportu w I kw. br. nieznacznie wzrosła w porównaniu z IV kw. ub.r. Towarzyszył temu spadek dynamiki importu, która po raz pierwszy od kilku kwartałów była niższa od dynamiki eksportu²⁷.

Nieznaczne przyspieszenie wzrostu eksportu wynikało z wyższej dynamiki eksportu do krajów UE nienależących do strefy euro oraz do pozostałych krajów, przede wszystkim Chin (Wykres 2.13). Wzrost dynamiki eksportu był natomiast ograniczany przez dalsze spowolnienie wzrostu eksportu do strefy euro, gdzie koniunktura pozostaje relatywnie słaba (por. rozdz. 1.1. *Aktywność gospodarcza za granicą*). W ujęciu towarowym przyspieszył wzrost eksportu przede wszystkim dóbr pośrednich, głównie towarów zaopatrzeniowych oraz części i akcesoriów do środków transportu. Spowolnił natomiast eksport zarówno dóbr konsumpcyjnych, jak i inwestycyjnych.

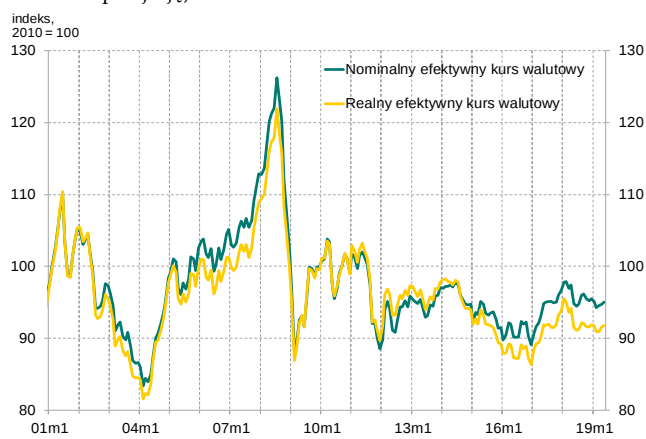
Nieznacznemu zwiększeniu dynamiki eksportu towarzyszył stabilny kurs złotego (Wykres 2.14). Nominalny kurs złotego zarówno względem euro, jak i dolara kształtował się powyżej kursu opłacalności eksportu wyznaczonego na

Wykres 2.13 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.14 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

²⁵ Dane w ujęciu memoriałowym, opracowane przez NBP zgodnie z metodyką przedstawioną w publikacji *Statystyka sektora instytucji rządowych i samorządowych*, GUS, 2010 r.

²⁶ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące nominalnej 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.

²⁷ W kwietniu dynamika wartości eksportu wyniosła 6,8% r/r wobec 7,6% r/r w I kw. br., z kolei dynamika importu w analogicznych okresach wyniosła 6,5% r/r wobec 5,3% r/r.

podstawie odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw. Jednocześnie kurs złotego nie stanowił bariery dla opłacalności importu²⁸.

W I kw. br. roczna dynamika importu obniżyła się względem IV kw. ub.r. głównie z powodu spowolnienia wzrostu importu dóbr pośrednich, w tym towarów zaopatrzeniowych i paliw (Wykres 2.15). W kierunku wyższej dynamiki importu oddziaływało z kolei przyspieszenie importu dóbr inwestycyjnych oraz pozostałych dóbr – w tym samochodów osobowych – których udział w imporcie ogółem jest jednak relatywnie niski.

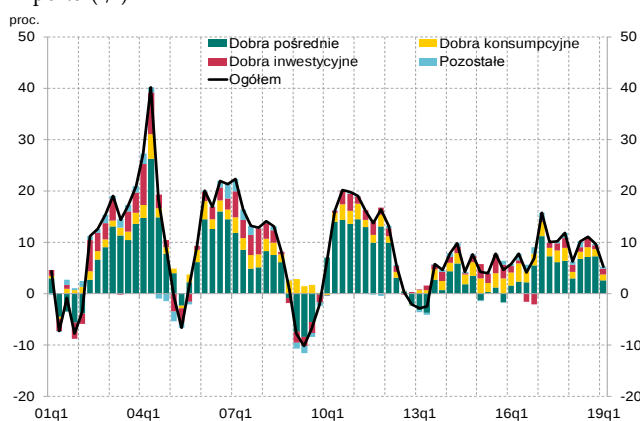
2.2.5 Produkcja

Wzrost aktywności obejmuje wszystkie sektory gospodarki (Wykres 2.16). Przy czym wzrost wartości dodanej w I kw. br. był generowany przede wszystkim przez sektor usług i przemysł, przy relatywnie niskim – i wyraźnie niższym niż w poprzednim kwartale – wkładzie budownictwa.

W przemyśle utrzymuje się dobra koniunktura, czemu sprzyja silny popyt wewnętrzny. Jednocześnie w I kw. br. – w ślad za wyhamowaniem spadku produkcji przemysłowej w strefie euro – zwiększyła się dynamika polskiej produkcji eksportowej. W efekcie wzrost produkcji przyspieszył do 6,1% r/r w I kw. br. z 5,5% r/r w IV kw. 2018 r. (Wykres 2.17; por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Dostępne dane za II kw. wskazują na utrzymanie się dynamiki produkcji w przemyśle na zbliżonym poziomie²⁹.

W usługach rynkowych dynamika wartości dodanej w I kw. była zbliżona do tej z IV kw. ub.r. (Wykres 2.18). Dalszemu obniżeniu uległo tempo wzrostu aktywności w handlu, co było związane z późniejszym niż przed rokiem terminem Świąt Wielkanocnych³⁰. Jednocześnie wartość dodana

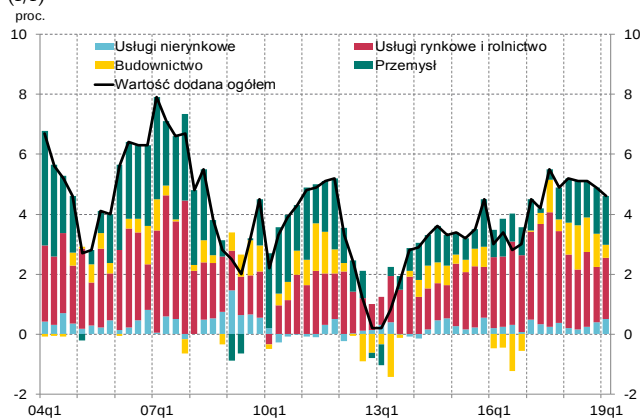
Wykres 2.15 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

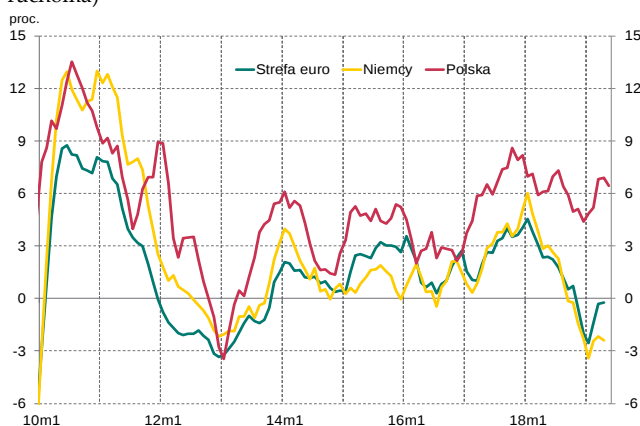
Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

Wykres 2.16 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17 Dynamika produkcji przemysłowej w strefie euro, Niemczech i Polsce (r/r, dane odsezonowane, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

²⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

²⁹ Choć w kwietniu i maju br. dynamika produkcji przemysłowej przyspieszyła do średnio 8,4% r/r, wynikało to jednak wyłącznie z korzystnej różnicy liczby dni roboczych (po wyeliminowaniu czynników sezonowych dynamika produkcji wyniosła 5,8% r/r).

³⁰ Ten sam czynnik (późniejszy termin Świąt Wielkanocnych) oddziałuje w kierunku wzrostu dynamiki wartości dodanej w handlu w II kw. br. Na korzystną koniunkturę w tym sektorze wskazuje przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej (średnio 8,8% r/r w kwietniu i maju wobec 4,5% r/r w I kw.).

obniżyła się w informacji i komunikacji. Natomiast w działalności finansowej i ubezpieczeniowej dynamika wartości dodanej wzrosła.

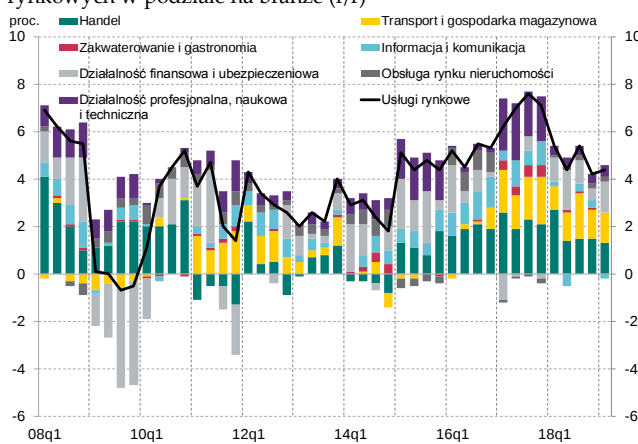
Z kolei dynamika produkcji w budownictwie w I kw. br. obniżyła się (do 9,9% r/r z 16,8% r/r w IV kw. ub.r.), choć nadal kształtuje się na relatywnie wysokim poziomie. Wzrost produkcji spowolnił przede wszystkim w budownictwie komercyjnym, a także w budownictwie mieszkaniowym, na co mogły wpłynąć ograniczenia po stronie podaży (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Na wysokim poziomie – choć niższym niż w I połowie 2018 r. – utrzymało się z kolei tempo wzrostu produkcji w budownictwie infrastrukturalnym, czemu sprzyjała rosnąca absorpcja środków unijnych. W II kw. br. – zgodnie z dostępnymi danymi – wzrost produkcji w budownictwie lekko przyspieszył, zwłaszcza w robotach specjalistycznych (Wykres 2.19)³¹.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Pomimo obniżenia się wyniku finansowego sektora przedsiębiorstw w I kw. 2019 r. w porównaniu do I kw. ub.r., sytuacja finansowa firm w większości branż jest nadal relatywnie dobra. Spadek wyniku brutto (o 5,0% r/r) był bowiem skoncentrowany przede wszystkim w branży energetycznej, podczas gdy w większości pozostałych branż wyniki wzrosły³².

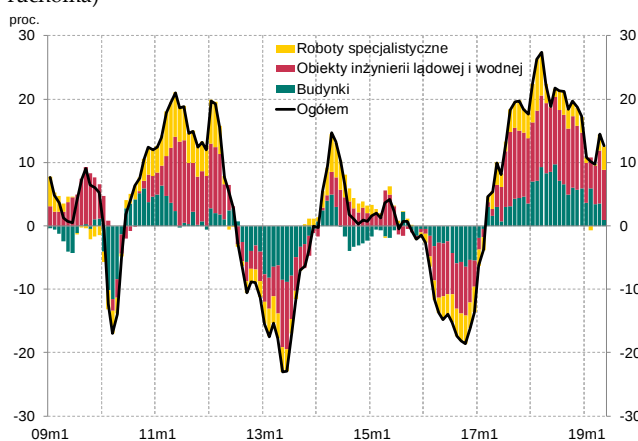
Obniżenie się wyniku finansowego brutto sektora przedsiębiorstw w I kw. br. względem I kw. ub.r. wynikało głównie ze spadku zysku na pozostałej działalności operacyjnej w efekcie zawiązania rezerw na przyszłe zobowiązania w branży energetycznej (Wykres 2.20). Towarzyszyła temu stabilizacja wyniku na sprzedaży, której sprzyjało przyspieszenie wzrostu przychodów z eksportu

Wykres 2.18 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



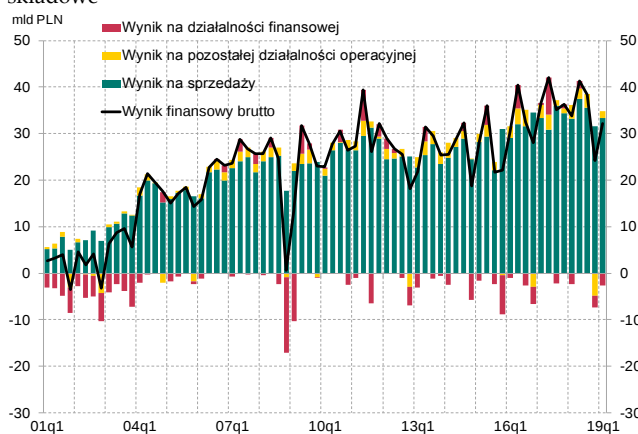
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³¹ Średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej w kwietniu i maju br. wyniosła 13,3% r/r.

³² W I kw. br. wynik finansowy brutto całego sektora przedsiębiorstw był niższy o 1,7 mld zł niż w I kw. ub.r., a w samej branży energetycznej wynik obniżył się w tym okresie o 2,9 mld zł. Jednocześnie w 44 z 76 branż wyniki finansowe wzrosły.

przy stabilnej dynamice przychodów ze sprzedaży krajowej. Jednocześnie dynamika przychodów ze sprzedaży była nieco niższa od dynamiki kosztów, co przełożyło się na pewne obniżenie wskaźnika rentowności tej działalności w porównaniu z I kw. 2018 r. Przy czym rentowność sprzedaży jest nadal na korzystnym poziomie (Tabela 2.3).

Jednocześnie – choć rentowność obrotu netto w I kw. była niższa niż w analogicznym okresie 2018 r. – odsetek firm rentownych wzrósł, a oceny własnej sytuacji ekonomicznej i prognozy rentowności ankietowanych przedsiębiorstw pozostały dobre³³.

Z kolei sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw – pomimo nieznacznego pogorszenia, na które wskazuje spadek wskaźnika płynności I stopnia w relacji rocznej – nadal jest relatywnie dobra. Wciąż wysoki odsetek firm deklaruje brak problemów z utrzymaniem płynności (78% badanych firm w I kw. br.). Co więcej przedsiębiorstwa odczuwające problemy w tym zakresie spodziewają się poprawy swojej płynności w II kw. br.³⁴

2.4 Rynek pracy

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia, choć niektóre dane sygnalizują stabilizację wielkości zatrudnienia (Wykres 2.21). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i liczba pracujących w gospodarce narodowej nadal rosną relatywnie szybko (odpowiednio 2,7% r/r w maju i 2,4% r/r w I kw. br.)³⁵. Z kolei dane BAEL sygnalizują nieznaczne obniżenie się liczby pracujących (spadek o 0,4% r/r w I kw. br.)³⁶.

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

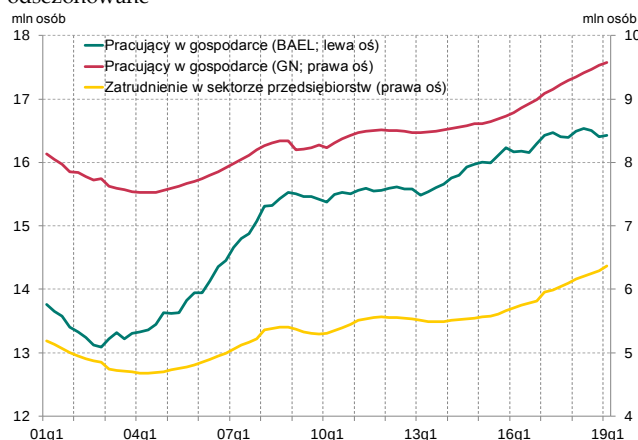
	2017				2018				2019
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,1	4,6	5,2	4,6	4,8	5,1	4,7	3,9	4,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,4	5,3	4,1	3,9	3,9	4,6	4,2	2,2	3,4
Udział firm rentownych	74,9	74,4	74,5	74,7	75,7	75,3	74,9	74,5	76,3
Wskaźnik płynności I stopnia	37,4	35,3	36,3	38,4	37,0	36,1	34,8	36,2	34,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Udział firm rentownych – dane odsezonowane.

Wykres 2.21 Liczba pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³³ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

³⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

³⁵ Na wzrost zatrudnienia wskazują też publikowane co rok dane GUS o pracujących w całej gospodarce (oprócz pracujących uwzględnionych w danych kwartalnych obejmują one m.in. mikrofirmy i rolników indywidualnych), zgodnie z którymi liczba pracujących na koniec 2018 r. była o 2,0% wyższa niż rok wcześniej.

³⁶ Niższa dynamika pracujących według BAEL może wynikać ze spadku liczby rolników indywidualnych oraz nieuwzględnienia w BAEL czasowych pracowników z zagranicy.

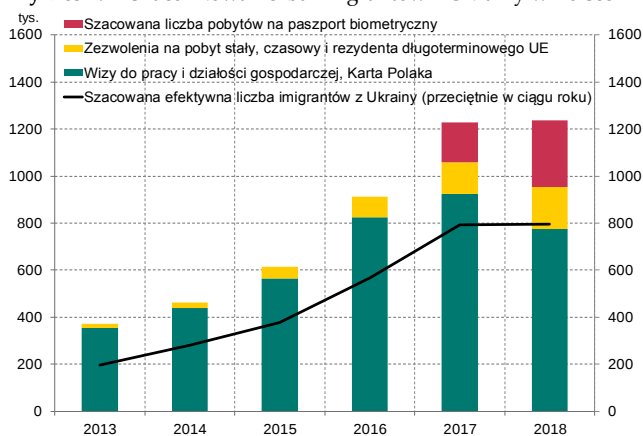
Wzrost części wskaźników zatrudnienia przy nieznacznym obniżeniu się liczby pracujących według BAEL przebiega w warunkach spowolnienia przyrostu popytu na pracę, na co wskazują dane o liczbie ofert pracy³⁷.

Jednocześnie ograniczająco na dynamikę zatrudnienia oddziałuje obniżająca się liczba osób aktywnych zawodowo według BAEL (o 0,7% r/r w I kw. 2019 r.). Spadek ten wynika ze zmniejszania się populacji w wieku produkcyjnym (15-64 lata; o 1,4% r/r w I kw.), którego nie równoważy stopniowy wzrost aktywności zawodowej w tej grupie wiekowej. Dane BAEL nie uwzględniają jednak czasowych pracowników z zagranicy, których przeciętna roczna liczba szacowana jest obecnie na około 1 mln osób, w tym około 800 tys. Ukraińców (Wykres 2.22).

W warunkach wysokiego poziomu zatrudnienia stopa bezrobocia osiągnęła bardzo niski poziom (Wykres 2.23). W tej sytuacji wiele przedsiębiorstw nadal sygnalizuje trudności ze znalezieniem pracowników. W ostatnich kwartałach skala tych trudności przestała jednak rosnąć – odsetek firm wskazujących brak kadr jako barierę rozwoju ustabilizował się na poziomie około 9%, a odsetek firm informujących o nieobsadzonych stanowiskach na poziomie nieco ponad 40%³⁸.

W rezultacie pozycja pracowników w negocjacjach płacowych pozostała silna, co znajduje odzwierciedlenie w stabilizacji na wysokim poziomie odsetka przedsiębiorstw sygnalizujących presję płacową³⁹. W efekcie dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce

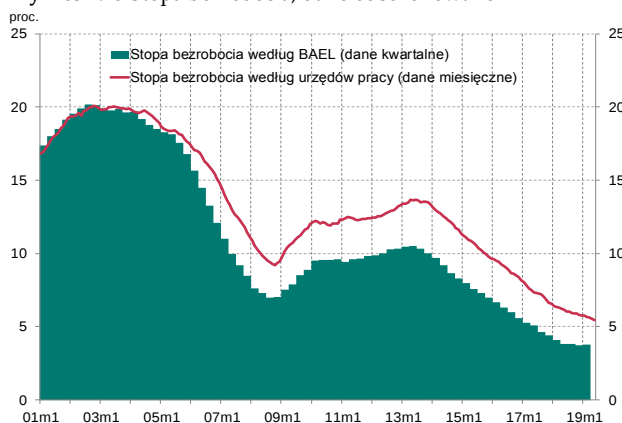
Wykres 2.22 Szacunkowa liczba imigrantów z Ukrainy w Polsce



Źródło: dane Straży Granicznej, MRPiPS, GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na czasowy charakter pracy imigrantów z Ukrainy w Polsce, założono że przeciętny imigrant z Ukrainy pracuje w Polsce około 7 miesięcy w roku.

Wykres 2.23 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

³⁷ Zgodnie z badaniem GUS, liczba nowo utworzonych miejsc pracy w I kw. br. wzrosła o 1,7% r/r, podczas gdy w I kw. 2018 r. wzrosła o 14,4% r/r. Na podobne spowolnienie tempa kreacji miejsc pracy wskazuje Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w internecie, który wzrósł w maju br. o 4,7% r/r, podczas gdy w I kw. 2018 r. rósł o ponad 20% rocznie. Równocześnie liczba zgłoszonych w ciągu miesiąca ofert pracy w urzędach pracy spadła w maju o 13,6% r/r, co było jednak najprawdopodobniej związane ze zmianą zasad dotyczących zamieszczania ofert w urzędach pracy w przypadku chęci zatrudnienia cudzoziemców na podstawie zezwolenia na pracę sezonową.

³⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

³⁹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

ustabilizowała się w pobliżu 7% (w I kw. br. wyniosła 7,1% r/r; Wykres 2.24)⁴⁰.

Jednocześnie wzrost wydajności pracy nieznacznie przyspieszył (dynamika liczby pracujących obniżyła się wyraźniej niż tempo wzrostu PKB). W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy obniżyła się i pozostaje umiarkowana (w I kw. br. wyniosła 1,8% r/r wobec 2,3% średnio w 2018 r.; Wykres 2.25).

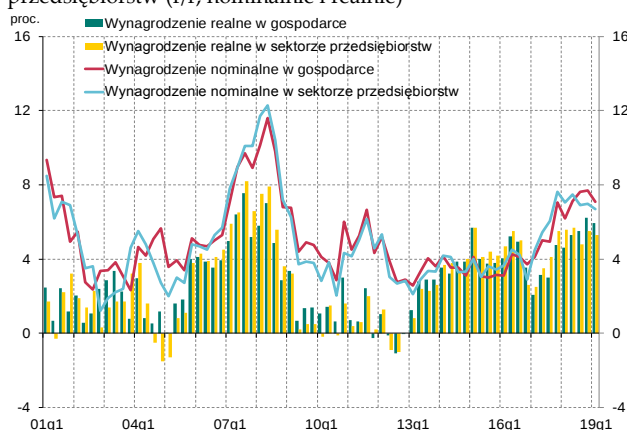
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości nie zmieniły się istotnie od początku br. i nadal wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.26). Jest to związane z utrzymywaniem się bieżącej i oczekiwanej inflacji w pobliżu celu inflacyjnego NBP, a także oczekiwanym przez uczestników rynku kształtowaniem się stóp procentowych w strefie euro na obecnym lub niższym poziomie (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług* i rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

2.5.1 Rynki finansowe

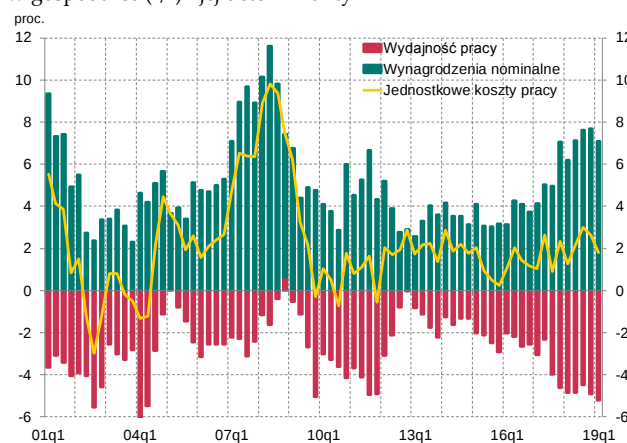
W warunkach spadku rentowności obligacji na rynkach światowych rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji skarbowych obniżyły się w ostatnim okresie w pobliżu najniższych poziomów w historii (Wykres 2.27; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w połowie czerwca wyniosła około 2,4%. Spadkom rentowności polskich obligacji skarbowych sprzyjała także wysoka realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa już w pierwszych miesiącach br. oraz oczekiwania rynkowe na utrzymanie stóp procentowych NBP na obecnym poziomie. Niższa

Wykres 2.24 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

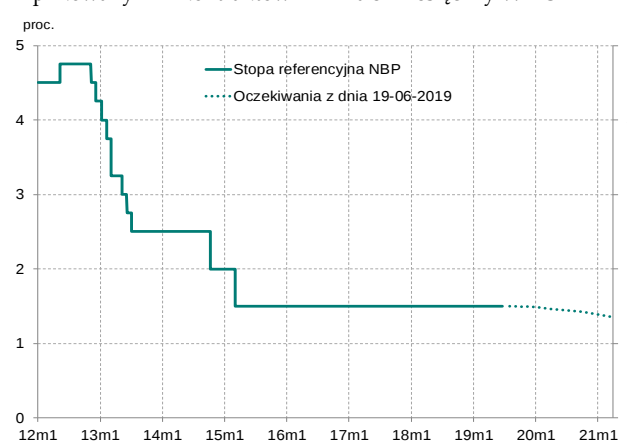
Wykres 2.25 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy zostały zdefiniowane jako wynagrodzenie nominalne w gospodarce narodowej podzielone przez wydajność pracy, która jest z kolei zdefiniowana jako PKB na pracującego według BAEL. Wzrost wydajności pracy jest zatem czynnikiem obniżającym dynamikę jednostkowych kosztów pracy, stąd na wykresie przyjmuje ujemne wartości.

Wykres 2.26 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

⁴⁰ W kwietniu i maju w sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń wyniosła średnio 7,4% r/r wobec 6,7% w I kw. br.

rentowność obligacji skarbowych w Polsce niż w większości gospodarek wschodzących odzwierciedla korzystną ocenę sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów, w tym brak istotnych nierównowag makroekonomicznych.

Ceny akcji na polskiej giełdzie – po istotnych wahanach związanych ze zmianami cen akcji na świecie – ukształtowały się na poziomie zbliżonym do notowanego w styczniu br. (Wykres 2.28). Ceny akcji pozostały w pobliżu poziomu z początku br. pomimo utrzymującego się relatywnie silnego wzrostu gospodarczego w Polsce (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

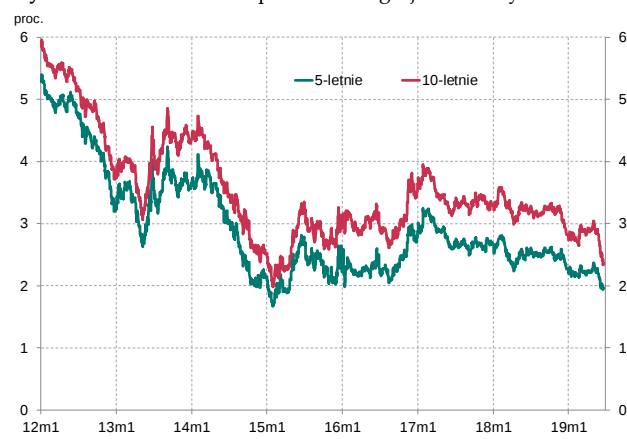
Jednocześnie kurs złotego do głównych walut pozostał stabilny (Wykres 2.29). W ostatnim czasie 3-miesięczna implikowana zmienność złotego względem euro osiągnęła historyczne minimum (Wykres 2.30). Świadczy to o relatywnej odporności polskiej waluty na zmiany czynników globalnych, którą wspierają dobre fundamenty makroekonomiczne krajowej gospodarki. W rezultacie średnie kursy złotego do euro i dolara amerykańskiego w połowie czerwca były zbliżone do notowanych w styczniu br.

2.5.2 Rynek nieruchomości⁴¹

Na rynku mieszkaniowym utrzymuje się wysoka aktywność. W I kw. br. liczba sprzedanych mieszkań – mimo stopniowego spadku w ostatnich kwartałach – pozostała wyraźnie wyższa od wieloletniej średniej (Wykres 2.31).

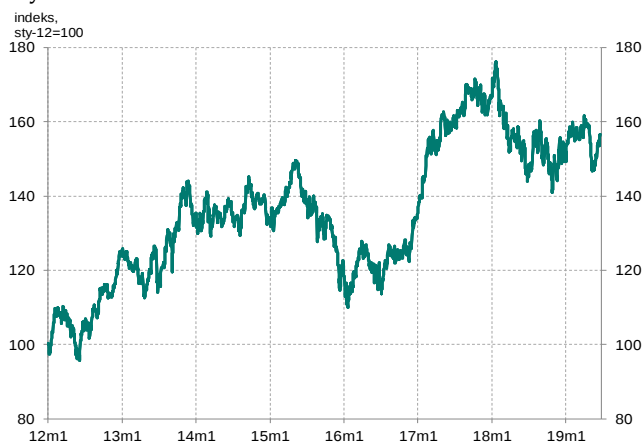
Wysoki popyt na mieszkania, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację pracowników na rynku pracy oraz optymistyczne nastroje konsumentów (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy* i rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*), jak również stabilne oprocentowanie kredytów hipotecznych.

Wykres 2.27 Rentowności polskich obligacji skarbowych



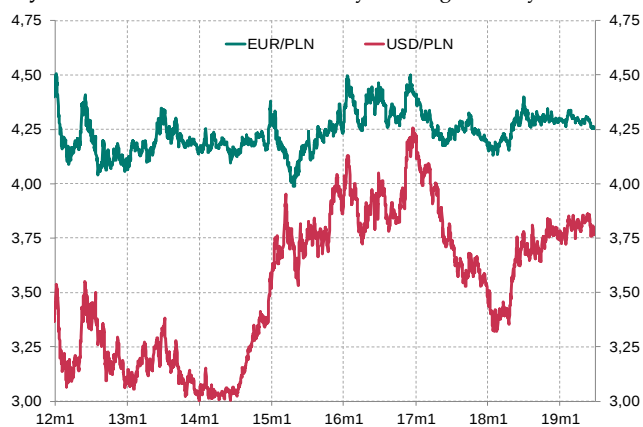
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.28 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

⁴¹ 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 2019 r.* NBP, czerwiec 2019 r.

Wysokiemu popytowi na mieszkania towarzyszy ich rosnąca podaż, na co wskazuje zwiększająca się liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, a także mieszkań oddanych do użytkowania⁴². Z kolei liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań ustabilizowała się. Zwiększaniu podaży mieszkań sprzyja nadal wysoka rentowność projektów deweloperskich. Jednocześnie dalsze dostosowywanie się podaży do rosnącego popytu może być utrudnione ze względu na rosnące ceny i malejącą dostępność gruntów, a także wobec zwiększających się kosztów materiałów oraz problemów z dostępnością pracowników budowlanych.

Wysokiej aktywności na rynku mieszkaniowym towarzyszył dalszy wzrost cen ofertowych i transakcyjnych mieszkań (Wykres 2.32)⁴³. Wynikał on z rosnących kosztów realizacji projektów deweloperskich, które – wobec utrzymującego się wysokiego popytu na mieszkania – deweloperzy w znacznym stopniu przekładali na ceny. Ponadto do wzrostu cen przyczyniło się zwiększenie udziału ofert i sprzedaży droższych mieszkań o lepszej jakości.

Na rynku nieruchomości biurowych w I kw. br. obserwowany był dalszy wzrost podaży, czemu sprzyjały wyższe stopy zwrotu z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż za granicą, 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*)⁴⁴. Wobec znacznego zasobu powierzchni biurowych, pomimo utrzymywania się wysokiego popytu na ich wynajem, stopa pustostanów w dużych miastach nieznacznie wzrosła⁴⁵. Z kolei w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w I kw. br.

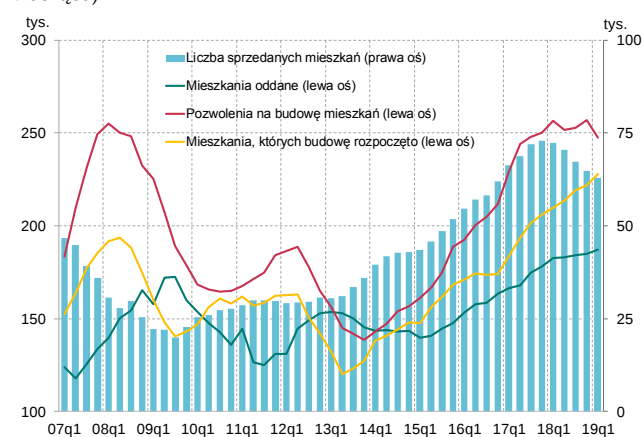
Wykres 2.30 Zmienność kursu złotego do euro



Źródło: dane Bloomberg.

3-miesięczna zmienność kursu walutowego implikowana z rynkowych cen opcji na parze walutowej EUR/PLN.

Wykres 2.31 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).

⁴² Zgodnie z danymi GUS, w I kw. 2019 r. liczba rozpoczętych budów wzrosła o 53,9 tys., tj. 12,3% r/r, oddano do użytkowania 47,4 tys. mieszkań, tj. o 5,8% więcej r/r, oraz uzyskano pozwolenia na budowę 57,2 tys. mieszkań, tj. o 13,9% mniej r/r.

⁴³ Średnie ceny transakcyjne mieszkań w 17 miastach w Polsce na rynku pierwotnym i wtórnym w I kw. br. były wyższe o 9,3% niż w I kw. 2018 r.

⁴⁴ Z kolei w kierunku obniżenia oczekiwanej zyskowności inwestycji w nieruchomości biurowe oddziaływał wzrost kosztów utrzymania zasobu tego typu nieruchomości.

⁴⁵ Stopa pustostanów to iloczyn powierzchni niewynajętej do całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni.

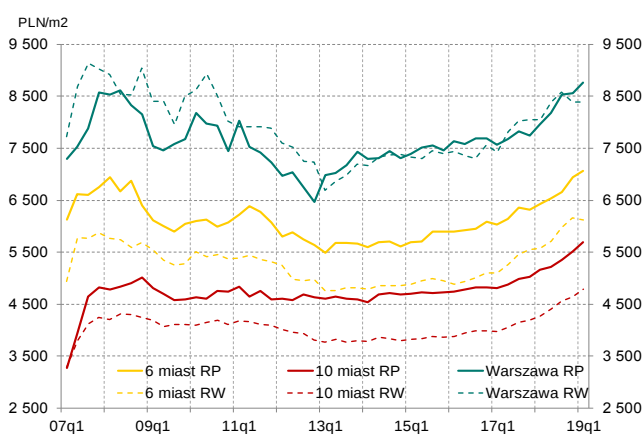
2.6 Pieniądz i kredyt

W I kw. br. roczna dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce w dalszym ciągu rosła (do 9,0% r/r z 8,4% r/r w IV kw. ub.r.)^{46,47}. Podobnie jak we wcześniejszych okresach, największy wkład do zmiany agregatu M3 miał przyrost depozytów gospodarstw domowych (Wykres 2.33).

W I kw. br. do zwiększenia stanu szerokiego pieniądza w największym stopniu przyczynił się wzrost kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytów ogółem pozostaje zbliżona do dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.34). W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów w odniesieniu do PKB utrzymuje się na stabilnym poziomie i na koniec I kw. br. wyniosła 51,7%.

Głównym źródłem wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego pozostają kredyty dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów od ponad dwóch lat stopniowo zwiększa się i w I kw. br. wyniosła 6,0% r/r (Wykres 2.35). Wzrost kredytu dla gospodarstw domowych przyspieszył w I kw. br. głównie ze względu na zwiększenie się dynamiki kredytów mieszkaniowych (do 5,1% r/r z 4,8% r/r w IV kw. ub.r.), przy stabilizacji dynamiki kredytów konsumpcyjnych na relatywnie wysokim poziomie (9,4% r/r wobec 9,3% r/r IV kw. ub.r.)⁴⁸. Wzrost wartości kredytów mieszkaniowych w I kw. br. wynikał z kolei ze wzrostu kredytów złotych (o 11,7% r/r), natomiast wartość portfela walutowych kredytów mieszkaniowych w dalszym ciągu obniżała się (spadek wyniósł

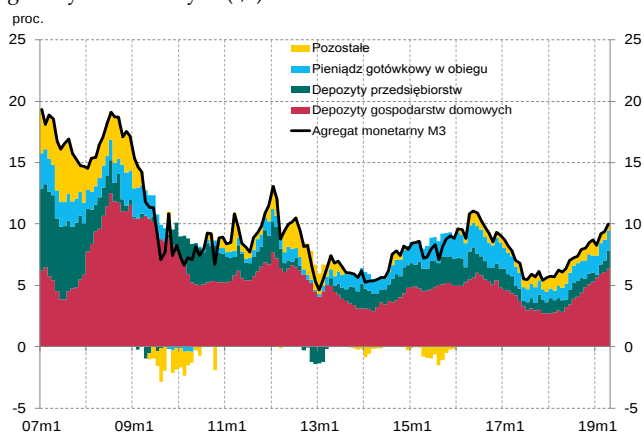
Wykres 2.32 Ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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.

Wykres 2.33 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).

⁴⁶ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

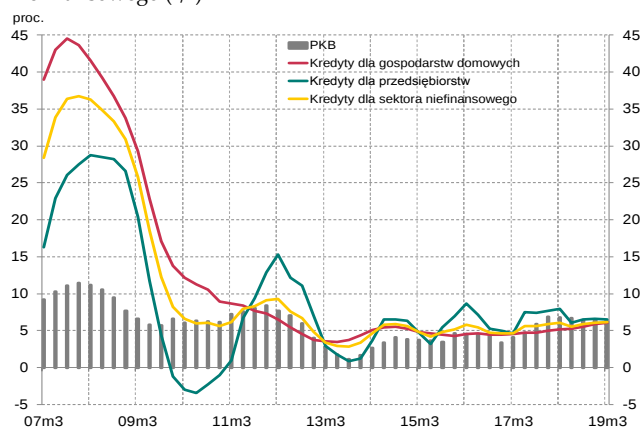
⁴⁷ W kwietniu 2019 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 10,0% r/r.

⁴⁸ W kwietniu 2019 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 6,1% r/r, w tym dynamika kredytów konsumpcyjnych 9,6% r/r, a dynamika kredytów mieszkaniowych 5,2% r/r.

8,0% r/r). Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjały m.in. stabilne stopy procentowe, korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy oraz bardzo dobre nastroje konsumentów (por. rozdz. 2.5 *Polityka pieniężna i rynki aktywów*, rozdz. 2.4 *Rynek pracy* i rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*). Natomiast ograniczająco na skalę wzrostu kredytów mieszkaniowych mogło oddziaływać pewne zaostrzenie kryteriów ich udzielania w II połowie 2018 r. Z kolei w I kw. br. zaostrzono nieznacznie kryteria i warunki udzielania kredytów konsumpcyjnych⁴⁹.

Również kredyty dla przedsiębiorstw w dalszym ciągu mają istotny wkład do wzrostu kredytów ogółem dla sektora niefinansowego. W I kw. br. dynamika tych kredytów utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (6,5% r/r w I kw. br.; Wykres 2.36)⁵⁰. Dynamika kredytów bieżących pozostała wysoka (12,3% r/r), a dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym utrzymała się na relatywnie niskim poziomie (2,7% r/r). Badania ankietowe przedsiębiorstw sugerują, że przyczyną relatywnie niskiego tempa wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym było preferowanie środków własnych w finansowaniu nowych inwestycji⁵¹. Wzrost kredytów dla przedsiębiorstw był także ograniczany przez dalsze zaostrzenie kryteriów i warunków udzielania kredytów, przede wszystkim w segmentach kredytów długoterminowych dla dużych przedsiębiorstw oraz kredytów krótkoterminowych dla małych i średnich przedsiębiorstw.

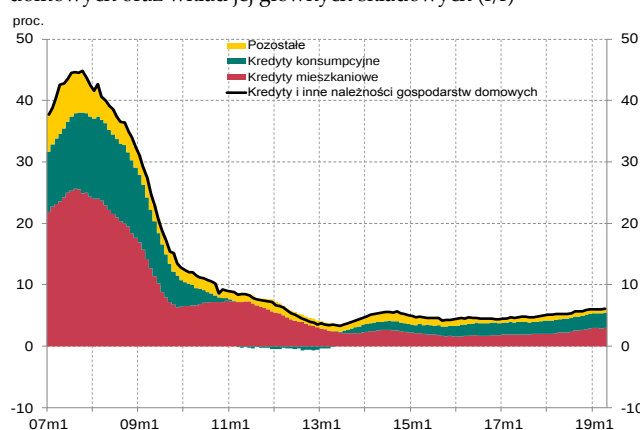
Wykres 2.34 Dynamika nominalnego PKB i kredytów dla sektora niefinansowego (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kredyty – kredyty i inne należności, roczne tempo wzrostu, średnia ruchoma z trzech miesięcy.

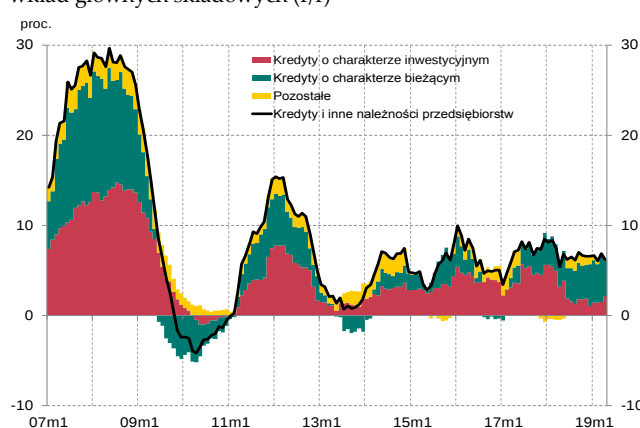
Wykres 2.35 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.36 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.

⁴⁹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2019 r., NBP, kwiecień 2019 r.

⁵⁰ W kwietniu 2019 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych wyniosła 6,2% r/r.

⁵¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

2.7 Bilans płatniczy

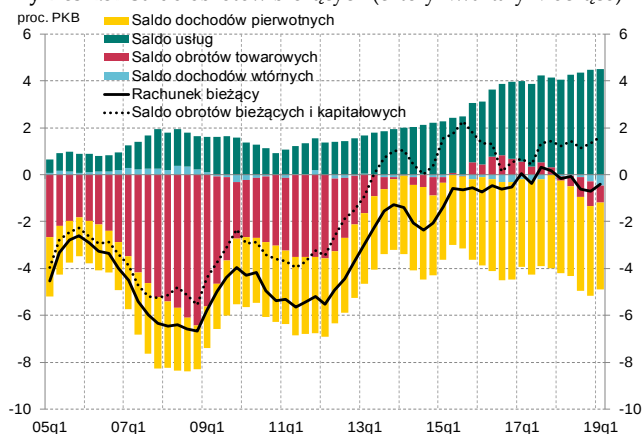
W I kw. br. saldo na rachunku obrotów bieżących zwiększyło się i było dodatnie, choć w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco pozostało nieznacznie ujemne (wyniosło -0,4% PKB wobec -0,7% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.37)⁵².

Podwyższenie salda wynikało przede wszystkim z obniżenia się – po raz pierwszy od kilku kwartałów – deficytu na rachunku obrotów towarowych, co było efektem przyspieszenia wzrostu eksportu (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Towarzyszyła temu wciąż wysoka – i zbliżona do notowanej w poprzednim kwartale – nadwyżka w handlu usługami. Natomiast saldo dochodów pierwotnych utrzymało się na istotnie ujemnym poziomie ze względu na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym ukształtowała się na poziomie zbliżonym do IV kw. ub.r. i wyniosła 2,0% PKB. Łączne saldo rachunku bieżącego oraz kapitałowego wzrosło (do 1,6% PKB w I kw. br. z 1,3% w IV kw. ub.r.), co wynikało ze zwiększenia się salda rachunku bieżącego.

Saldo na rachunku finansowym w I kw. br. zwiększyło się (do 1,5% z 1,1% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.38), do czego przyczynił się wzrost salda pozostałych inwestycji, przede wszystkim na skutek transakcji NBP⁵³. W kierunku wyższego salda na rachunku finansowym oddziaływało również wyższe saldo inwestycji portfelowych, które wynikało z dalszego zmniejszania zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych. W przeciwnym kierunku oddziaływało obniżenie się salda oficjalnych aktywów rezerwowych⁵⁴.

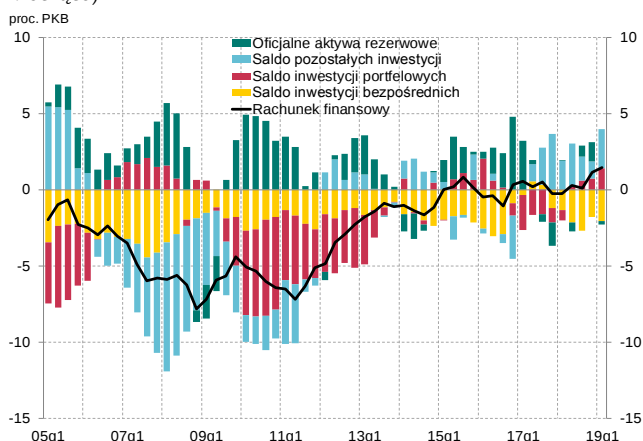
Wykres 2.37 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za I kw. 2019 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty, marzec 2019 r.

Wykres 2.38 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski). Dane za I kw. 2019 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty, marzec 2019 r.

⁵² Dane o bilansie płatniczym są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

⁵³ NBP zmniejszał swoje zobowiązania, głównie z tytułu transakcji *repo*.

⁵⁴ Na spadek oficjalnych aktywów rezerwowych złożyły się transakcje własne NBP, w tym *repo*, oraz transakcje zrealizowane na rzecz klientów NBP.

Z kolei saldo inwestycji bezpośrednich pozostało zbliżone do poziomu odnotowanego w poprzednim kwartale.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W 2018 r. w dalszym ciągu poprawiała się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, a wskaźnik zadłużenia zagranicznego do PKB obniżał się.

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2017				2018				2019
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,4
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,7	0,4	1,3	1,4	1,2	1,4	1,1	1,3	1,6
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,0	3,9	4,2	4,1	3,9	3,8	3,5	3,4	3,8
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,7	5,2	5,0	4,7	4,8	4,7	4,7	4,9	4,7
Zadłużenie zagr./PKB	72	71	69	67	67	67	65	64	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-62	-63	-62	-61	-59	-57	-57	-56	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	115	107	100	102	104	99	96	108	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	116	108	103	106	107	103	99	112	-

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu. Dane za I kw. 2019 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty, marzec 2019 r.

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2019 r.

Na posiedzeniach w okresie od marca do lipca 2019 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Poniżej 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 22 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 marca 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek, a niepewność dotycząca kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach wzrosła. Większość członków Rady zaznaczała, że dynamika PKB w strefie euro w IV kw. utrzymała się na niskim poziomie i podkreślała, że prognozy wskazują na jej dalsze obniżenie w bieżącym roku. Zwracali oni także uwagę na wyraźne – w ich ocenie – osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej i spadek wskaźników koniunktury w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że osłabienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki nie jest znaczące i prawdopodobnie ma przejściowy charakter, a spadek wskaźników koniunktury wynika częściowo z niepewności związanej z czynnikami politycznymi. Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona dobra, choć w bieżącym roku oczekiwany jest tam nieznaczny

spadek dynamiki PKB. Zwracano także uwagę na dalsze stopniowe obniżanie się tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach.

Wskazywano, że mimo wzrostu cen ropy naftowej, jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r. W kierunku wzrostu cen tego surowca oddziaływało w znacznej mierze ograniczenie jego wydobycia w Iranie i Wenezueli oraz zapowiadane dalsze zmniejszenie produkcji w Arabii Saudyjskiej. Ograniczająco na skalę wzrostu cen ropy oddziaływało natomiast pogorszenie perspektyw popytu na ten surowiec w związku z osłabieniem koniunktury w gospodarce globalnej oraz napięciami między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.

Analizując kształtowanie się dynamiki cen za granicą, wskazywano, że niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej przyczynia się do obniżenia inflacji w wielu krajach. Zaznaczano, że inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, jest obecnie niska.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym

stopę depozytową od 4,5 roku poniżej zera. Jednocześnie EBC reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Część członków Rady oceniało, że – wobec pogorszenia perspektyw koniunktury w strefie euro – możliwe jest rozszerzenie przez EBC programu zasilania sektora bankowego w płynność, a także wydłużenie sygnalizowanego okresu utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i sygnalizuje, że dalsze jej decyzje będą uzależnione od napływających danych. Część członków Rady wyraziła opinię, że również w tej gospodarce dalsze podwyżki stóp procentowych mogą już nie nastąpić, a Rezerwa Federalna jeszcze w bieżącym roku może zahamować proces zmniejszania swojego bilansu.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, zaznaczano, że napływające w ostatnim okresie informacje sugerują, że w I kw. br. dynamika aktywności gospodarczej może być niższa niż w poprzednich kwartałach. Wyniki marcowej projekcji NBP wskazują, że także w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy może stopniowo się osłabiać, choć koniunktura w bieżącym roku pozostanie korzystna. Podkreślano, że czynnikiem oddziałującym negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego w Polsce będzie osłabienie koniunktury w jej najbliższym otoczeniu. Jednocześnie – według marcowej projekcji – skala spowolnienia

aktywności gospodarczej w kraju będzie mniejsza niż wskazywały wcześniejsze prognozy, ze względu na oczekiwany pozytywny wpływ działań fiskalnych zapowiadanych przez rząd na popyt krajowy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje projekcja. Członkowie ci podkreślali, że – wobec zapowiadanej stymulacji fiskalnej i stabilizacji cen energii elektrycznej – utrzyma się prawdopodobnie istotny wzrost popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie negatywny wpływ osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki na aktywność gospodarczą w kraju będzie prawdopodobnie ograniczany przez wysoką zdolność adaptacji polskich przedsiębiorstw do zmieniających się uwarunkowań rynkowych. Członkowie Rady oceniali przy tym, że perspektywy koniunktury nadal obarczone są znaczną niepewnością, a głównym czynnikiem ryzyka dla oczekiwanej ścieżki PKB jest kształtowanie się sytuacji gospodarczej na świecie.

Analizując sytuację na rynku pracy, zaznaczano, że choć według danych BAEL wzrost liczby pracujących w gospodarce w IV kw. wyhamował, to dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w firmach. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń w gospodarce w IV kw. i w sektorze przedsiębiorstw w styczniu utrzymał się na poziomie zbliżonym do 7 procent. Zaznaczano, że według marcowej projekcji podobna dynamika wynagrodzeń ma się także utrzymać w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika wynagrodzeń może być wyższa, w związku z możliwym dalszym nasilaniem się presji płacowej w sektorze publicznym oraz obniżaniem się podaży pracy. Część członków Rady podkreślała przy tym, że ewentualny wzrost dynamiki płac w gospodarce będzie czynnikiem wspierającym popyt konsumpcyjny i – wobec oczekiwanego osłabienia aktywności gospodarczej – stabilizującym koniunkturę. Inni członkowie

Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec oczekiwanego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz po dwóch latach istotnego wzrostu płac, prawdopodobieństwo dalszego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń jest relatywnie niskie.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i kształtuje się na niskim poziomie. Zaznaczano, że nadal niska – mimo prawdopodobnego podwyższenia w styczniu – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że według marcowej projekcji dynamika cen w bieżącym roku powinna pozostać zbliżona do ubiegłorocznej i być wyraźnie niższa niż wskazywała projekcja z listopada ub.r. Do obniżenia oczekiwanej inflacji w bieżącym roku przyczyniło się ustawowe zamrożenie cen energii elektrycznej oraz niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało także prawdopodobne utrzymywanie się inflacji bazowej na relatywnie niskim poziomie, mimo jej oczekiwanego, stopniowego wzrostu. Wskazywano, że w kolejnych latach inflacja CPI – zgodnie z marcową projekcją – będzie wyższa niż w bieżącym roku, ale pozostanie umiarkowana i zbliżona do 2,5%. Część członków Rady oceniała, że dynamika cen w kolejnych latach może być wyższa od obecnie prognozowanej. Wskazywali oni, że w średnim horyzoncie dynamika cen może być podwyższana przez szereg czynników, w tym silniejsze niż wskazuje projekcja efekty zapowiadanych działań fiskalnych, szczególnie gdyby utrzymywało się wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych oraz nastąpił wzrost cen energii i przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. Niektórzy członkowie

Rady wyrażali opinię, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także kształtowanie się cen ropy naftowej na rynkach światowych. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że ograniczająco na wzrost dynamiki cen będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego, obniżające prawdopodobieństwo wzrostu dynamiki płac w gospodarce. Członkowie ci podkreślali także, że w warunkach osłabienia koniunktury skłonność przedsiębiorstw do podnoszenia cen będzie prawdopodobnie ograniczona, szczególnie wobec utrzymującej się na korzystnym poziomie – choć zróżnicowanej pomiędzy branżami – przeciętnej rentowności ich działalności.

Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne. Wskazywano, że według wyników marcowej projekcji NBP, w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną i utrzymać stabilność sektora finansowego.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym wyniki projekcji NBP wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce

światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazuje projekcja. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne lub potencjalny wzrost dynamiki płac przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 kwietnia 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane potwierdzają osłabienie wzrostu gospodarczego w części największych gospodarek, co widoczne jest w szczególności w handlu międzynarodowym i aktywności sektora przemysłowego. Podkreślano także, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady zaznaczała, że w strefie euro najprawdopodobniej utrzymało się niskie tempo wzrostu gospodarczego na początku roku,

po słabym wzroście PKB w IV kw. ub.r. Sygnalizują to zarówno najnowsze dane o produkcji, jak i wskaźniki koniunktury, które okazały się słabsze od oczekiwań. Członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury widoczne jest zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, w której odnotowano dalszy spadek zamówień eksportowych oraz utrzymujące się spowolnienie w przemyśle motoryzacyjnym. Jednocześnie podkreślano, że stabilizująco na gospodarkę europejską, w tym niemiecką, wpływają korzystne uwarunkowania wzrostu konsumpcji, w tym trwający wzrost zatrudnienia i płac, a w 2019 r. także dodatkowo złagodzenie polityki fiskalnej w Niemczech.

Wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, choć w I kw. dynamika PKB prawdopodobnie się tam obniżyła. Częściowo było to związane z czynnikami przejściowymi, ale prognozy na cały 2019 r. przewidują niższe tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej niż odnotowane w 2018 r.

W Chinach tempo wzrostu aktywności gospodarczej nadal stopniowo słabnie. Zaznaczano, że towarzyszą temu jednak działania władz nakierowane na złagodzenie skali spowolnienia.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie globalnej koniunktury znalazło odzwierciedlenie w zmianie nastawienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Wobec rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego i inflacji w najbliższych latach dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych, zarówno EBC, jak i Fed złagodziły swoją komunikację dotyczącą przyszłego kształtowania się warunków monetarnych.

W szczególności zaznaczano, że EBC wydłużył okres przewidywanego utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, w tym stopy depozytowej poniżej zera, oraz zapowiedział uruchomienie dodatkowych operacji zasilających sektor bankowy w płynność.

Jednocześnie EBC nadal reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych.

Z kolei Fed zaprzestał sygnalizowania kolejnych podwyżek stóp procentowych w 2019 r. i zapowiedział wstrzymanie ograniczania swojej sumy bilansowej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że pod koniec marca br. doszło w Stanach Zjednoczonych do tzw. odwrócenia się krzywej dochodowości, co mogło być związane z pogorszeniem się oczekiwań uczestników rynków finansowych dotyczących amerykańskiej koniunktury i w efekcie pojawieniem się oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed.

Zwracano również uwagę, że mimo wzrostu cen ropy naftowej, jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r., co przyczynia się do utrzymywania się umiarkowanej inflacji w wielu krajach. Wskazywano przy tym, że inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje niska.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, choć napływające dane sygnalizują, że tempo wzrostu PKB w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Członkowie Rady zaznaczali, że wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, część członków Rady wskazywała, że w pierwszych miesiącach br. dane o produkcji i sprzedaży detalicznej okazały się lepsze niż oczekiwano, przez co dynamika PKB w I kw. mogła być nieco wyższa niż szacowano w marcowej projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że utrzymują się relatywnie

niskie wskaźniki nastrojów wśród przedsiębiorstw, co – w ocenie tych członków Rady – może sygnalizować ryzyko, że w kolejnych miesiącach spowolnienie za granicą może się silniej przełożyć na sytuację w polskim sektorze przemysłowym. Zaznaczano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej koniunktury jest skala i długość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dotychczas polski eksport okazał się relatywnie odporny na spowolnienie za granicą, a prognozy dynamiki PKB dla Polski zostały nawet nieco podwyższone w ostatnim okresie. Jednocześnie zwracano uwagę na poprawę nastrojów konsumentów w marcu, do czego prawdopodobnie przyczyniły się zapowiedzi zwiększenia wydatków fiskalnych. Zdaniem części członków Rady, wraz z dalszym wzrostem zatrudnienia i płac, będzie to czynnik wspierający dynamikę konsumpcji. Członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje na to marcowa projekcja.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na początku 2019 r. wciąż wynosiła blisko 3%, a tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w styczniu i lutym br. wyniosło około 7,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się napięcia na rynku pracy, przejawiające się w sygnalizowanych problemach ze znalezieniem pracowników, a także na utrzymujące się żądania płacowe różnych grup zawodowych. Część członków Rady zaznaczała, że mimo to rynek pracy nie generuje dotychczas wyraźnej presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy może w przyszłości zacząć się silniej przekładać na presję inflacyjną i w konsekwencji doprowadzić do wyższej dynamiki cen niż obecnie przewidywana.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce podkreślano, że mimo wzrostu w ostatnim okresie

roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na niskim poziomie. Nadal niska – mimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady oceniała, że biorąc pod uwagę obecne prognozy, inflacja w br. może utrzymywać się w okolicach dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że nastąpiła rewizja wag udziałów poszczególnych wydatków we wskaźniku CPI. Rewizja wag odzwierciedla zmiany w strukturze konsumpcji gospodarstw domowych, wskazujące na wzrost udziału wydatków na dobra wyższego rzędu. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost dynamiki cen usług oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu w ostatnim okresie, które mogą sygnalizować rosnącą wewnętrzną presję inflacyjną. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen energii elektrycznej w kolejnych latach.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych zaznaczano, że w ostatnim okresie obniżyły się oczekiwania przedsiębiorstw, natomiast oczekiwania gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że do obniżenia oczekiwań przedsiębiorstw przyczyniło się zamrożenie cen energii elektrycznej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku pozostają zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, choć w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, 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, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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 15 maja 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zaznaczano, że w I kw. tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostało prawdopodobnie relatywnie niskie, choć w części największych gospodarek nastąpiła pewna poprawa koniunktury. Zwracano przy tym uwagę, że informacje dotyczące nastrojów w sektorze przemysłowym były wciąż słabe, natomiast te z sektora usług sygnalizowały stosunkowo korzystną sytuację. Część członków Rady oceniała, że utrzymuje się niepewność co do perspektyw światowej koniunktury. Niepewność ta wynika zwłaszcza ze zmian w polityce handlowej największych gospodarek.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w strefie euro, w tym w Niemczech, tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje relatywnie niskie, pomimo przyspieszenia kwartalnej dynamiki PKB w I kw. br. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona dobra, a kwartalna dynamika PKB w I kw. była wyższa niż w poprzednim kwartale. Jednocześnie podkreślano, że był to w dużej mierze efekt silnie rosnących zapasów przy osłabieniu importu. Zaznaczano również, że pozytywnym sygnałem jest stabilizacja tempa wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach, co prawdopodobnie w znacznym stopniu wynika ze stymulacji zastosowanej przez tamtejsze władze.

Wskazywano, że mimo braku wyraźnego przyspieszenia globalnego wzrostu gospodarczego, ceny ropy naftowej nadal stopniowo rosły. Członkowie Rady oceniali, że był to efekt przede wszystkim oddziaływania czynników podażowych. Zwracano uwagę, że wyższe ceny ropy naftowej na rynkach światowych przyczyniły się do pewnego podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie podkreślano, że wzrosła nieco także inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą zaznaczano, że po wyraźnym złagodzeniu jej nastawienia w marcu, komunikacja głównych banków centralnych dotycząca przyszłego kształtowania się warunków monetarnych nie zmieniła się, co odzwierciedla utrzymywanie się obaw o stan przyszłej koniunktury.

W szczególności zwracano uwagę, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. EBC podtrzymuje także swoje zapowiedzi co do przewidywanego okresu utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie co najmniej do końca bieżącego roku oraz uruchomienia we wrześniu dodatkowych operacji TLTRO. W ostatnim okresie również Rezerwa Federalna utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, choć pojawiły się oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach. Jednocześnie Fed zaczął stopniowo ograniczać zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

Oceniając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, choć – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – tempo wzrostu PKB w I kw. br. było nieco niższe niż w poprzednich kwartałach. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej wciąż sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów, czemu towarzyszy wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, członkowie Rady wyrażali opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje marcową projekcja. Część członków Rady wskazywała przy tym, że dynamika PKB w I kw. br. okazała się

wyższa od oczekiwań, a nastroje przedsiębiorstw poprawiły się w ostatnim okresie, co również świadczy o korzystnych perspektywach krajowej aktywności gospodarczej. Zaznaczano, że w tym samym kierunku oddziałuje także nadal bardzo dobra sytuacja pracowników na rynku pracy oraz programy fiskalne rządu. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że wskaźnik PMI w przetwórstwie przemysłowym utrzymuje się poniżej granicy 50 punktów, sygnalizując niepewność co do dalszego wzrostu aktywności w tym sektorze, w tym ryzyko, że w kolejnych miesiącach spowolnienie za granicą może się silniej przełożyć na sytuację w Polsce. Podkreślano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej koniunktury jest skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że utrzymuje się wyraźny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia nadal obniża się, osiągając kolejne historycznie niskie poziomy. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przekłada się to na utrzymujące się napięcia na rynku pracy, przejawiające się w sygnalizowanych przez przedsiębiorstwa problemach ze znalezieniem pracowników, a także żądaniach płacowych różnych grup zawodowych. Wskazywano, że mimo to w I kw. br. dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce obniżyła się do 7,1% (wobec 7,7% w IV kw. 2018 r.), do czego przyczyniło się pewne osłabienie wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali obawy, że sytuacja na rynku pracy może w przyszłości zacząć się silniej przekładać na presję cenową.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce zaznaczano, że w ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych. Członkowie Rady podkreślali, że mimo to inflacja utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazywano, że częściowo do wzrostu inflacji przyczynił się

wzrost cen paliw i żywności, wynikający w znacznym stopniu z wyższych cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz skutków zmniejszenia podaży wieprzowiny w Chinach, a także negatywnego oddziaływania zeszłorocznej suszy na ceny niektórych warzyw, a więc czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej. Równocześnie podkreślano, że wzrosła także inflacja bazowa. Zaznaczano, że do wzrostu inflacji bazowej przyczynia się dobra koniunktura w gospodarce, choć w części wynika on także z wygaśnięcia czynników jednorazowych, które obniżały dotychczas jej poziom.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że inflacja po wyłączeniu cen energii i żywności przekroczyła 1,5%, przez co stopa referencyjna NBP deflowana tym wskaźnikiem stała się nieznacznie ujemna. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że realne oprocentowanie kredytów zaciąganych w bankach komercyjnych i instytucjach kredytowych jest nadal znacząco dodatnie.

Część członków Rady zaznaczała, że inflacja w kolejnych kwartałach powinna ustabilizować się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w kwietniu i pozostanie umiarkowana. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku wyższej inflacji będą oddziaływały wciąż korzystne uwarunkowania popytowe utrzymujące się w polskiej gospodarce, które znajdują odzwierciedlenie we wzroście cen usług. Członkowie ci wskazywali, że w warunkach wysokiego wykorzystania zasobów w gospodarce trudno ocenić jak długo przedsiębiorstwa będą mogły obniżać marże, aby uniknąć konieczności przełożenia rosnących kosztów produkcji na ceny. Zdaniem tych członków Rady inflację w kolejnych kwartałach może także podwyższać wzrost wydatków socjalnych, nawet jeżeli będzie mu towarzyszył niższy przyrost pozostałych wydatków sektora finansów publicznych. Inni członkowie Rady oceniali, że proinflacyjny wpływ

zwiększenia wydatków socjalnych powinien być niewielki, w szczególności ze względu na możliwe przeznaczenie ich na oszczędności. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że silna konkurencja cenowa oraz przewidywane w kolejnych kwartałach obniżenie dynamiki PKB będą ograniczały presję inflacyjną. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen ropy naftowej na świecie i energii elektrycznej w Polsce w kolejnych latach.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych zaznaczano, że w ostatnim okresie struktura odpowiedzi na pytania ankietowe w badaniach oczekiwań zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych nie zmieniła się znacząco. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku pozostają zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, choć w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, 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, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się

podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zaznaczano, że tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Wskazywano, że nastroje w sektorze przemysłowym pozostają słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Towarzyszy temu jednak relatywnie dobra koniunktura w usługach. Zwracano także uwagę na podwyższoną niepewność dotyczącą kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikającą w znacznej mierze z dalszych możliwych zmian w polityce

handlowej głównych gospodarek. Oceniano przy tym, że przeważa ryzyko silniejszego niż przewidują aktualne prognozy osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w strefie euro, w tym w Niemczech, tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje na obniżonym poziomie. Zaznaczano, że choć w gospodarce niemieckiej dynamika PKB w I kw. była wyższa niż pod koniec ub.r., to wynikało to częściowo z czynników o charakterze przejściowym. Podkreślano, że wobec nadal słabej koniunktury w niemieckim przemyśle, dostępne prognozy przewidują niskie tempo wzrostu w tej gospodarce w bieżącym roku. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona jak dotychczas dobra. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że choć w I kw. wzrost PKB w tej gospodarce ustabilizował się, to ostatnie dane wskazują na ryzyko osłabienia koniunktury w bieżącym kwartale.

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej przyczyniła się w ostatnim okresie do spadku – po wcześniejszym wyraźnym wzroście – cen ropy naftowej na rynkach światowych. Zaznaczano jednocześnie, że w ostatnich miesiącach nastąpił istotny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych.

Odnosząc się do inflacji na świecie, wskazywano na pewien wzrost dynamiki cen w wielu krajach w kwietniu. Podkreślano, że wzrosła nieco także inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost dynamiki cen ma prawdopodobnie charakter przejściowy. Niektórzy członkowie zwracali uwagę, że inflacja w gospodarkach rozwijających się pozostaje wyższa niż w krajach rozwiniętych.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą zaznaczano, że główne banki centralne – wobec

obaw o pogorszenie koniunktury – łagodzą retorykę dotyczącą polityki pieniężnej w przyszłości. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, podtrzymując zapowiedź pozostawienia stóp procentowych na dotychczasowym poziomie w kolejnych kwartałach. Ponadto EBC nadal reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów i zapowiada uruchomienie dodatkowych operacji TLTRO we wrześniu. Także Rezerwa Federalna utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, przy rosnących oczekiwaniach na ich obniżkę w bieżącym roku. Jednocześnie Fed zaczął stopniowo ograniczać zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wskazywano, że w I kw. br. roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 4,7% i było wyższe od prognoz. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej wciąż sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie zaznaczano, że w I kw. wyraźnie wzrosły inwestycje w gospodarce. Zwracano przy tym uwagę na wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych średnich i dużych firm, która sugeruje istotne ożywienie inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano, że mimo osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w I kw. br. utrzymał się istotny wzrost eksportu, a eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu PKB. Wzrost eksportu wspierany był przez ożywienie sprzedaży zagranicznej do krajów spoza strefy euro, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać na przystosowywanie się przedsiębiorstw do osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu i przesuwanie części produkcji na inne rynki zbytu.

Członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymującą się dobrą sytuację finansową sektora przedsiębiorstw. Zaznaczali oni, że pewne obniżenie wyniku finansowego netto w I kw. wynikało głównie z pogorszenia sytuacji w energetyce i górnictwie. Natomiast w zdecydowanej większości pozostałych branż, wyniki finansowe poprawiły się. Podkreślano także, że o pozytywnej sytuacji finansowej firm świadczy stabilny poziom zysku ze sprzedaży.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego, czemu sprzyjać będą bardzo optymistyczne nastroje konsumentów wobec korzystnej dla nich sytuacji na rynku pracy oraz wprowadzonych i zapowiedzianych przez rząd świadczeń społecznych. Część członków Rady oceniała, że skala wpływu spowolnienia wzrostu za granicą na Polską gospodarkę, może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – słabsza niż zakładano wcześniej. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że istnieje ryzyko osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Wskazuje na to utrzymujący się poniżej granicy 50 punktów wskaźnik PMI oraz wyniki innych badań koniunktury, sugerujące, że wzrost aktywności w przemyśle był dotychczas podtrzymywany przez realizację narosłych wcześniej zaległości produkcyjnych. Podkreślano, że najważniejszym źródłem niepewności dla krajowej koniunktury jest skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski i siła jego przełożenia na polską gospodarkę.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że bezrobocie utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w dalszym ciągu zwiększa się w relatywnie szybkim tempie. Natomiast liczba osób

pracujących według BAEL w I kw. była nieznacznie niższa niż przed rokiem. W ocenie członków Rady, rozbieżności między danymi z sektora przedsiębiorstw i z BAEL mogą częściowo wynikać z rosnącego udziału pracowników ze Wschodu wśród nowozatrudnionych, a także ze zmiany form zatrudnienia. Część członków Rady oceniała, że ostatnie dane z rynku pracy – w tym o liczbie nowych ofert pracy – mogą sugerować, że wzrost popytu na pracę słabnie. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń – zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce – pozostaje stabilny i zbliżony do 7%. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że stabilizacji dynamiki płac sprzyjają wprowadzone programy społeczne, podnoszące dochód rozporządzalny gospodarstw domowych i – przez to – ograniczające ich presję na podwyżki płac.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce zaznaczano, że w ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych, jednak pozostaje ona na umiarkowanym poziomie. Wskazywano, że do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Podkreślano, że wzrosła także inflacja bazowa, co odzwierciedlało wyraźny wzrost dynamiki cen usług w warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji polskich konsumentów. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że dynamika wzrostu cen notowana przez część gospodarstw domowych może być wyższa od inflacji CPI liczonej dla przeciętnego gospodarstwa domowego.

Część członków Rady zaznaczała, że inflacja w kolejnych miesiącach powinna pozostać zbliżona do odnotowanej w maju. Podkreślano także, że istnieje niepewność dotycząca kształtowania się inflacji na początku przyszłego roku. Wskazywano, że w przypadku dostosowania się cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych do uwarunkowań rynkowych, dynamika cen konsumpcyjnych w I kw. przyszłego roku może wzrosnąć. Niektórzy

członkowie Rady oceniali, że taki wzrost może przyczynić się do podwyższenia oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost inflacji na początku przyszłego roku – jeżeli nastąpi – będzie krótkotrwały, a w dalszej części 2020 r. inflacja prawdopodobnie będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen ropy naftowej i produktów żywnościowych na świecie w kolejnych latach.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci oceniali, że przyczynia się to do zwiększania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w warunkach wysokiego – w ich ocenie – zadłużenia tych podmiotów. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych jest nadal znacząco dodatnie. Jednocześnie członkowie ci wyrażali opinię, że do wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych przyczynia się ich dobra sytuacja finansowa poprawiająca zdolność kredytową. Przy czym dynamika wzrostu zobowiązań tych podmiotów wobec sektora bankowego pozostaje – w opinii tych członków Rady – umiarkowana. Wskazywano również na relatywnie niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, która – zdaniem niektórych członków Rady – mogła być efektem ograniczonej podaży po stronie banków. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost tych kredytów jest ograniczany przez niski popyt, wynikający ze znacznej skali finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw ze środków własnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają

korzystne, a dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, 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, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania

niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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 2-3 lipca 2019 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%.

Napływające dane wskazują, że tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie przy podwyższonej niepewności dotyczącej kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach. W strefie euro – mimo nadal dobrej sytuacji w sektorze usług – utrzymuje się relatywnie słaby wzrost aktywności. W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, ale ostatnie odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe osłabienie aktywności w kolejnych kwartałach. W Chinach napływające dane wskazują na pogorszenie koniunktury w II kwartale.

W ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona zmienność cen ropy naftowej na rynkach światowych, które są nadal niższe niż przed rokiem. Towarzyszył temu wzrost cen części produktów żywnościowych na rynkach światowych. Inflacja w wielu krajach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył sygnalizowany okres utrzymywania stóp procentowych na obecnym

poziomie. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Fed stopniowo ogranicza zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując możliwość poluzowania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach.

W Polsce – mimo osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą – utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Napływające dane wskazują także na kontynuację znaczącego wzrostu inwestycji i eksportu.

W ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych, do czego przyczynił się wzrost cen paliw i żywności, a także wyższa inflacja bazowa. Mimo to inflacja utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Lipcowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do 18 czerwca br. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,7–2,3% w 2019 r. (wobec 1,2–2,2% w projekcji z marca 2019 r.), 1,9–3,7% w 2020 r. (wobec 1,7–3,6%) oraz 1,3–3,5% w 2021 r. (wobec 1,3–3,5%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–5,1% w 2019 r. (wobec 3,3–4,7% w projekcji z marca 2019 r.), 3,0–4,8% w 2020 r. (wobec 2,7–4,6%) oraz 2,4–4,3% w 2021 r. (wobec 2,4–4,3%).

W ocenie Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie inflacja pozostanie umiarkowana i w horyzoncie

oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki lipcowej projekcji NBP.

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 2019 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 NECMOD. 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. 2019 r. do IV kw. 2021 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2019 r.

Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 18 czerwca 2019 r. (*cut-off date*).

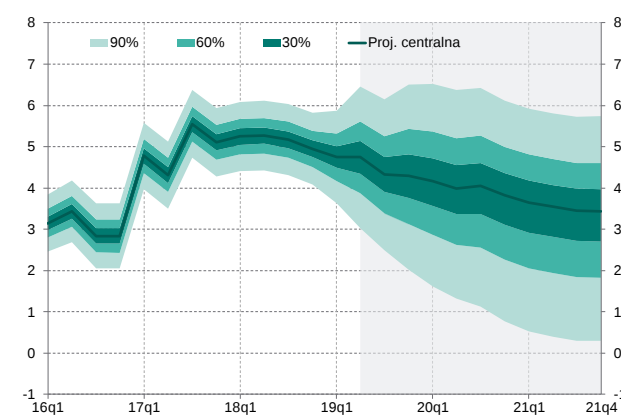
4.1 Synteza

Polska gospodarka w I kw. 2019 r. znajdowała się nadal w fazie silnego ożywienia, przy utrzymującej się wysokiej dynamice spożycia prywatnego i publicznego wspieranych przez szybki wzrost nakładów brutto na środki trwałe. Na stosunkowo wysokim poziomie ukształtowało się tempo wzrostu eksportu, który charakteryzuje się jak dotąd znaczną odpornością na wyraźne spowolnienie dynamiki PKB w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej.

W horyzoncie projekcji tempo wzrostu krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać, do czego przyczyni się utrzymujące się osłabienie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Jednocześnie po ubiegłorocznym szybkim wzroście absorpcji środków z budżetu UE, finansujących publiczne i w mniejszym stopniu prywatne nakłady inwestycyjne, w kolejnych latach – obejmujących końcową fazę perspektywy finansowej UE na lata 2014–2020 – dynamika wykorzystania Funduszy Europejskich będzie już niższa. Uwarunkowania te będą negatywnie wpływać na łączne tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe, które obniży się z obecnego wysokiego poziomu. Skalę spowolnienia dynamiki popytu krajowego będą łagodzić już wprowadzone oraz planowane przez rząd zmiany fiskalne. Obejmują one wzrost wielkości świadczeń społecznych oraz spadek obciążeń podatkowych, podwyższając dynamikę spożycia prywatnego. Korzystnie na popyt krajowy będzie oddziaływać również niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu.

Szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyła w I kw. br. relatywnie niska dynamika cen konsumenta. Krajową presję inflacyjną ograniczał umiarkowany wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski oraz niski poziom notowań ropy naftowej i pozostałych surowców energetycznych na rynkach światowych. Dodatkowo w grudniu 2018 r.

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

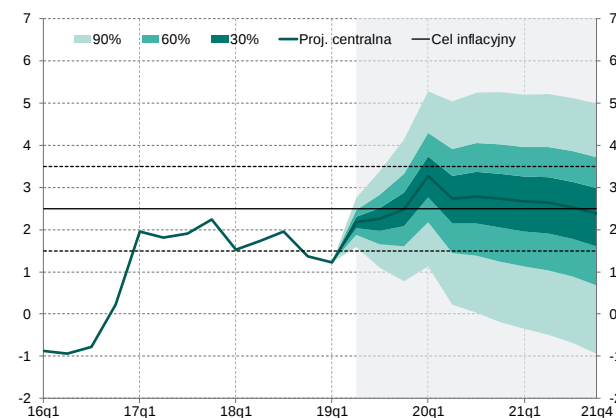
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji, a dodatkowo dla dynamiki PKB występuje niepewność danych historycznych związana z 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., Rybaczek B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

uchwalono zmiany legislacyjne, których celem było zamrożenie cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych. Łagodząco na presję inflacyjną wpływa również znaczna liczba imigrantów na krajowym rynku pracy, w głównej mierze obywateli Ukrainy. Ich obecność zwiększa potencjał produkcyjny polskiej gospodarki oraz ogranicza wzrost kosztów pracy.

Przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP inflacja CPI w horyzoncie projekcji przyspieszy, pozostając jednak w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. W kierunku wzrostu inflacji cen konsumenta będą oddziaływać rosnące koszty pracy i relatywnie silna presja popytowa w polskiej gospodarce, która swoje maksymalne natężenie osiągnie w przyszłym roku. Dodatkowym impulsem o charakterze podażowym, który podwyższy inflację w bieżącym roku, a następnie jego wpływ będzie stopniowo wygasał, jest eskalacja epidemii ASF w Chinach skutkująca wzrostem krajowych cen mięsa i wędlin. W dalszym horyzoncie projekcji ograniczająco na dynamikę cen konsumenta, oprócz wspomnianej wcześniej jedynie umiarkowanej inflacji u głównych partnerów handlowych Polski, będzie oddziaływała wysoka konkurencja w handlu detalicznym oraz stopniowe domykanie się luki popytowej w ślad za obniżającym się krajowym wzrostem gospodarczym.

Realizacja scenariusza projekcyjnego będzie w istotnym stopniu uzależniona od stanu przyszłej koniunktury w gospodarce światowej. Do czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji należy możliwe zaostrenie sporów handlowych i podejmowanie działań protekcyjnych ograniczających międzynarodową wymianę handlową. Ważnym źródłem niepewności będzie również kształtowanie się cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych oraz przyszłe zmiany regulacyjne w kraju przekładające się na ceny energii. Istotnym

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

źródłem ryzyka będzie też wielkość napływu netto na krajowy rynek pracy imigrantów, w tym szczególnie z Ukrainy. Bilans czynników ryzyka w przypadku dynamiki PKB oraz inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej ścieżek scenariusza centralnego projekcji, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

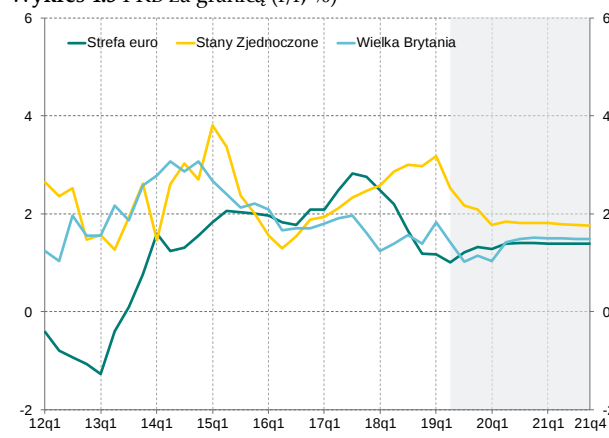
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

W najbliższych latach, przy zaostrzających się sporach handlowych ograniczających dynamikę handlu światowego, tempo wzrostu PKB w strefie euro będzie się utrzymywać na obniżonym poziomie (Tabela 4.1, Wykres 4.3). Czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w strefie euro będą także nierozwiązane problemy strukturalne niektórych krajów strefy, w tym nasilające się bariery podażowe na rynku pracy. Głównym źródłem wzrostu PKB w tej gospodarce pozostanie konsumpcja prywatna, czemu sprzyjać będą rosnące dochody z pracy oraz ekspansywna polityka fiskalna w części krajów strefy.

Korzystniej niż w strefie euro będzie się w najbliższych latach kształtować aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. Wyraźnie wyższy od oczekiwań z projekcji marcowej wzrost PKB w tej gospodarce w I kw. br. miał przy tym charakter przejściowy. W kolejnych kwartałach 2019 r. oraz w całym 2020 r., wobec eskalacji napięć w polityce handlowej, oczekuje się obecnie głębszego w porównaniu z założeniami z poprzedniej rundy progностycznej spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Wzrost w gospodarce amerykańskiej będzie bazował na wysokiej dynamice konsumpcji prywatnej wspieranej wzrostem zatrudnienia i płac, wysoką wartością netto majątku gospodarstw domowych oraz ich niższymi obciążeniami podatkowymi. Efekt

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

	2019	2020	2021
PKB w strefie euro (r/r, %)			
VII 2019	1,2	1,4	1,4
III 2019	1,2	1,5	1,4
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
VII 2019	2,5	1,8	1,8
III 2019	2,5	2,0	1,8
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
VII 2019	1,4	1,4	1,5
III 2019	1,3	1,5	1,5

Źródło: obliczenia NBP.

wprowadzonej w ub.r. przez administrację amerykańską reformy podatkowej będzie przy tym stopniowo wygasał na przestrzeni 2019 r. Wraz z ograniczeniami po stronie podaży pracy będzie się to przyczyniać do stopniowego obniżania tempa wzrostu PKB, czemu częściowo przeciwdziałać może oczekiwana przez rynki finansowe obniżka stóp procentowych przez Fed. Scenariusz bazowy projekcji obarczony jest podwyższoną niepewnością związaną przede wszystkim z możliwą dalszą eskalacją sporów handlowych, po zwiększeniu przez Stany Zjednoczone ceł na import z Chin w maju br. oraz reakcji odwetowej w formie zwiększenia taryf na niektóre towary importowane ze Stanów Zjednoczonych.

W najbliższych latach w dalszym ciągu na relatywnie niskim poziomie będzie kształtowała się aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii, na co wpływać będzie niepewność związana z warunkami opuszczenia przez ten kraj Unii Europejskiej. W projekcji lipcowej, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych przyjęto, że w horyzoncie projekcji relacje gospodarcze pomiędzy UE a Wielką Brytanią pozostaną w znacznym stopniu niezmienione. Taki scenariusz jest spójny z osiągnięciem porozumienia w sprawie *Brexitu* i wdrożeniem do końca 2020 r. rozwiązań przejściowych lub też z wydłużeniem negocjacji między rządem brytyjskim a Unią. Założenie to jest odzwierciedlone w przyspieszeniu dynamiki PKB w gospodarce brytyjskiej w 2021 r. po ustąpieniu niepewności związanej z *Brexitem*. Brak porozumienia między Wielką Brytanią i UE w sprawie warunków wyjścia z Unii (ang. *no-deal*) mógłby wiązać się z niższym wzrostem w horyzoncie projekcji zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i – w mniejszym stopniu – w strefie euro, co stanowi istotny czynnik ryzyka dla projekcji.

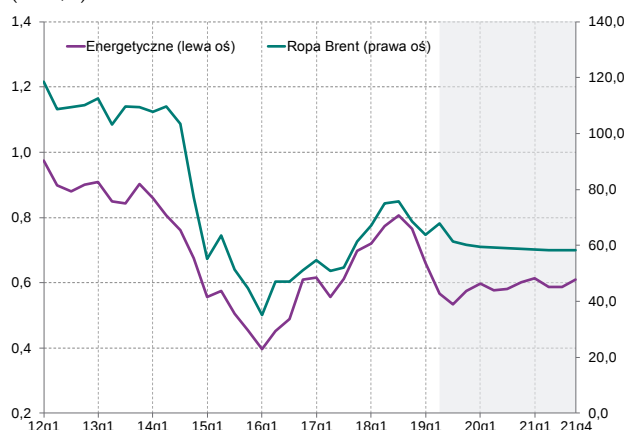
Inflacja i stopy procentowe

Po głębszym niż oczekiwano w projekcji marcowej spadku cen węgla kamiennego i gazu ziemnego w II kw. br. indeks cen surowców energetycznych w horyzoncie najbliższego roku stopniowo rośnie, pozostając jednak poniżej założeń z poprzedniej rundy prognostycznej (Wykres 4.4). W dalszym horyzoncie projekcji indeks stabilizuje się, podlegając jedynie niewielkim wahaniom.

Spadek indeksu w pierwszej połowie bieżącego roku wynikał z niższych cen węgla kamiennego i gazu ziemnego na rynkach światowych. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast wyższe ceny ropy naftowej. Wynika to ze wzrostu cen tego surowca w I i II kw. br. związanego z polityką państw OPEC+ nakierowaną na ograniczenie podaży ropy. Wzrostowi cen ropy naftowej sprzyja też kryzys polityczno-gospodarczy w Wenezueli, eskalacja konfliktu wewnętrznego w Libii, a także sankcje nałożone na Iran przez Stany Zjednoczone. Począwszy od II połowy br. zgodnie z notowaniami kontraktów terminowych ceny tego surowca będą się obniżać, kształtując się w latach 2020-21 poniżej ścieżki z projekcji marcowej. Za takim scenariuszem przemawia rosnąca produkcja ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych oraz obawy o kondycję gospodarki na świecie, powiązane z nasilającymi się sporami handlowymi.

Tegoroczna ciepła zima, w szczególności w Chinach, przyczyniła się do spadku cen węgla kamiennego na rynkach światowych w I połowie br. Kształtowanie się notowań kontraktów terminowych implikuje normalizację sytuacji na rynku tego surowca w najbliższych latach. Oznacza to, że ceny węgla kamiennego w horyzoncie projekcji będą stopniowo rosnąć, choć nie osiągną poziomu z 2018 r. Wzrost cen tego surowca ograniczają bowiem, podobnie jak w przypadku ropy naftowej, obawy o światową koniunkturę oraz polityka klimatyczna

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych i cena ropy naftowej Brent (USD/b)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

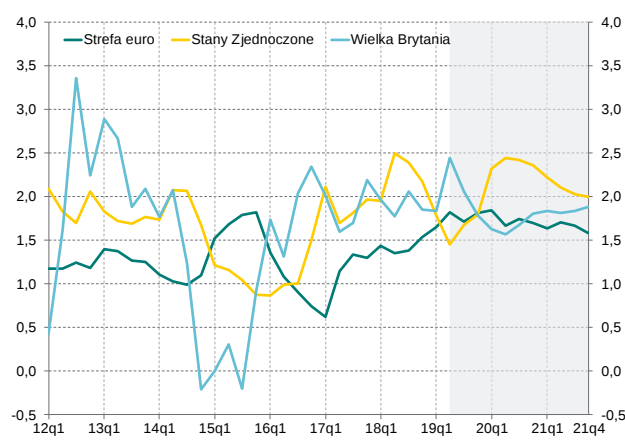
przewodzona przez kraje rozwinięte, zakładająca ograniczenie zużycia węgla jako źródła energii.

Na skutek ciepłej zimy oraz wysokiej podaży na rynku europejskim, ceny gazu ziemnego w I połowie br. wyraźnie spadły, kształtując się poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej. W kolejnych latach wraz z normalizacją warunków na rynku tego surowca ceny gazu wzrosną, pozostając jednak nieco poniżej poziomu z projekcji marcowej.

Wskutek globalnego szoku podażowego na rynku mięsa wieprzowego indeks cen surowców rolnych kształtuje się w bieżącej projekcji powyżej ścieżki z poprzedniej rundy progностycznej. Szok ten związany jest z wystąpieniem epidemii ASF w Chinach będących zarówno czołowym producentem jak i konsumentem wieprzowiny. Oczekiwany znaczny spadek poglobłowania świń w Chinach wpłynie na silny wzrost popytu importowego tego kraju na wieprzowinę i inne mięsa. Skala redukcji poglobłowania stada oraz powolny charakter procesu jego odtwarzania przemawiają za wydłużonym okresem oddziaływania tego szoku. Kształtowanie się notowań kontraktów terminowych na kupno wieprzowiny wskazuje, że w horyzoncie projekcji można oczekiwać wzrostu cen wieprzowiny, a przez to także innych mięs. W krótkim horyzoncie projekcji wpływ powyższego czynnika na wzrost łącznego indeksu cen surowców rolnych będzie częściowo ograniczany przez niższe niż w poprzedniej rundzie progностycznej ceny pszenicy na rynkach światowych. Jest to związane z rekordowym poziomem globalnej produkcji i zapasów pszenicy, które rosną znacznie szybciej niż światowy popyt.

Zgodnie z założeniami lipcowej projekcji, w otoczeniu gospodarczym Polski, w szczególności w strefie euro, inflacja (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej; Wykres 4.5) kształtować się będzie na umiarkowanym poziomie. Do utrzymania inflacji w strefie euro poniżej 2%

Wykres 4.5 Inflacja za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

przyczyni się prognozowane osłabienie aktywności gospodarczej, przy względnie stabilnych cenach surowców energetycznych (spadające ceny ropy, lekko rosnące ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego). Na nieco wyższym poziomie niż w strefie euro będzie kształtować się inflacja w Stanach Zjednoczonych, co wynika z korzystniejszej pozycji cyklicznej tej gospodarki.

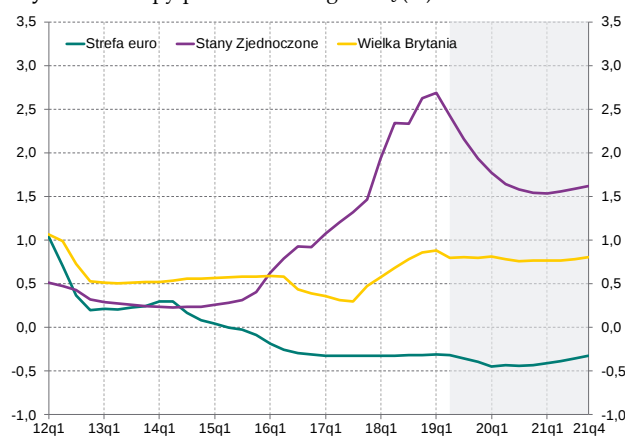
W bieżącej rundzie przyjęto, za oczekiwaniami implikowanymi z notowań kontraktów terminowych, że proces zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Bank Anglii zostanie odłożony w czasie (Wykres 4.6). W obliczu prognozowanego niższego niż w poprzednich latach tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, jedynie umiarkowanej inflacji oraz podwyższonej niepewności odnośnie do perspektyw światowej koniunktury, do końca horyzontu projekcji nie oczekuje się, zgodnie z notowaniami kontraktów terminowych, podwyżki stopy depozytowej EBC, a możliwa jest nawet jej obniżka. W rezultacie krótkoterminowe stawki rynku międzybankowego pozostaną ujemne do końca horyzontu projekcji (Wykres 4.6). Wraz ze słabszymi w latach 2020-21 perspektywami wzrostu gospodarki amerykańskiej i wysoką niepewnością związaną z możliwą dalszą eskalacją sporów handlowych, notowania kontraktów terminowych implikują obniżki stóp procentowych Fed w latach 2019-20, a następnie ich stabilizację na obniżonym poziomie.

4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021

Popyt krajowy

W 2018 r. polska gospodarka znajdowała się nadal w fazie ekspansji, a dynamika PKB przyspieszyła do 5,1%. W horyzoncie projekcji tempo krajowego wzrostu gospodarczego zacznie się stopniowo obniżać w wyniku obserwowanego od połowy

Wykres 4.6 Stopy procentowe za granicą (%)

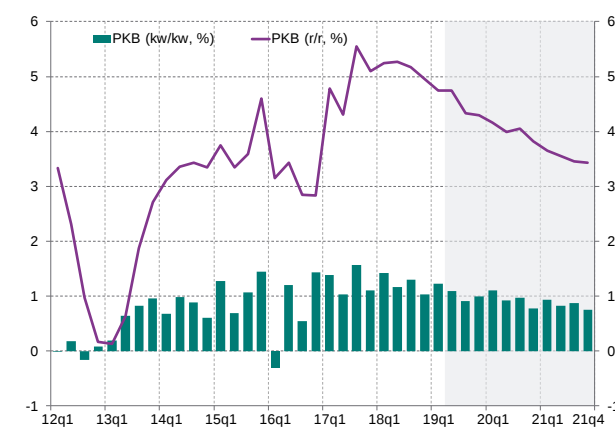


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

ubiegłego roku obniżenia aktywności gospodarczej w strefie euro oraz ze względu na wyhamowanie wzrostu absorpcji środków z budżetu UE po ich wysokim wykorzystaniu w 2018 r. (Wykres 4.7, Wykres 4.8, Wykres 4.11). Jednocześnie skalę spowolnienia krajowej aktywności gospodarczej będą łagodzić już wprowadzone oraz planowane przez rząd zmiany fiskalne, które poprzez zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w największym stopniu oddziaływać będą na prywatną konsumpcję.

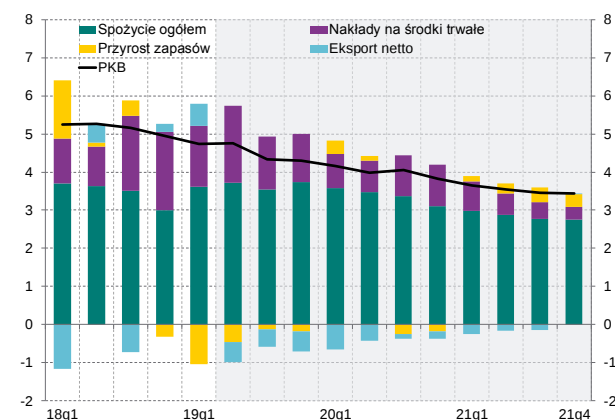
W latach 2019-2021 spożycie gospodarstw domowych pozostanie nadal głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Do utrzymania wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej przyczynić się będzie rozłożony w czasie wpływ wprowadzanego w bieżącym roku pakietu fiskalnego, obejmującego rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus”⁵⁵, oraz jednorazową wypłatę świadczenia w ramach projektu „Emerytura plus”. Ponadto zgodnie z planami rządu dalszej stymulacji konsumpcji sprzyjać będzie wdrażanie zmian w podatku dochodowym od osób fizycznych (PIT) prowadzących do spadku obciążeń podatkowych⁵⁶. Pozytywnie na wydatki gospodarstw domowych w br. wpłynąć będzie również korzystna z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy skutkująca utrzymaniem wysokiej dynamiki realnego funduszu płac. W kolejnych latach stopniowy spadek dynamiki wynagrodzeń przełoży się na obniżenie tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zmniejszy się także ich siła nabywcza w ślad za rosnącą inflacją. Uwzględniając te tendencje, jak również oczekiwany kształt zmian fiskalnych, które najsilniej będą podwyższać dynamikę spożycia

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.8 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁵ Od lipca br. nastąpi rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus”, które będzie polegać na wypłacie świadczeń rodzinnych na pierwsze (w tym także jedyne) dziecko przy likwidacji kryterium dochodowego.

⁵⁶ W projekcji lipcowej uwzględniono opublikowane w kwietniu br. w „Programie Konwergencji” zmiany podatkowe dotyczące obniżenia pierwszego progu podatkowego do 17%, podniesienia kosztów uzyskania przychodu dla pracowników oraz wprowadzenia zerowego podatku PIT dla osób do 26 roku życia.

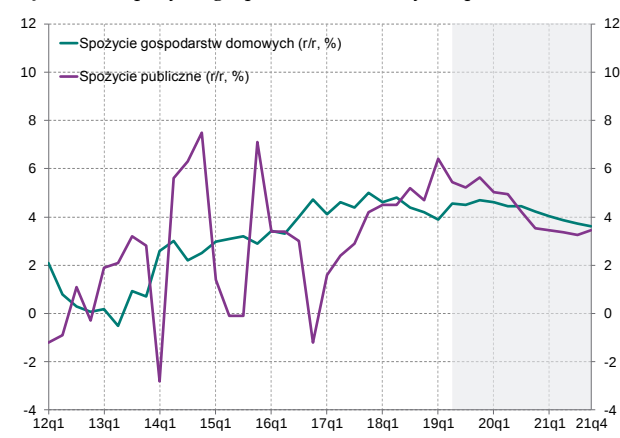
prywatnego w 2020 r., w dalszym horyzoncie projekcji oczekiwane jest obniżenie tempa wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych, jednak skala tego obniżenia będzie ograniczona.

W latach 2019-2021 nastąpi również spadek dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, do czego przyczyni się wyhamowanie wzrostu inwestycji sektora instytucji rządowych i samorządowych, przy rosnącym udziale inwestycji prywatnych (Wykres 4.10).

Tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych w latach 2019-2020 istotnie obniży się względem wysokiego poziomu z ub.r., a w ostatnim roku projekcji będzie ujemne, ograniczając tym samym łączną dynamikę inwestycji w całej gospodarce. Na takie kształtowanie się inwestycji publicznych wpłynie założona w projekcji ścieżka absorpcji funduszy unijnych finansujących te wydatki (Wykres 4.11), których wykorzystanie w 2019 r. wzrosło już tylko w niewielkim stopniu, a w kolejnych latach zacznie się obniżać.

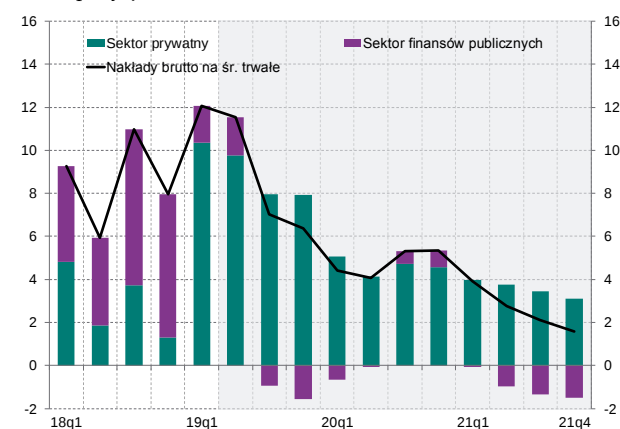
W 2019 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe sektora prywatnego wyraźnie przyspieszy, na co złożą się wysokie tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przy utrzymującym się relatywnie silnym popycie gospodarstw domowych na nieruchomości mieszkaniowe (Wykres 4.10). Aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyja niska bieżąca stopa inwestycji, której towarzyszy wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem ułatwia przy tym historycznie niski poziom stóp procentowych, choć głównym źródłem finansowania inwestycji zarówno przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych pozostają nadal środki własne⁵⁷. Dodatkowym

Wykres 4.9 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

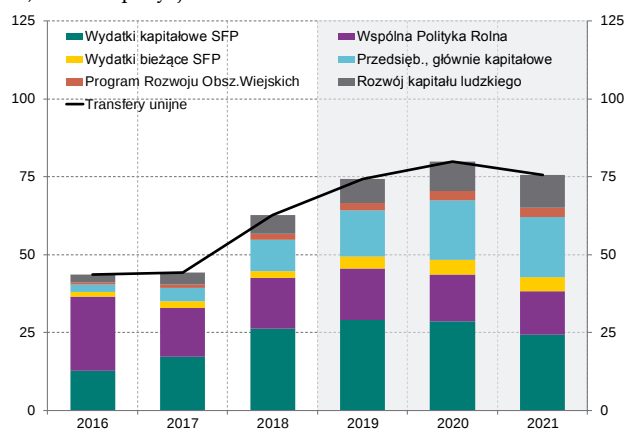
⁵⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r. Według wyników tych badań ponad 50% inwestorów finansuje nowo rozpoczynane inwestycje z własnych środków. Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2018 r., NBP, marzec 2019 r. Badania te pokazują, że szacunkowy

czynnikiem, mogącym skłaniać przedsiębiorstwa do zwiększania nakładów kapitałowych i automatyzacji produkcji, są raportowane przez firmy problemy z pozyskaniem pracowników stanowiące główną barierę ich rozwoju⁵⁸.

Do pogorszenia perspektyw inwestycji prywatnych w latach 2020-2021 przyczyni się – oddziałujące na krajową gospodarkę z opóźnieniem – obserwowane od połowy ub.r. spowolnienie dynamiki popytu zewnętrznego. Jednocześnie napływ funduszy UE będzie w coraz mniejszym stopniu finansował wzrost wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego (Wykres 4.11). Stopniowy spadek w horyzoncie projekcji dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wpłynie również na ograniczenie tempa wzrostu wydatków mieszkaniowych.

W 2019 r. dynamika spożycia publicznego wzrosła, przewyższając tempo wzrostu gospodarczego. Zgodnie z „Ustawą budżetową na rok 2019” po raz pierwszy od 2010 r. zwiększa się kwota bazowa wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej (o 2,3%), która wyznacza dolną granicę wzrostu płac w tym sektorze. Relatywnie większa skala podwyżek obejmie m.in. nauczycieli, nauczycieli akademickich i funkcjonariuszy służb mundurowych. Dynamika spożycia publicznego również w 2020 r. ukształtuje się powyżej tempa wzrostu gospodarczego na co wpłynie decyzja rządu o przyjęciu średniorocznego wzrostu wynagrodzeń w państwowej sferze budżetowej w tym okresie na poziomie 6%. W ostatnim roku projekcji ze względu na brak szczegółowych informacji dotyczących przewidywanego kształtowania się wydatków sektora finansów publicznych, przyjęto, zgodnie z założeniem o neutralnej polityce fiskalnej, obniżenie tempa wzrostu

Wykres 4.11 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w siedmiu analizowanych miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław) przekracza 60%.

⁵⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

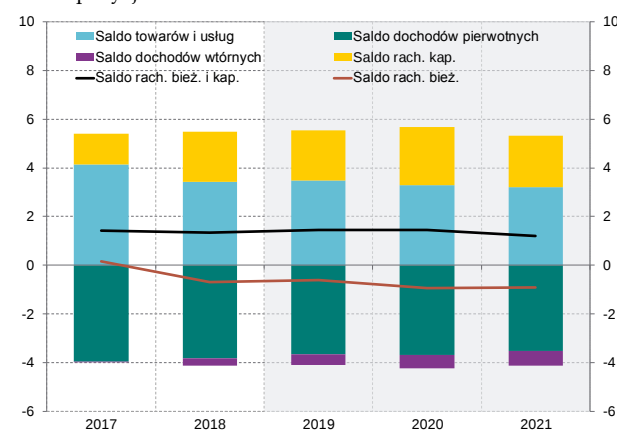
spożycia publicznego do poziomu zbliżonego do dynamiki PKB.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Wstępne dane bilansu płatniczego wskazują, że w I kw. 2019 r. łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w dalszym ciągu było dodatnie (1,6% PKB, suma krocząca dla czterech kwartałów). Pomimo utrzymującego się spowolnienia w strefie euro na początku br., zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, dynamika polskiego eksportu w I kw. 2019 r. ukształtowała się na relatywnie wysokim poziomie i przewyższyła dynamikę importu (Wykres 4.13). Sprzyjała temu struktura polskiego eksportu charakteryzująca się większym niż w pozostałych krajach regionu znaczeniem popytu konsumpcyjnego w eksportowanej wartości dodanej. Biorąc pod uwagę, że popyt konsumpcyjny wykazuje mniejszą wrażliwość na zmiany koniunktury niż popyt inwestycyjny, takie uwarunkowania strukturalne polskiego eksportu sprzyjają jego odporności na osłabienie w światowym handlu. W rezultacie saldo handlowe w I kw. 2019 r. ukształtowało się na wysokim poziomie wynoszącym 3,8% PKB, przy rekordowo wysokiej nadwyżce w handlu usługami (4,5% PKB). W nadchodzących kwartałach w kierunku pogorszenia się salda handlowego oddziaływać będzie jednak utrzymująca się wysoka dynamika popytu krajowego, przy jednocześnie wolno rosnącym popycie na polski eksport. W konsekwencji saldo handlowe w 2020 r. obniży się, a pod koniec horyzontu projekcji spadkowa tendencja ulegnie wyhamowaniu w związku z oczekiwanym wolniejszym wzrostem konsumpcji i inwestycji.

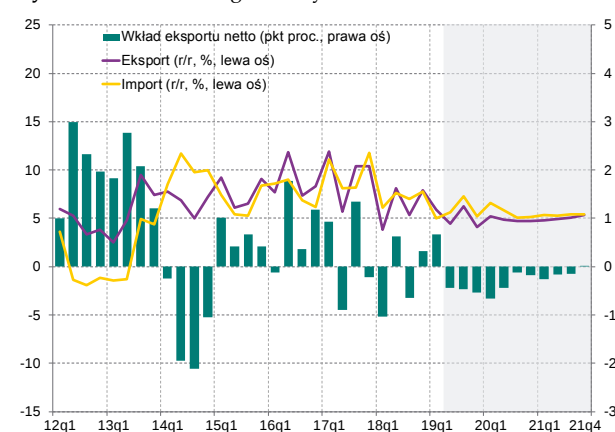
Pozostałe komponenty rachunku bieżącego – saldo dochodów pierwotnych i wtórnych – w całym horyzoncie prognozy będą kształtować się na ujemnym poziomie, a głównym źródłem deficytu salda dochodów pozostaną dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w

Wykres 4.12 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (% PKB) – dekompozycja



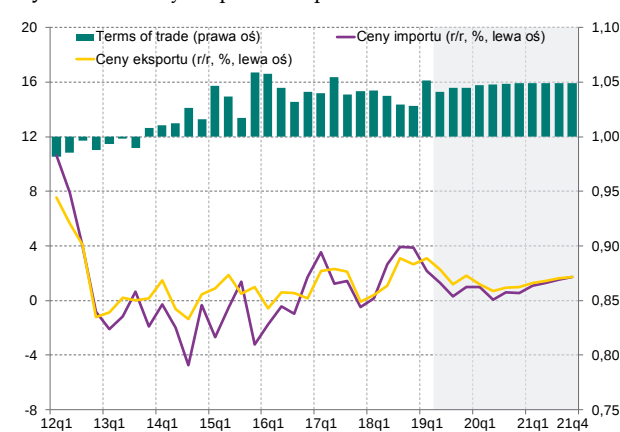
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.14 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Polsce. Towarzyszyć temu będzie utrzymująca się w latach 2019-2021 wysoka – przekraczająca 2% PKB – nadwyżka na rachunku kapitałowym. Zgodnie ze scenariuszem centralnym projekcji nadwyżka ta osiągnie swoje maksimum w ramach obowiązującego budżetu UE w 2020 r., po czym ulegnie obniżeniu w końcowej fazie cyklu bieżącej perspektywy finansowej UE.

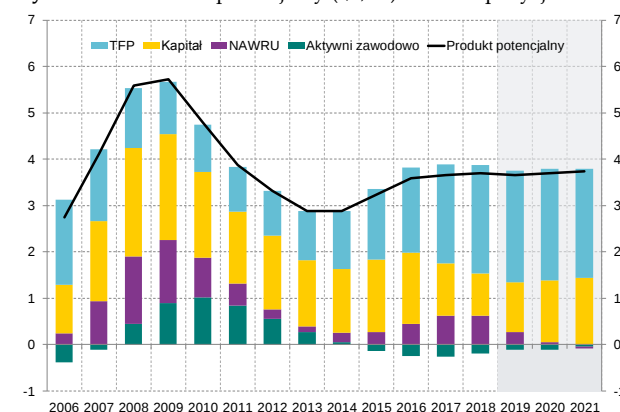
W ślad za stopniowym spadkiem w najbliższych kwartałach salda handlowego, w połączeniu z różnokierunkowymi zmianami pozostałych składowych – łączne saldo rachunku obrotów bieżących i kapitałowych będzie się obniżać w horyzoncie projekcji, pozostając na dodatnim poziomie (Wykres 4.12).

Produkt potencjalny

Produkt potencjalny polskiej gospodarki wzrósł w 2018 r. o 3,7%, czemu sprzyjało wydłużenie czasu pracy i wzrost produktywności imigrantów zarobkowych, kontynuacja pozytywnych zmian strukturalnych na rynku pracy oraz wzrost łącznej wydajności czynników produkcji (TFP; Wykres 4.15). Czynniki te równoważyły wolniejszy przyrost kapitału produkcyjnego wynikający z obniżenia stopy inwestycji w gospodarce w latach 2016-2017 oraz negatywny wpływ zmian demograficznych. W horyzoncie projekcji dynamika produktu potencjalnego pozostanie na zbliżonym poziomie i wyniesie średnio 3,7%. Z jednej strony wraz ze wzrostem stopy inwestycji w latach 2019-2021 w szybszym tempie przyrastać będzie kapitał produkcyjny, ale z drugiej zmniejszy się oddziaływanie czynników wpływających dotychczas korzystnie na podaż pracy.

Napływ na krajowy rynek pracy imigrantów (w głównej mierze obywateli Ukrainy), stanowiących dodatkowy zasób siły roboczej, oddziaływał w ostatnich latach pozytywnie na potencjał polskiej

Wykres 4.15 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 Cobba-Douglasa w postaci:

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

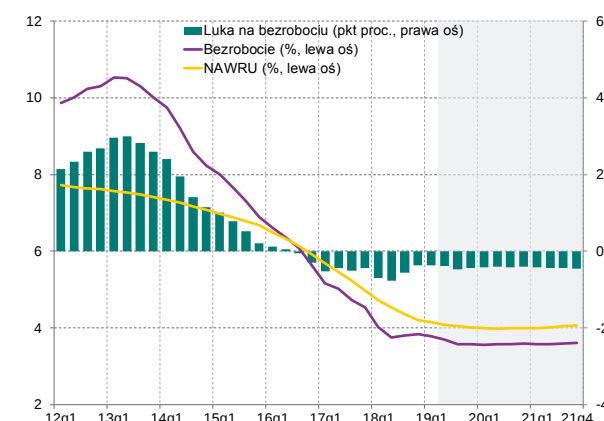
gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia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

gospodarki⁵⁹. Oprócz rosnącej liczby tych pracowników, następuje jednocześnie systematyczny wzrost ich produktywności przejawiający się między innymi wzrostem udziału zatrudnienia imigrantów w sektorach o wyższej wydajności.

Kolejnym czynnikiem pozytywnie wpływającym na produkt potencjalny w ostatnich latach były zmiany strukturalne zachodzące na rynku pracy skutkujące istotną poprawą dopasowania popytu i podaży krajowych pracowników (Wykres 4.16). Odzwierciedleniem tych tendencji jest między innymi silny spadek liczby osób długotrwale poszukujących pracy (ponad 12 miesięcy). Wyrazem korzystnych zmian strukturalnych jest również systematyczny wzrost współczynnika aktywności osób w wieku przedemerytalnym (45-59/64 lat), który wciąż jest jednak niższy niż w krajach Europy Zachodniej. Aktywizacja osób w tej grupie wiekowej w dużej części rekompensowała w ostatnich latach spadek liczebności ludności w wieku produkcyjnym (Wykres 4.19, Wykres 4.17). Jednocześnie wśród osób w wieku 45-59/64 lat rośnie odsetek osób z wyższym wykształceniem, odzwierciedlając poprawiającą się jakość kapitału ludzkiego oddziałującą na tempo wzrostu wydajności w gospodarce.

Korzystnie na dynamikę łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) wpływa również zwiększanie się innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (ang. *global value chains*) powiązana z długoletnim napływem

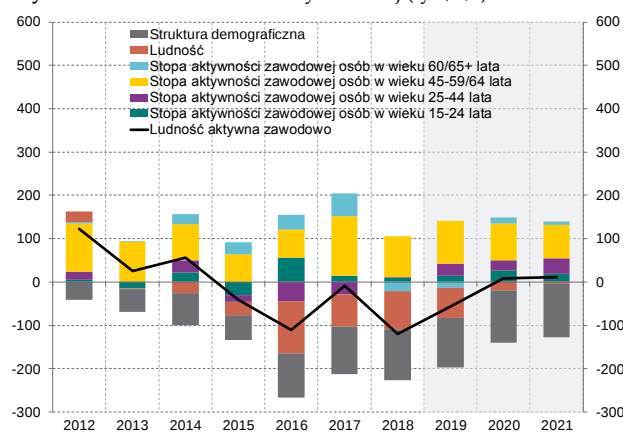
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac.

Wykres 4.17 Zmiana zasobu siły roboczej (tys., r/r)



Źródło: obliczenia NBP.

Na wykresie zdekomponowano zmiany zasobu siły roboczej na wynikające ze zmian stóp aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych, struktury demograficznej oraz łącznej liczby ludności. Wpływ struktury demograficznej określa zmiany zasobu siły roboczej wynikające jedynie ze zmiany struktury wiekowej ludności przy niezmiennym łącznym liczbie ludności oraz stałych stopach aktywności zawodowej w poszczególnych grupach wiekowych.

⁵⁹ Imigranci pozytywnie wpływają na krajowy produkt potencjalny, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni jedynie w 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). Obecność imigrantów na krajowym rynku pracy obniża przy tym stopę bezrobocia równowagi (NAWRU) ponieważ charakteryzują się oni niższymi oczekiwaniami płacowymi, które obniżają również presję na podwyżki wynagrodzeń wśród pracowników krajowych. Oznacza to, że poziom stopy bezrobocia, który nie prowadzi do nasilenia oczekiwań płacowych (NAWRU), jest z uwagi na napływ imigrantów niższy.

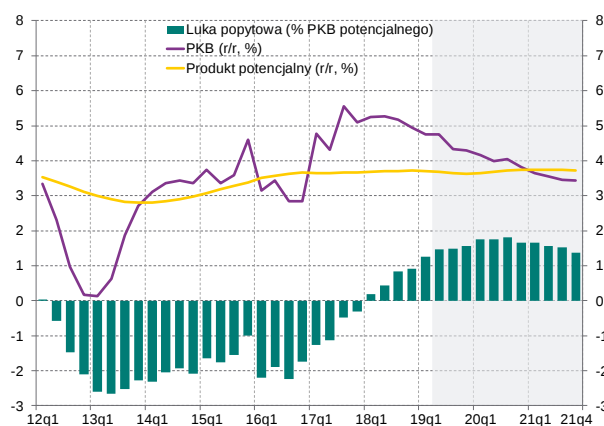
bezpośrednich inwestycji oraz procesem realnej konwergencji.

W horyzoncie projekcji dynamika produktu potencjalnego pozostanie na poziomie zbliżonym do lat ubiegłych. W szczególności oczekuje się, że w ślad za rosnącą od 2018 r. stopą inwestycji nastąpi istotne zwiększenie wkładu kapitału produkcyjnego do wzrostu potencjału. Pozwoli to zrekompensować wygasający w najbliższych latach pozytywny wpływ na stronę podażową gospodarki zmian zachodzących na rynku pracy. W szczególności, ze względu na planowane otwarcie niemieckiego rynku pracy dla obywateli spoza UE liczba imigrantów pracujących w Polsce najprawdopodobniej nie będzie już dalej rosła. Dodatkowo stopa bezrobocia długotrwałego⁶⁰ kształtuje się na historycznie niskim poziomie i jej dalszy tak dynamiczny jak w latach ubiegłych spadek jest mało prawdopodobny. Jednocześnie w horyzoncie projekcji oczekiwana jest kontynuacja innych pozytywnych trendów – wzrostu innowacyjności polskiej gospodarki oraz poprawy jakości kapitału ludzkiego – w skali podobnej do lat ubiegłych.

Luka popytowa

Spowalniający w horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy będzie w coraz mniejszym stopniu przewyższać dynamikę produktu potencjalnego. Spowoduje to wyhamowanie rosnącej presji popytowej, a pod koniec horyzontu projekcji luka popytowa (stanowiąca właśnie syntetyczną miarę presji popytowej) zacznie się już stopniowo domykać (Wykres 4.18). Zagregowany popyt w polskiej gospodarce będzie tym samym najsilniej oddziaływać w kierunku przyspieszenia wzrostu cen w 2020 r.

Wykres 4.18 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.

⁶⁰ Stopa bezrobocia długotrwałego wg definicji BAEL to udział bezrobotnych poszukujących pracy przez okres ponad 12 miesięcy w liczbie ludności aktywnej zawodowo.

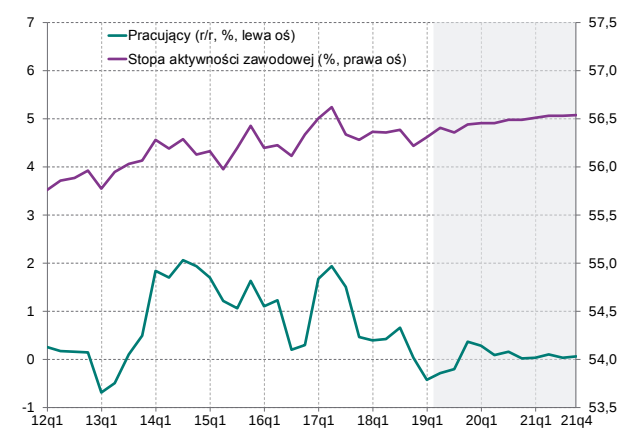
Rynek pracy

W horyzoncie projekcji w ślad za oczekiwanym stopniowym spowolnieniem krajowego wzrostu gospodarczego osłabieniu ulegnie również silny obecnie popyt na pracę. Jednocześnie potencjał do dalszego wzrostu liczby pracujących wyczerpuje się. Zasiób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę jest obecnie niewielki, co odzwierciedla rekordowo niska stopa bezrobocia (Wykres 4.16, Wykres 4.20). W kierunku obniżenia efektywnej podaży pracy w horyzoncie projekcji oddziałują niekorzystne zmiany demograficzne, które powodują spadek łącznej liczby ludności w wieku produkcyjnym (Wykres 4.17, Wykres 4.19). Taki obraz sytuacji na rynku pracy znajduje potwierdzenie w badaniach ankietowych przedsiębiorstw – odsetek firm deklarujących posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy pozostaje bardzo wysoki i od III kw. 2017 r. utrzymuje się na poziomie przekraczającym 40%⁶¹.

Uwzględniając uwarunkowania popytowe i podażowe dynamika pracujących w horyzoncie projekcji obniży się względem lat ubiegłych i ukształtuje się na niskim, zbliżonym do zera poziomie⁶² (Wykres 4.19). Stabilizacji poziomu zatrudnienia towarzyszyć będzie umiarkowanie wysoka dynamika realnych wynagrodzeń, nieco przewyższająca dynamikę wydajności pracy (Wykres 4.21). Wyniki badań ankietowych przedsiębiorców wpisują się w ten scenariusz, wskazując, że odsetek firm deklaruujących podwyżkę wynagrodzeń w II kw. 2019 r., mimo nieznacznego spadku względem poprzedniego kwartału, ukształtował się na poziomie wyższym niż przed rokiem i powyżej średniej wieloletniej⁶³.

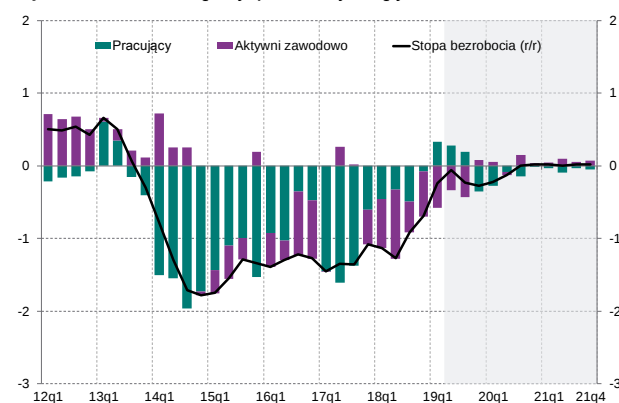
Poza spadającym popytem na pracę, presję płacową w horyzoncie projekcji będzie nadal łagodzić obecność imigrantów, głównie z Ukrainy.

Wykres 4.19 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

⁶² Przewidywane obniżenie w 2019 r. liczby pracujących według BAEL w znacznym stopniu wynika z uwzględnienia spadku tej kategorii za I kw. br., który najprawdopodobniej miał charakter przejściowy.

⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019 r.

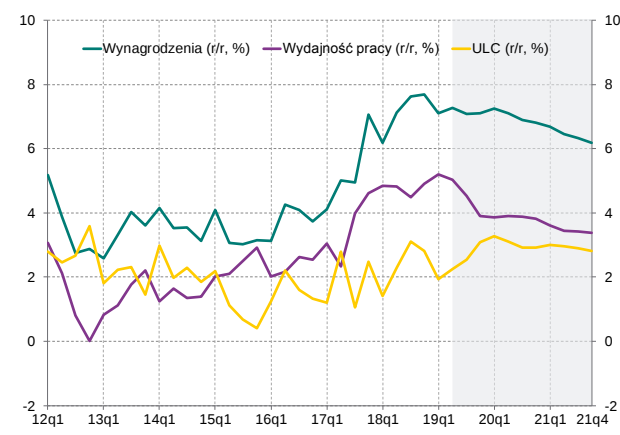
Ich znaczenie dla rynku pracy rośnie wraz z obserwowanym wydłużaniem się przeciętnego czasu pobytu w Polsce oraz rosnącej obecności w kolejnych działach gospodarki. Z drugiej strony, po częściowym otwarciu od 2020 r. rynku pracy w Niemczech dla obywateli spoza UE istnieje ryzyko, że część migrantów wyjedzie z Polski i skala ich korzystnego oddziaływania na krajowy rynek pracy zostanie ograniczona. Potencjalny odpływ pracowników do Niemiec może być jednak w części kompensowany poprzez dalszy wzrost napływu do Polski imigrantów spoza Ukrainy.

Scenariusz przyjęty w lipcowej rundzie progностycznej wskazuje na nieznaczny wzrost presji kosztowej ze strony rynku pracy odzwierciedlony w przyspieszeniu w latach 2020-2021 dynamiki jednostkowych kosztów pracy do poziomu zbliżonego do 3% r/r.

Kurs walutowy

Kurs złotego pozostawał w ostatnim okresie relatywnie stabilny względem walut głównych partnerów handlowych Polski, kształtując się w dalszym ciągu poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W horyzoncie projekcji oczekuje się zatem, że efektywny realny kurs złotego będzie się umacniał, zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Scenariusz taki wspiera prognozowany korzystny obraz krajowej gospodarki – silny w porównaniu do głównych partnerów handlowych wzrost PKB, historycznie wysokie saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz dobra sytuacja finansów publicznych. W tym samym kierunku będzie oddziaływać rosnący dysparytet stóp procentowych. Wynika to z przyjęcia w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym oczekiwanym spadku stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz rosnącym prawdopodobieństwie obniżki stopy depozytowej EBC.

Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

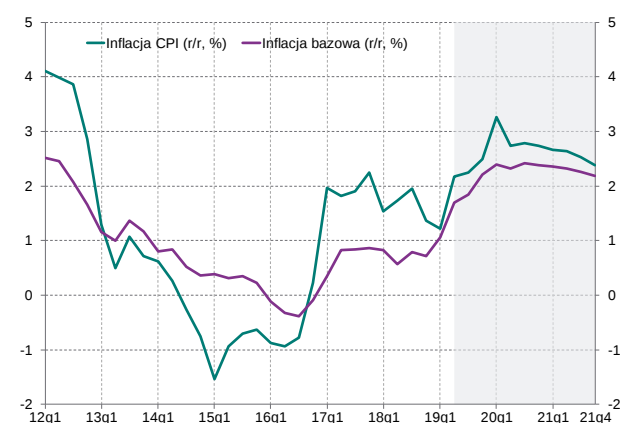
Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie sumy wynagrodzeń w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

Inflacja CPI

Inflacja CPI przyspieszy względem zeszłorocznego niskiego poziomu (1,6%), pozostając jednak w całym horyzoncie projekcji w paśmie odchyień od celu inflacyjnego (Wykres 4.2, Wykres 4.22). W kierunku wyższej inflacji CPI, w szczególności inflacji bazowej, oddziaływać będą szybciej rosnące koszty pracy i relatywnie silna presja popytowa w polskiej gospodarce, która swoje maksymalne natężenie osiągnie w przyszłym roku. Skalę przyspieszenia inflacji będzie ograniczać przy tym niski wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski (Wykres 4.5), zmniejszenie się w ostatnich latach wrażliwości tempa zmian cen na zmiany krajowej koniunktury⁶⁴ oraz aprecjacja realnego efektywnego kursu złotego. Ścieżka inflacji pozostaje jednocześnie pod silnym wpływem zaburzeń podaży-regulacyjnych znajdujących odzwierciedlenie w prognozowanej podwyższonej inflacji cen żywności oraz obniżonej w bieżącym roku dynamice cen energii (Wykres 4.23, Wykres 4.24).

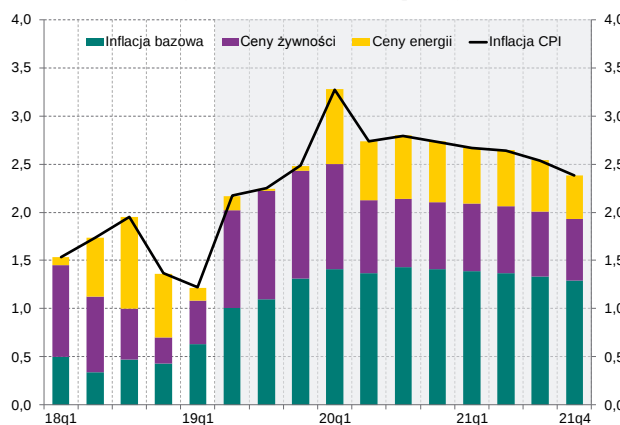
Podwyższenie ścieżki cen żywności, szczególnie w bieżącym roku, w dużej mierze wynika z przyspieszenia wzrostu cen mięsa wieprzowego oraz wędlin w następstwie eskalacji epidemii ASF w Chinach. Jednocześnie dane GUS wskazują na cykliczne obniżenie się liczebności trzody chlewnej w Polsce. Spadek pogłowia w kraju wraz z oczekiwanym wzrostem popytu importowego z UE do Chin, a w konsekwencji z Polski do UE (Polska nie może bezpośrednio eksportować wieprzowiny do Chin) oddziałuje w kierunku silnego wzrostu cen wieprzowiny i produktów z niej wytwarzanych. O ile zazwyczaj zaburzenia podaży skutkują wzrostem lub spadkiem cen w

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁴ Badanie przeprowadzone na danych z gospodarki polskiej z lat 2002-2015 pokazuje, że po 2011 r., w okresie niskiej inflacji oraz deflacji, obniżyła się reakcja inflacji CPI na zmiany krajowej koniunktury, co częściowo można tłumaczyć zmianami strukturalnymi na rynku pracy. Jednocześnie kształtowanie się krajowych procesów cenowych determinowane było w większym stopniu przez oddziaływanie czynników zewnętrznych odzwierciedlając rosnący wpływ globalizacji oraz zmian cen surowców na rynkach światowych (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).

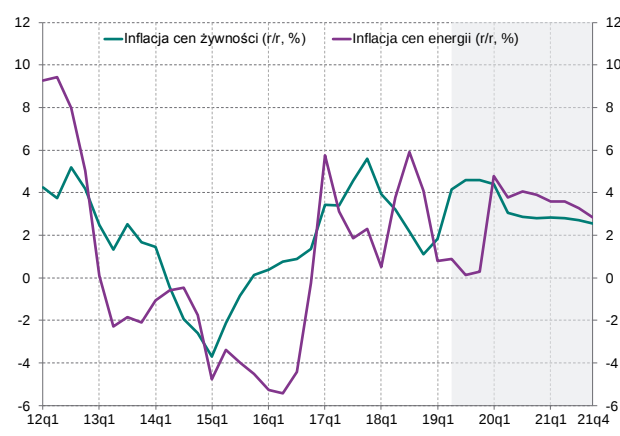
jednym sezonie gospodarczym, to spodziewana redukcja trzody chlewnej w Chinach może mieć wpływ na ceny również w kolejnych latach, co wynika ze skali tej redukcji oraz czasu potrzebnego na odbudowę stad. Znacznie wyższym cenom mięsa będzie towarzyszyć w najbliższych miesiącach wysoka dynamika cen warzyw z ubiegłorocznych niskich zbiorów w wyniku suszy rolniczej.

Ścieżka inflacji CPI w 2019 r. pozostaje natomiast pod wpływem silnego obniżenia dynamiki cen energii w ślad za niższymi cenami surowców energetycznych, głównie ropy naftowej, na rynkach światowych względem ubiegłego roku (Wykres 4.24). Jednocześnie w kierunku niższej inflacji w br. oddziaływać będzie uchwalenie „Ustawy o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw” z 28 grudnia 2018 r. Ustawa ta ma na celu zamrożenie cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych (w tym gospodarstw domowych, jednostek samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstw) pomimo wzrostu cen energii elektrycznej na rynku hurtowym w ubiegłym roku. Zgodnie z ustawą, trwale obniżona została stawka akcyzy i opłaty przejściowej, a także wprowadzono system rekompensat dla przedsiębiorstw energetycznych obowiązujących w 2019 r. W dalszym horyzoncie projekcji ceny energii, zgodnie z mechanizmami modelowymi i przy uwzględnieniu obniżonej akcyzy i opłaty przejściowej, przyspieszają odzwierciedlając rozłożony w czasie efekt wyższych kosztów produkcji energii elektrycznej.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia rundy marcowej, przyczyniły się do podniesienia w całym horyzoncie projekcji zarówno ścieżki tempa wzrostu PKB, jak i inflacji CPI (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.27).

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

PKB

Zgodnie z wynikami projekcji lipcowej, w latach 2019-2020 wzrost gospodarczy w Polsce ukształtuje się powyżej wyników z poprzedniej rundy prognostycznej. W 2021 r. czynniki, które oddziaływały w kierunku podwyższenia prognozy w poprzednich dwóch latach, w dużym stopniu wygasną i dynamika PKB zbliży się do ścieżki z projekcji marcowej.

Na korektę w górę w 2019 r. krajowego tempa wzrostu gospodarczego wpłynął wyższy od oczekiwań odczyt tej kategorii za I kw. br. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, dynamika nakładów brutto na środki trwałe przyspieszyła w I kw. br. do 12,6% r/r wobec założonego w projekcji marcowej wzrostu o 5,9%. Wyraźne ożywienie inwestycji nastąpiło zwłaszcza w sektorze średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych, które w I kw. br. były wyższe aż o 21,7% niż przed rokiem. Kolejne odczyty produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej świadczą o utrzymaniu się wysokiej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w II kw. br. i stanowią przesłankę dla korekty tej kategorii w górę również w kolejnych kwartałach.

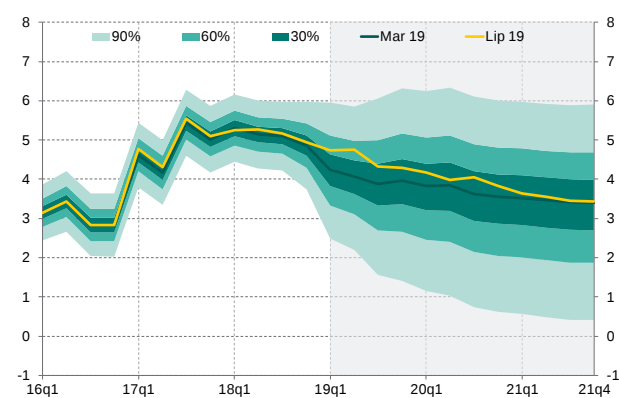
W I kw. br. powyżej założeń z projekcji marcowej ukształtowało się również tempo wzrostu spożycia publicznego w wyniku nieco silniejszego niż oczekiwano przyspieszenia wydatków jednostek samorządu terytorialnego i budżetu państwa na wynagrodzenia oraz wysokiej dynamiki zużycia pośredniego. Podwyższenie tych wydatków było jednak efektem działań jednorazowych, które nie wpłyną na ścieżkę konsumpcji publicznej w kolejnych kwartałach. Analogicznie, korekta w dół wkładu zmian zapasów do wzrostu PKB w 2019 r. była statystycznym efektem słabszych od oczekiwań danych za I kw. br. W kolejnych kwartałach założono powrót tej kategorii do ścieżki z projekcji marcowej, ponieważ na potrzebę odbudowy zapasów wskazuje szybki wzrost gospodarczy w

Tabela 4.2 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2019	2020	2021
PKB (r/r, %)			
VII 2019	4,5	4,0	3,5
III 2019	4,0	3,7	3,5
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2019	2,0	2,9	2,6
III 2019	1,7	2,7	2,5

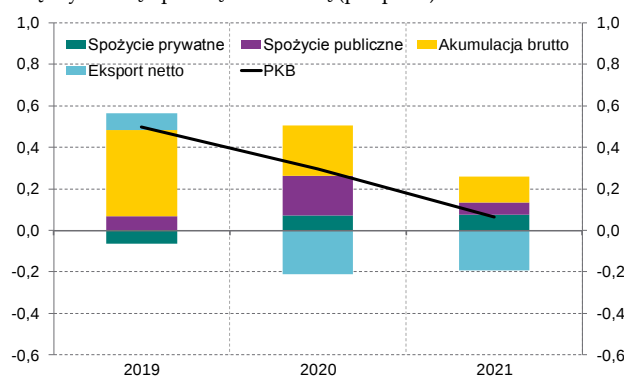
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (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.

br., a przy tym przedsiębiorcy nadal zgłaszają niedobór zapasów, zwłaszcza w odniesieniu do zapasów produktów gotowych⁶⁵.

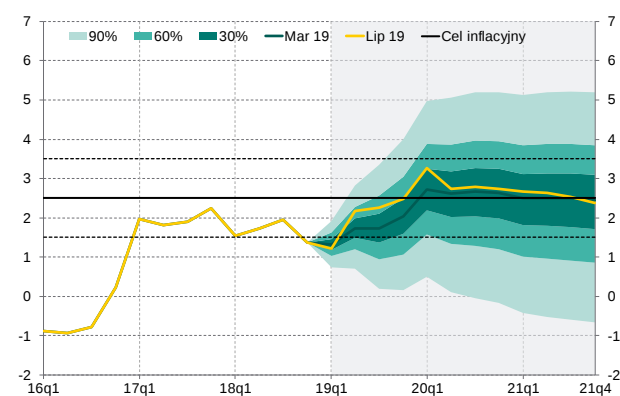
W 2020 r., zgodnie z wynikami projekcji lipcowej, nastąpi spowolnienie dynamiki PKB, ale nadal będzie się ona kształtować powyżej ścieżki z rundy marcowej. Podobnie jak w 2019 r., zrewidowano w górę tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, choć skala różnic pomiędzy projekcjami będzie się już w przyszłym roku obniżać. Wyższa niż w poprzedniej projekcji jest również dynamika spożycia publicznego, co wiąże się w największym stopniu z założonym obecnie wzrostem wydatków na wynagrodzenia w sferze budżetowej o 6% w 2020 r. wynikającym z decyzji rządu z 11 czerwca br. Zmiany te w części będzie kompensować korekta w dół wkładu eksportu netto do dynamiki PKB, na co złoży się szybsze tempo wzrostu popytu krajowego, nieco słabsza koniunktura w krajach głównych partnerów handlowych Polski oraz mocniejszy efektywny kurs złotego.

Inflacja

W całym horyzoncie projekcji lipcowej inflacja cen konsumenta ukształtuje się powyżej ścieżki z marcowej rundy prognostycznej. Na tę korektę w 2019 r. złożą się głównie czynniki podażowe, wpływające na wyższe ceny żywności, a w latach 2020-2021 silniejszy popyt oddziałujący na dynamikę wszystkich komponentów CPI (Wykres 4.28).

Rewizja w górę inflacji cen żywności w 2019 r. jest w największym stopniu konsekwencją wyższych cen mięsa. Od kwietnia br. nastąpił dynamiczny wzrost cen wieprzowiny na rynkach światowych związany z wystąpieniem epidemii ASF w Chinach, wymuszającej największą od kilkudziesięciu lat redukcję pogłowia trzody chlewnej w tym kraju będącym głównym

Wykres 4.27 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁵ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2019. Odsetek przedsiębiorstw zgłaszających niedobór zapasów kształtuje się powyżej średniej wieloletniej.

producentem wieprzowiny na świecie. W sytuacji ograniczonej podaży za granicą i korzystnych dla producentów cen, eksport polskiej wieprzowiny w br. zwiększył się, przyczyniając się do wzrostu jej cen również w kraju. Droższa wieprzowina przekłada się na wyższe ceny wędlin, jak również może skłonić część konsumentów do zmiany preferencji w kierunku spożycia innych rodzajów mięsa, wpływając na podniesienie również i ich cen. Na korektę inflacji cen żywności w br. wpłynęło także silniejsze ograniczenie podaży warzyw wynikające z niedoszacowania efektów zeszłorocznej suszy oraz strat w przechowywalności.

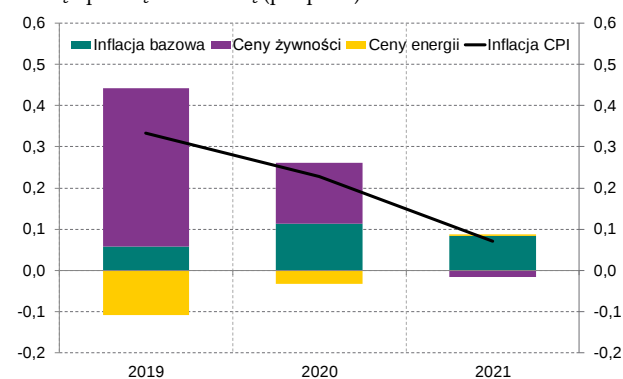
W 2020 r., biorąc pod uwagę skalę epidemii ASF w Chinach, uwarunkowania podażowe na rynku mięsa prawdopodobnie nie powrócą do wieloletniej średniej (oraz założeń projekcji marcowej), przyczyniając się do rewizji w górę inflacji cen żywności również w tym okresie.

W latach 2020-2021 głównym czynnikiem odpowiadającym w projekcji lipcowej za szybszy wzrost inflacji CPI będzie jednak – oddziałująca na ceny z opóźnieniem – silniejsza niż oczekiwano w rundzie marcowej presja popytowa powiązana z rewizją prognozy wzrostu gospodarczego. Wpływ silniejszej presji popytowej będzie łagodzony przez oddziaływanie na krajowe ceny niższej inflacji za granicą oraz silniejszej aprecjacji złotego odzwierciedlonej w niższej ścieżce cen importu. Ceny importu przekładają się bezpośrednio na tempo wzrostu cen dóbr handlowalnych oraz również, choć w mniejszym stopniu, wpływają na ceny pozostałych dóbr i usług koszyka CPI.

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 zarówno dla

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (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.

aktywności gospodarczej w Polsce, jak i inflacji pozostaje koniunktura globalna. Bilans czynników niepewności w przypadku obu tych zmiennych wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyżeń od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) stopniowo obniża się do około 42% w końcu horyzontu projekcji.

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%)
19q2	0,03	0,82	1,00	0,50	0,97
19q3	0,15	0,65	0,97	0,51	0,82
19q4	0,18	0,52	0,85	0,51	0,67
20q1	0,09	0,29	0,59	0,52	0,50
20q2	0,22	0,46	0,72	0,52	0,50
20q3	0,23	0,46	0,70	0,53	0,47
20q4	0,26	0,48	0,71	0,54	0,45
21q1	0,28	0,50	0,73	0,54	0,45
21q2	0,30	0,52	0,74	0,55	0,44
21q3	0,33	0,55	0,76	0,55	0,43
21q4	0,37	0,59	0,79	0,56	0,42

Źródło: obliczenia NBP.

Perspektywy wzrostu w gospodarce globalnej

Ryzyko ukształtowania się tempa wzrostu PKB w Polsce poniżej centralnej ścieżki projekcji wynika głównie z możliwego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Taki scenariusz związany jest w największym stopniu z dalszą eskalacją sporów handlowych oraz obniżeniem wzrostu w krajach rozwiniętych.

W maju br. administracja amerykańska podniosła cła z 10% do 25% na import z Chin towarów o wartości 200 mld USD. Jednocześnie wzrasta ryzyko objęcia cłem w wysokości 25% kolejnej, wartiej ponad 300 mld USD, partii towarów importowanych z Chin. W odpowiedzi z początkiem czerwca br. Pekin podniósł z 5-10% do 20%-25% taryfy na amerykańskie towary o wartości ok. 36 mld USD. Istnieje również ryzyko wprowadzenia przez Stany Zjednoczone opłat celnych na samochody i części do nich o łącznej wartości ponad 200 mld USD, co dotknęłoby głównie Unię Europejską. Aktualnie strona amerykańska odroczyła decyzję w tej sprawie do listopada br., pod warunkiem podjęcia negocjacji handlowych w celu zmniejszenia eksportu aut i części do Stanów Zjednoczonych. Prezydent Donald Trump zapowiada również wprowadzenie ceł na import z innych krajów, w tym z Indii. Poszerzenie skali konfliktu

handlowego mogłoby skutkować problemami w globalnych łańcuchach dostaw, a przez to ograniczeniem handlu światowego. Rosnąca niepewność odnośnie do warunków prowadzenia w przyszłości działalności gospodarczej prowadziłaby do ograniczenia aktywności inwestycyjnej w krajach dotkniętych sporami, jak również do zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych.

Zaostrzenie sporów handlowych negatywnie oddziaływałoby na wszystkie strony konfliktu. W Stanach Zjednoczonych ryzyko niższego wzrostu związane jest dodatkowo z możliwym głębszym spadkiem cen akcji na giełdach amerykańskich. Biorąc pod uwagę wysoki udział aktywów finansowych w majątku gospodarstw domowych oraz rosnącą skalę emisji ryzykownych instrumentów dłużnych w sektorze korporacyjnym, prowadziłoby to do ograniczenia konsumpcji i inwestycji prywatnych poprzez efekt majątkowy i pogorszenie nastrojów.

Wprowadzenie przez Stany Zjednoczone ceł na samochody osobowe pogorszyłoby sytuację w sektorze motoryzacyjnym strefy euro, którego wartość dodana – jak szacuje EBC – mogłaby się

obniżyć o 4%⁶⁶. Szacunki CESifo dla Niemiec są nawet bardziej pesymistyczne i wskazują, że w przypadku wprowadzenia ceł o wysokości 25%, wartość sprzedaży samochodów z Niemiec do Stanów Zjednoczonych mogłaby się zmniejszyć aż o 50%, co odpowiada spadkowi całego eksportu tego kraju o 7,7%⁶⁷. Osłabienie handlu globalnego oraz wzrost niepewności prowadziłyby również do pogorszenia aktywności w pozostałych działach przemysłu strefy euro ukierunkowanych na eksport, skutkując istotnym obniżeniem wzrostu gospodarczego w tej strefie.

Z drugiej strony osiągnięcie porozumienia podczas oczekiwanych negocjacji w sprawie nałożenia przez Stany Zjednoczone ceł na samochody osobowe może prowadzić do poprawy koniunktury gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech. Lepsza sytuacja finansowa budżetu państwa wspierałaby kontynuację rozpoczętej w br. stymulacji fiskalnej, prowadząc do dalszego wzrostu siły nabywczej gospodarstw domowych. Zgodnie z zapowiedziami ministra finansów w 2019 r. planowany jest wzrost wydatków wielkości 0,5% PKB oraz obniżenie obciążeń podatkowych wielkości 0,2% PKB. Zmiany obejmują zarówno wzrost płac w sektorze publicznym, jak i wzrost świadczeń rodzinnych oraz obniżenie składki na ubezpieczenie zdrowotne i ubezpieczenie od bezrobocia. Ewentualne silniejsze efekty wprowadzenia stymulacji fiskalnej w 2019 r. oraz kontynuacja tych działań w kolejnych latach mogłyby wpłynąć na podniesienie konsumpcji prywatnej poprzez podwyższenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wzrost spożycia wpłynąłby na poprawę nastrojów oraz pośrednio na zwiększenie pozostałych komponentów popytu krajowego i w efekcie całego PKB w gospodarce niemieckiej. Korzystniejsza koniunktura za granicą, w tym

zwłaszcza u najważniejszego polskiego partnera handlowego, sprzyjałaby przyspieszeniu krajowego tempa wzrostu gospodarczego i wyższej ścieżce inflacji niż w scenariuszu centralnym projekcji.

Kolejnym, tym razem negatywnym ryzykiem dla aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski jest wyjście Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej bez porozumienia określającego nowe warunki współpracy gospodarczej (tzw. *no-deal brexit*). Przy realizacji tego scenariusza konsekwencją natychmiastowego ustanowienia kontroli celnych i gwałtownej zmiany zasad prowadzenia działalności byłby wzrost niepewności i spowolnienie dynamiki PKB, zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i – w mniejszym stopniu – w krajach Unii.

Podaż pracy w Polsce

Jednym ze źródeł ryzyka dla scenariusza centralnego jest założona w horyzoncie projekcji liczba pracujących w Polsce imigrantów, przede wszystkim z Ukrainy. Przepływy migrantów będą uwarunkowane zarówno sytuacją na krajowym rynku pracy, jak i koniunkturą gospodarczą za granicą oraz zmianami w polityce imigracyjnej innych krajów Unii Europejskiej, w szczególności Niemiec. W czerwcu br. Bundestag przyjął i skierował do wyższej izby parlamentu ustawę ułatwiającą pracownikom wykwalifikowanym spoza UE dostęp do niemieckiego rynku pracy. Najprawdopodobniej ustawa ta wejdzie w życie od początku 2020 r, zwiększając skłonność do reemigracji ukraińskich pracowników przebywających na terenie Polski. Potencjalny odpływ migrantów z Ukrainy do Niemiec prowadziłby do ograniczenia podaży pracy w kraju oraz wzrostu dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie nie można wykluczyć, że odpływ ten może zostać w części

⁶⁶Economic Bulletin, EBC, marzec 2019 r.

⁶⁷Effects of new US auto tariffs on German exports and on industry value added around the world. IFO Institute, luty 2019 r.,

<http://www.cesifo-group.de/dms/ifodoc/docs/pr/pr-PDFs/201902-Felbermayr-Steininger-Automotive-Tariffs.pdf>

skompensowany silniejszym napływem do Polski migrantów z innych krajów, w tym pozaeuropejskich.

Polityka fiskalna

W przypadku wyższej ścieżki wzrostu gospodarczego za granicą niż obecnie prognozowana, przekładającej się na szybsze tempo wzrostu gospodarczego w kraju, można oczekiwać również poprawy poziomu dochodów sektora instytucji rządowych i samorządowych. Korzystny wpływ tych uwarunkowań na saldo sektora może być przy tym w części neutralizowany przez wypłatę trzynastej renty i emerytury w 2020 r. i kolejnych latach, która, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami rządu, jest uzależniona od sytuacji finansowej budżetu państwa. Wypowiedzi przedstawicieli rządu wskazują także, że skala obniżek podatku dochodowego od osób fizycznych może być nieco większa niż szacunki przedstawione w „Programie Konwergencji” w kwietniu br., uwzględnione w scenariuszu bazowym projekcji lipcowej. Silniejsze ożywienie w krajowej gospodarce mogłoby się także wiązać ze zwiększeniem presji płacowej, przekładającym się na wyższą dynamikę wynagrodzeń w sektorze publicznym. Zmiany te prowadziłyby do szybszego wzrostu konsumpcji publicznej oraz prywatnej poprzez podniesienie dochodów do dyspozycji ludności, a także poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Pośrednio wpłynęłyby również na ożywienie inwestycji. Wdrożenie powyższych zmian fiskalnych oddziaływałoby zatem w kierunku zarówno wyższego tempa wzrostu gospodarczego, jak i inflacji CPI w latach 2020-2021.

Ceny surowców energetycznych oraz wpływ uwarunkowań sektora energetycznego na inflację w Polsce

Istotnym źródłem ryzyka dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej i innych surowców

energetycznych na rynkach światowych oraz cen kontraktowych gazu ziemnego importowanego z Rosji. Utrzymuje się również niepewność wpływu zmian regulacyjnych na ceny energii elektrycznej dla odbiorców końcowych.

Obecnie niepewność dotycząca ścieżki cen surowców energetycznych w horyzoncie projekcji związana jest w dużym stopniu z wielkością popytu na te surowce, co z kolei uzależnione jest od stanu koniunktury światowej. Już obecnie wprowadzenie przez Stany Zjednoczone ceł na towary importowane z Chin oraz wstępne zapowiedzi kontynuowania zaostrzania barier taryfowych doprowadziły do obniżek notowań ropy naftowej na rynkach światowych. Ewentualna eskalacja konfliktów handlowych prowadząca do niższego wzrostu gospodarczego na świecie wiązałaby się z niższymi cenami surowców energetycznych również w kolejnych latach. Z drugiej strony, obecne wypowiedzi przedstawicieli krajów OPEC wskazują na możliwość ograniczenia wydobycia ropy naftowej, a tym samym ryzyko wzrostu ceny tego surowca. W tym samym kierunku mogłoby również oddziaływać zwiększenie napięć pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Iranem.

W przypadku krajowego rynku cen energii, nadal utrzymuje się ryzyko związane z brakiem aktów wykonawczych do uchwalonej w grudniu 2018 r. ustawy zamrażającej wzrost cen energii elektrycznej. Nie można również wykluczyć konieczności kolejnej nowelizacji tej ustawy ze względu na ewentualne zastrzeżenia Komisji Europejskiej, która mogłaby uznać system rekompensat za niedozwoloną pomoc publiczną. Dodatkowo, trwają prace nad rządowym projektem ustawy wprowadzającej rekompensaty dla przemysłu energochłonnego w przypadku wysokich wzrostów cen energii elektrycznej. Możliwe, że ustawa ta wejdzie w życie jeszcze przed końcem br. Powyższe zmiany w regulacjach prawnych skutkować mogą inną niż założono w projekcji ścieżką cen energii, a

pośrednio również pozostałych komponentów cen konsumenta.

Czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku obniżenia ścieżki cen energii w bieżącej projekcji jest możliwe zakończenie w 2019 r. rozpoczętych prawie 5 lat wcześniej negocjacji pomiędzy PGNiG a Gazpromem dotyczących obniżenia kontraktowych cen gazu ziemnego. Poprzednia runda negocjacji zakończyła się w 2012 r. istotną obniżką tych cen. Obecnie również oczekuje się, że wskutek rozstrzygnięcia arbitrażu prowadzonego przed Trybunałem Arbitrażowym w Sztokholmie, ceny importowanego gazu ziemnego do Polski w horyzoncie projekcji obniżą się. Jednak ze względu na brak sztywnych ram czasowych, w których arbitraż miałby zostać rozstrzygnięty, termin ten – jak również skala ewentualnego spadku cen – pozostaje trudny do określenia.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2017	2018	2019	2020	2021
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,0	1,6	2,0	2,9	2,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,7	0,7	1,7	2,4	2,3
Ceny żywności (% r/r)	4,2	2,6	3,8	3,3	2,7
Ceny energii (% r/r)	3,2	3,6	0,5	4,1	3,3
PKB (% r/r)	4,9	5,1	4,5	4,0	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	5,5	4,9	4,4	3,7
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	4,5	4,5	4,4	4,4	3,8
Spożycie publiczne (% r/r)	2,9	4,7	5,4	4,4	3,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	4,0	8,7	8,6	4,8	2,6
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1
Eksport (% r/r)	9,5	6,3	5,4	4,9	5,0
Import (% r/r)	9,8	7,1	6,1	5,6	5,4
Wynagrodzenia (% r/r)	5,3	7,2	7,2	7,0	6,4
Pracujący (% r/r)	1,4	0,4	-0,1	0,1	0,1
Stopa bezrobocia (%)	4,9	3,9	3,7	3,6	3,6
NAWRU (%)	5,3	4,5	4,1	4,0	4,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,4	56,3	56,4	56,5	56,5
Wydajność pracy (% r/r)	3,5	4,8	4,7	3,9	3,5
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,9	2,4	2,5	3,1	2,9
Produkt potencjalny (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,8	0,6	1,4	1,7	1,5
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,86	0,92	0,94	0,96
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,62	0,77	0,58	0,59	0,60
Inflacja za granicą (% r/r)	1,3	1,7	1,8	1,8	1,8
PKB za granicą (% r/r)	2,4	1,9	1,2	1,4	1,4
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,4	1,3	1,4	1,4	1,2
WIBOR 3M (%)	1,73	1,71	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, odtłuszczone mleko w proszku, masło, cukier, kakao, kawę, zamrożony sok pomarańczowy, ziemniaki oraz rzepak, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – połowa maja 2019 r.

■ Data: 29 kwietnia 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 kwietnia 2019 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2018 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. M. Łon
E. J. Osiatyński
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz

■ Data: 14 maja 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 14 maja 2019 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 14 maja 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 14 maja 2019 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

www.nbp.pl

