

Listopad 2017 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 25 października 2017 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	7
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	7
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	9
1.3 Światowe rynki surowców	10
1.4 Polityka pieniężna za granicą	12
Ramka: Zmniejszanie sumy bilansowej przez Rezerwę Federalną	13
1.5 Światowe rynki finansowe	16
2 Gospodarka krajowa	19
2.1 Ceny dóbr i usług	19
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	28
2.4 Rynek pracy	29
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	30
2.6 Pieniądz i kredyt	32
2.7 Bilans płatniczy	34
3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2017 r.	37
4 Projekcja inflacji i PKB	47
4.1 Synteza	48
4.2 Otoczenie zewnętrzne	50
4.3 Gospodarka polska w latach 2017–2019	54
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	67
4.5 Źródła niepewności projekcji	70
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2017 r.	75

Synteza

W gospodarce światowej utrzymuje się ożywienie koniunktury, jednak wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym. Uwarunkowania makroekonomiczne u głównych partnerów handlowych Polski pozostają korzystne. W II kw. br. wzrost gospodarczy zarówno w strefie euro, jak i Stanach Zjednoczonych ponownie przyśpieszył, wciąż napędzany przez popyt konsumpcyjny. Lepsza niż w poprzednich latach jest również koniunktura w największych gospodarkach wschodzących.

Mimo kontynuacji globalnego ożywienia gospodarczego dynamika cen konsumpcyjnych na świecie pozostaje umiarkowana i w wielu gospodarkach kształtuje się poniżej celów inflacyjnych. Umiarkowanej inflacji na świecie sprzyja relatywnie niska inflacja bazowa wobec wciąż niższego niż przed kryzysem wzrostu gospodarczego w wielu krajach.

W tych warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, a także nadal skupuje aktywa finansowe. W październiku EBC zdecydował o przedłużeniu programu luzowania ilościowego przynajmniej do września 2018 r., równocześnie zapowiadając zmniejszenie skali miesięcznych zakupów od początku 2018 r. Natomiast Rezerwa Federalna (Fed) kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Fed rozpoczął także zmniejszanie swojej sumy bilansowej, ograniczając reinwestycje aktywów.

Od początku 2017 r. nastroje na światowych rynkach finansowych wyraźnie się poprawiały, do czego przyczyniło się dalsze ożywienie koniunktury na świecie, przy wciąż łagodnych globalnych warunkach monetarnych. Sprzyjało to również dalszemu wzrostowi indeksów giełdowych na świecie, które w wielu gospodarkach rozwiniętych ukształtowały się na poziomie zbliżonym do historycznych maksimów. Poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych towarzyszył także spadek rentowności obligacji gospodarek wschodzących oraz umocnienie się ich walut.

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Sprzyja temu wciąż niska presja inflacyjna związana z jednej strony z jedynie stopniowo rosnącą wewnętrzną presją popytową, a z drugiej strony z niską dynamiką cen importu. Jednocześnie wyraźnie wyższa niż w poprzednich kwartałach jest dynamika cen żywności. Natomiast ceny energii rosną w umiarkowanym tempie.

Koniunktura w Polsce jest korzystna, a wzrost gospodarczy utrzymuje się na poziomie zbliżonym do 4% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Dynamika inwestycji wzrosła w II kw. br. do nieznacznie dodatniego poziomu. Dodatni wkład do wzrostu PKB wniósł również przyrost zapasów. Jednocześnie wkład eksportu netto do wzrostu obniżył się do ujemnego poziomu wskutek silniejszego osłabienia dynamiki eksportu niż importu. Wyprzedzające wskaźniki koniunktury, a także dane o produkcji przemysłowej i budowlanej oraz o sprzedaży detalicznej w III kw. br. wskazują na utrzymanie się korzystnej koniunktury w polskiej gospodarce.

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce, w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych, sprzyja wzrostowi popytu na pracę. Przekłada się to na dalszy wzrost zatrudnienia

i obniżenie bezrobocia. W konsekwencji umacnia się pozycja pracowników w negocjacjach płacowych, co sprzyja przyspieszeniu wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy.

Stabilnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy przyrost kredytów dla sektora niefinansowego w tempie zbliżonym do dynamiki nominalnego PKB. Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego pozostają kredyty dla gospodarstw domowych. Akcja kredytowa rozwija się również w sektorze przedsiębiorstw.

W tych warunkach Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Większość uczestników rynku oczekuje utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych w najbliższych kwartałach.

W ostatnim okresie rentowności obligacji skarbowych nie zmieniły się istotnie, co wynikało z relatywnie stabilnych oczekiwań dotyczących stóp procentowych NBP oraz braku wyraźnych zmian premii terminowej. Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz dobre dane z polskiej gospodarki sprzyjały dalszemu wzrostowi cen akcji, choć był on wolniejszy niż w I połowie br., a także umocnieniu kursu złotego. Ceny mieszkań nieznacznie rosną w związku z utrzymującym się wysokim popytem mieszkaniowym.

W II kw. br. saldo na rachunku obrotów bieżących nieco się obniżyło w porównaniu z I kw. br., jednak wciąż było zbliżone do historycznie najwyższego poziomu. Na łącznym saldzie rachunku obrotów bieżących i kapitałowych utrzymała się natomiast nadwyżka, do czego przyczyniło się zwiększenie napływu funduszy unijnych w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności. Z kolei saldo na rachunku finansowym obniżyło się.

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 lipiec – październik 2017 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 23 listopada 2017 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2017 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono ramkę: *Zmniejszanie sumy bilansowej przez Rezerwę Federalną*.

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 niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 18 października 2017 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,9–2,0% w 2017 r. (wobec 1,6–2,3% w projekcji z lipca 2017 r.), 1,6–2,9% w 2018 r. (wobec 1,1–2,9%) oraz 1,7–3,7% w 2019 r. (wobec 1,3–3,6%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,8–4,6% w 2017 r. (wobec 3,4–4,7% w projekcji z lipca 2017 r.), 2,8–4,5% w 2018 r. (wobec 2,5–4,5%) oraz 2,3–4,3% w 2019 r. (wobec 2,3–4,3%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

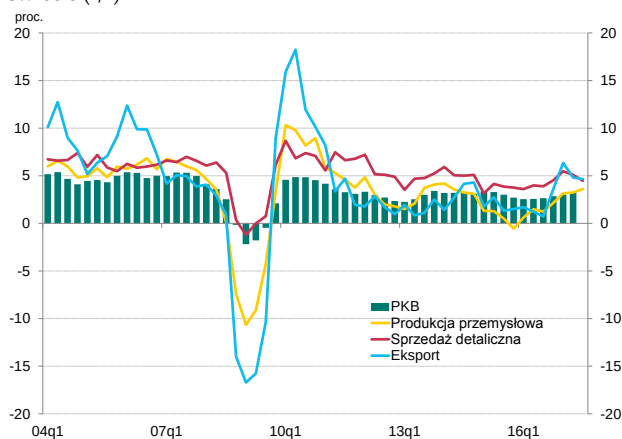
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej utrzymuje się ożywienie koniunktury. Wzrost gospodarczy na świecie pozostaje jednak niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym (Wykres 1.1).

Koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski pozostaje korzystna. W II kw. br. wzrost gospodarczy w strefie euro ponownie przyspieszył (do 2,3% r/r), a napływające dane wskazują na utrzymanie się dynamiki PKB na zbliżonym poziomie także w III kw. Głównym źródłem wzrostu PKB w tej strefie pozostaje popyt wewnętrzny, zwłaszcza konsumpcyjny, przy nieco mniejszej niż w poprzednich kwartałach roli inwestycji (Wykres 1.2). Wzrostowi popytu wewnętrznego strefy euro sprzyja systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy oraz korzystne nastroje podmiotów gospodarczych, a także wciąż ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W warunkach dalszego wzrostu światowej wymiany handlowej koniunktura w handlu zagranicznym strefy euro pozostała korzystna i – pomimo aprecjacji euro – w II kw. br. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni (Wykres 1.2). Jednocześnie wzrost eksportu i importu towarów wytwarzanych w ramach globalnych sieci dostaw, zwłaszcza samochodów i ich części, wyraźnie spowolnił (Wykres 1.3). Było to związane z jednej strony z mniejszą liczbą dni roboczych w europejskim przemyśle w II kw., a z drugiej strony z pewnym osłabieniem dynamiki sprzedaży samochodów po wielu latach silnego wzrostu.

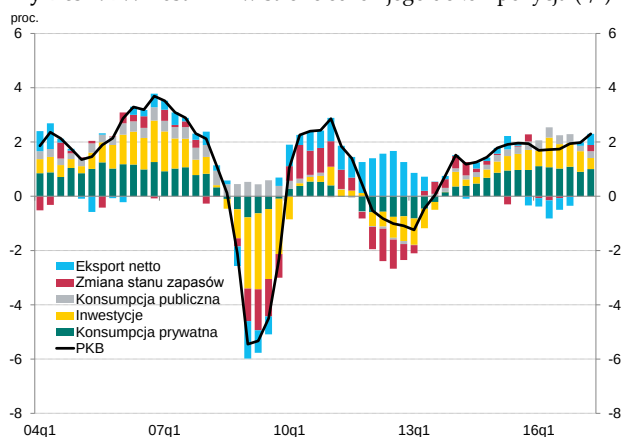
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

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



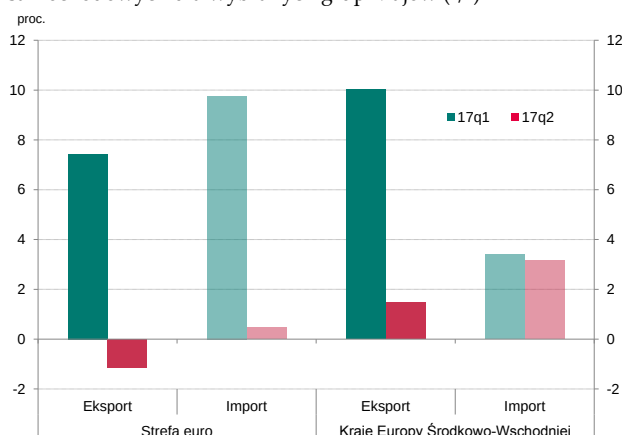
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Oslabienie wymiany handlowej w ramach globalnych sieci dostaw wpłynęło również negatywnie na handel zagraniczny krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Głównym czynnikiem wzrostu w tych krajach pozostał jednak popyt wewnętrzny, któremu sprzyjała dobra sytuacja na rynku pracy, pozytywne nastroje konsumentów i silniejszy niż w poprzednich latach wzrost płac. W efekcie wzrost gospodarczy w regionie Europy Środkowo-Wschodniej przyspieszył po wyraźnym spowolnieniu w 2016 r. (Wykres 1.4).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB także wzrosła w II kw. 2017 r. (Wykres 1.5). Głównym czynnikiem wzrostu w tej gospodarce pozostaje popyt konsumpcyjny, czemu sprzyja dalszy wzrost zatrudnienia i płac, a także zwiększanie się majątku amerykańskich gospodarstw domowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie od kilku kwartałów trwa w Stanach Zjednoczonych odbudowa popytu inwestycyjnego. Dostępne dane sugerują utrzymanie się pozytywnych tendencji w tej gospodarce także w kolejnych kwartałach, choć w III kw. br. negatywny wpływ na wzrost gospodarczy miały huragany, które przejściowo obniżyły produkcję i sprzedaż w rejonach nimi dotkniętych.

W Wielkiej Brytanii, po spowolnieniu wzrostu obserwowanym od początku 2015 r., w III kw. br. dynamika PKB ustabilizowała się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej (Wykres 1.5). Wzrostowi gospodarczemu w Wielkiej Brytanii sprzyja rosnący popyt konsumpcyjny, a także wzrost inwestycji po ich osłabieniu w poprzednim roku. Wyższa niż rok wcześniej jest również dynamika eksportu, co wynika z nadal względnie słabego – pomimo umocnienia – kursu funta brytyjskiego.

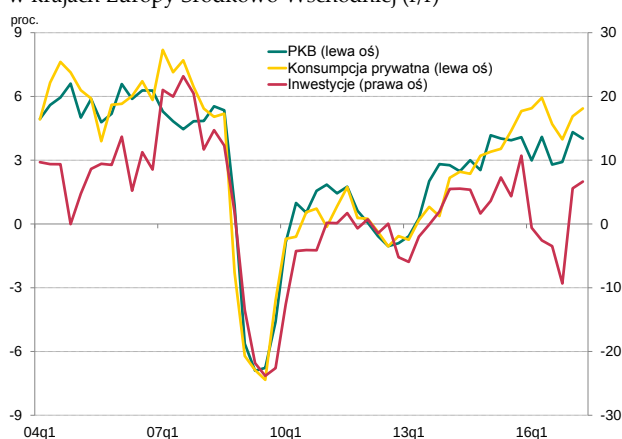
Wykres 1.3 Wzrost eksportu samochodów i części samochodowych dla wybranych grup krajów (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Kraje Europy Środkowo-Wschodniej – kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej należące do Unii Europejskiej, ale niebędące członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski).

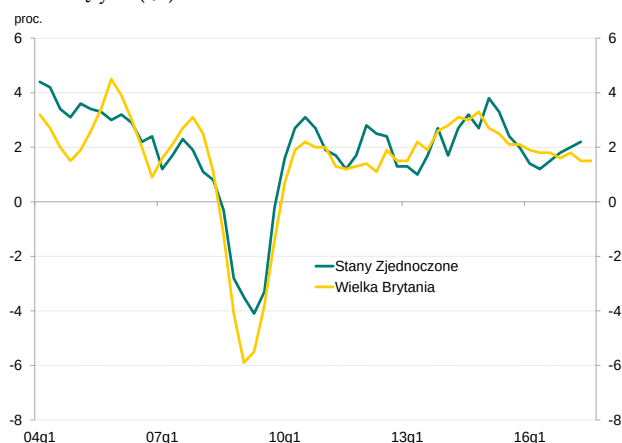
Wykres 1.4 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Bloomberg.

Lepsza niż w poprzednich latach jest również koniunktura w największych gospodarkach wschodzących (Wykres 1.6). W Chinach dynamika PKB w br. jest względnie stabilna, choć obniżyła się nieznacznie w III kw. br., głównie z uwagi na osłabienie dynamiki inwestycji zarówno mieszkaniowych, jak i infrastrukturalnych, po jej silnym wzroście w I połowie roku. Jednocześnie dynamika konsumpcji ukształtowała się na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Natomiast w Rosji wzrost gospodarczy wyraźnie przyspieszył w II kw., choć nadal ograniczały go problemy strukturalne, skutki makroekonomicznych sankcji i relatywnie niskie – pomimo pewnego wzrostu – ceny ropy naftowej.

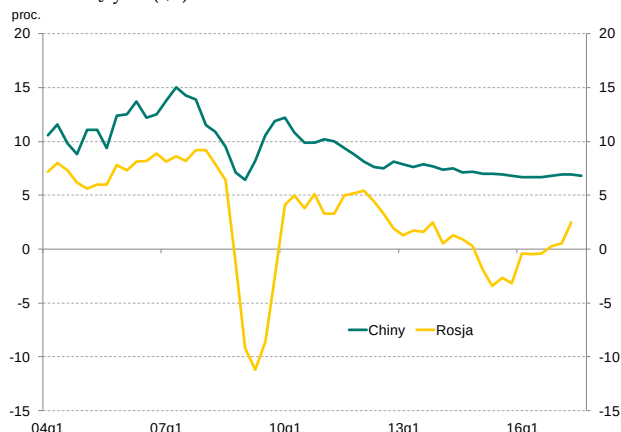
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Mimo kontynuacji ożywienia globalnej koniunktury dynamika cen konsumpcyjnych na świecie pozostaje umiarkowana i w wielu gospodarkach kształtuje się poniżej celów inflacyjnych (Wykres 1.7).

Umiarkowanej inflacji na świecie sprzyja relatywnie niska inflacja bazowa w warunkach wciąż słabszego niż przed kryzysem wzrostu gospodarczego w wielu krajach (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*; Wykres 1.8). Jednocześnie wzrost cen surowców energetycznych na świecie przełożył się na nieco wyższą dynamikę cen energii w III kw. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

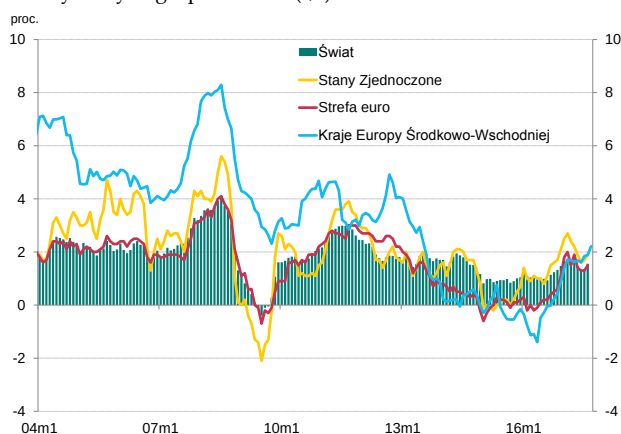
W strefie euro inflacja pozostaje niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (we wrześniu br. wyniosła 1,5% r/r). Wzrost inflacji w tej strefie ogranicza aprecjacja euro, jaka nastąpiła w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) oraz nadal niska wewnętrzna presja inflacyjna.

Wykres 1.6 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

W Stanach Zjednoczonych inflacja jest nadal wyższa niż w innych głównych gospodarkach rozwiniętych, w tym w strefie euro. Sprzyja temu trwające w tym kraju od kilku lat ożywienie gospodarcze, a w ostatnim okresie również wzrost dynamiki cen paliw silniejszy niż w innych gospodarkach rozwiniętych. Było to związane ze spadkiem wydobycia ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych, przy jednoczesnym silnym wzroście popytu na paliwa w warunkach niekorzystnych zjawisk atmosferycznych w niektórych rejonach tego kraju.

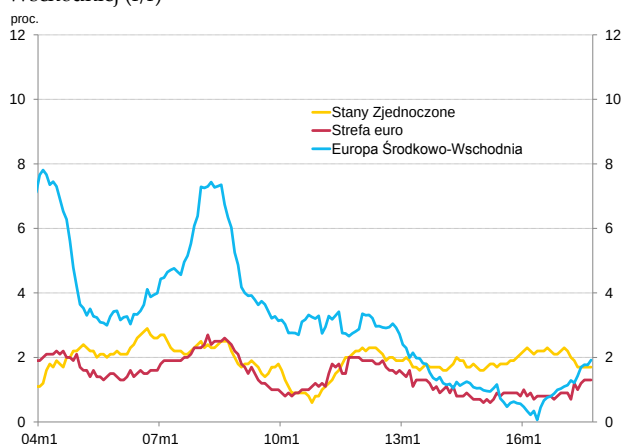
Z kolei w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – w ślad za rosnącą dynamiką płac – w ostatnim okresie nasiliła się nieco presja inflacyjna. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście inflacji, w tym inflacji bazowej, która jest jednak nadal znacząco niższa od wieloletniej średniej.

1.3 Światowe rynki surowców

W ostatnich miesiącach ceny surowców energetycznych na świecie wzrosły, czemu towarzyszył jednak wyraźny spadek cen surowców rolnych (Wykres 1.9; Wykres 1.10; Wykres 1.11).

Wzrost cen dotyczył wszystkich ważniejszych surowców energetycznych. Ceny ropy naftowej od początku lipca br. wzrosły o blisko 9 USD za baryłkę, jednak pomimo tego utrzymują się poniżej wieloletniej średniej (Wykres 1.10). Do wzrostu cen ropy przyczyniły się głównie czynniki ograniczające podaż tego surowca, która pozostała jednak wysoka. W szczególności realizowane było porozumienie o ograniczeniu wydobycia ropy naftowej przez kraje należące do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i niektórych innych eksporterów tego surowca, w tym Rosji. Zmniejszyła się także skala produkcji i eksportu ropy naftowej ze Stanów

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.9 Indeks cen surowców



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

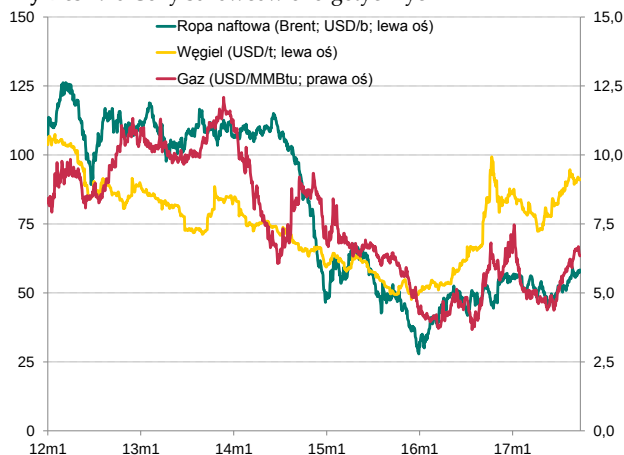
Indeks cen surowców Thomson Reuters/CoreCommodity CRB (Commodity Research Bureau) przedstawia średnią arytmetyczną kwotowań na rynkach terminowych 19 surowców: aluminium, benzyny bezołowiowej, cukru, gazu naturalnego, kakao, kawy, kukurydzy, miedzi, niklu, oleju opałowego, pszenicy, ropy naftowej, soi,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

Zjednoczonych, co było związane z obniżeniem się liczby aktywnych wiertni łupkowych, a także zniszczeniami spowodowanymi przez huragany w rejonach wydobywania, przetwarzania i wywozu ropy. Czynniki te wpłynęły również negatywnie na wielkość zapasów w Stanach Zjednoczonych. Do wyższych cen ropy przyczyniły się także nowe napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie. Ponadto w kierunku wyższych cen ropy mógł oddziaływać wzrost popytu związany z poprawą koniunktury w gospodarce światowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), a także zwiększonymi zakupami tego surowca przez Chiny.

Od poprzedniego *Raportu* wzrosły także ceny pozostałych surowców energetycznych (Wykres 1.10). Czynnikiem powodującym wzrost cen węgla było w szczególności ogłoszenie wycofania się Stanów Zjednoczonych z Porozumienia Paryskiego dotyczącego przeciwdziałania zmianom klimatycznym, przy jednoczesnym wystąpieniu zakłóceń w wydobywaniu i transporcie węgla w niektórych krajach¹. Z kolei wzrost cen gazu, jaki nastąpił od połowy lipca, wynikał głównie ze zwiększonego zapotrzebowania na ten surowiec w związku z wyższymi niż przeciętnie temperaturami w lecie w niektórych krajach europejskich i wynikającym stąd większym wykorzystaniem klimatyzatorów.

Od poprzedniego *Raportu* obniżyły się ceny większości artykułów rolnych. Spadek ich cen był związany głównie ze wzrostem światowej produkcji niektórych z nich, zwłaszcza nabiału i ziemniaków. Dodatkowo w krajach azjatyckich obniżył się popyt na wieprzowinę, prowadząc do spadku jej cen. Jednocześnie produkcja masła na rynku globalnym spadła, co doprowadziło do spadku jego zapasów. W warunkach

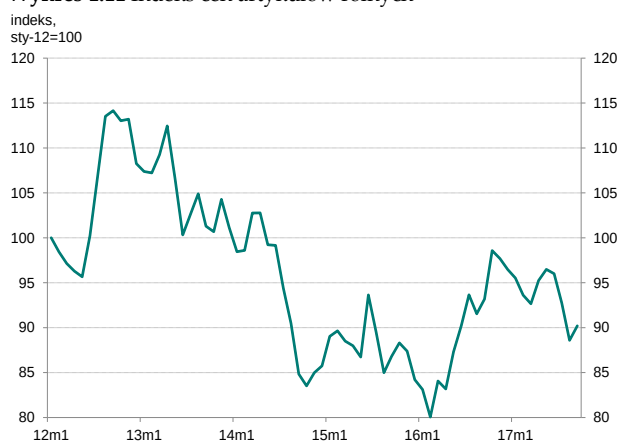
Wykres 1.10 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – dolar za baryłkę (około 160 l) ropy. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach za tzw. brytyjską jednostkę ciepła, tj. jednostkę obrazującą ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

Wykres 1.11 Indeks cen artykułów rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

¹ Największym z tych zakłóceń był huragan Debbie, który w I połowie 2017 r. w rejonie Australii, w którym koncentruje się około 50% wydobywania węgla metalurgicznego, uszkodził zarówno kopalnię węgla, jak i infrastrukturę służącą do transportu tego surowca. Do obniżenia eksportu australijskiego węgla przyczyniły się dodatkowo blokady w indonezyjskich portach. Zakłócenia miały również miejsce na dalekim wschodzie Rosji, gdzie silne deszcze utrudniały transport kolejowy węgla.

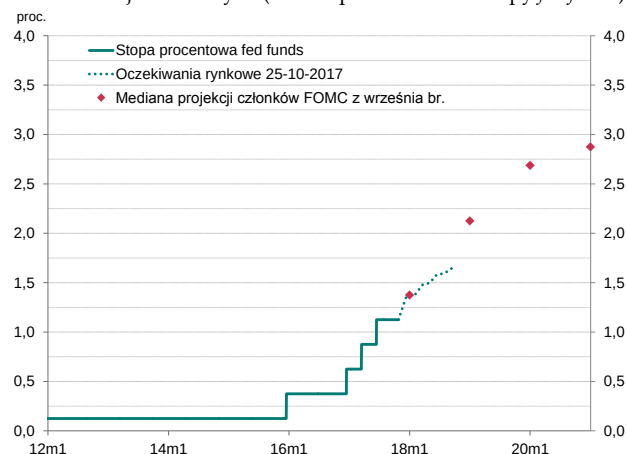
podwyższonego popytu na ten towar oddziaływało to w kierunku znaczącego wzrostu jego cen, ograniczając skalę spadku indeksu artykułów rolnych (Wykres 1.11).

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Wobec bardzo dobrej sytuacji na amerykańskim rynku pracy i perspektywy stabilizacji inflacji w pobliżu celu w średnim okresie Rezerwa Federalna (Fed) kontynuuje w ostatnich miesiącach stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2017 r. Fed dwukrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej (każdorazowo o 0,25 pkt proc.), który obecnie wynosi 1,00–1,25%. Mediana prognoz członków FOMC wskazuje na jeszcze jedną podwyżkę o 0,25 pkt proc. w 2017 r. i kolejne trzy (łącznie o 0,75 pkt proc.) w 2018 r. Uczestnicy rynku także oczekują dalszych podwyżek stóp w kolejnych kwartałach (Wykres 1.12). W październiku br. Fed rozpoczął stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, ograniczając reinwestycje aktywów, co dodatkowo oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych (por. Ramka: *Zmniejszanie sumy bilansowej przez Rezerwę Federalną*; Wykres 1.13).

Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) – wobec wciąż umiarkowanej inflacji w strefie euro – utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, a także nadal skupuje aktywa finansowe. W październiku EBC zdecydował o przedłużeniu programu luzowania ilościowego przynajmniej do września 2018 r., jednocześnie zmniejszając skalę miesięcznych zakupów z 60 do 30 mld euro od początku 2018 r. Ponadto EBC podtrzymuje zapowiedź, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie przez pewien czas po zakończeniu zakupów aktywów netto. Z tego powodu uczestnicy rynku nie oczekują zmian stóp w nadchodzących kwartałach (Wykres 1.14).

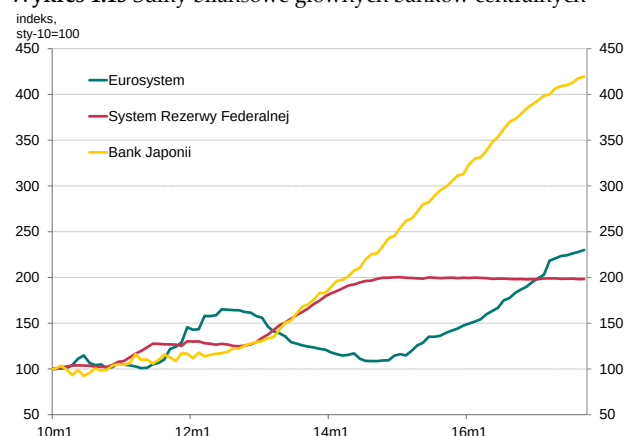
Wykres 1.12 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg i Fed.

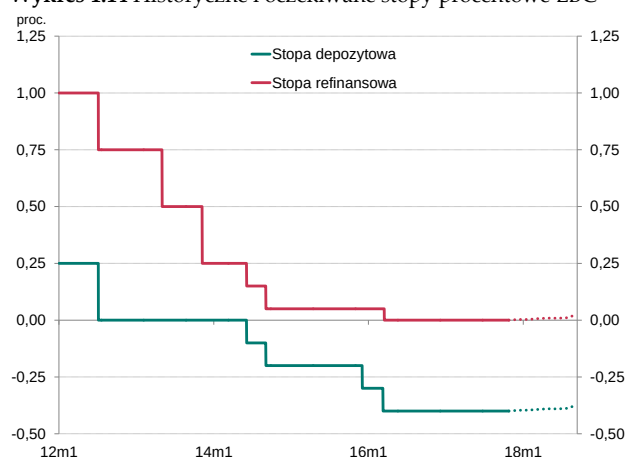
Oczekiwania rynkowe na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych



Źródło: dane FRED.

Wykres 1.14 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC



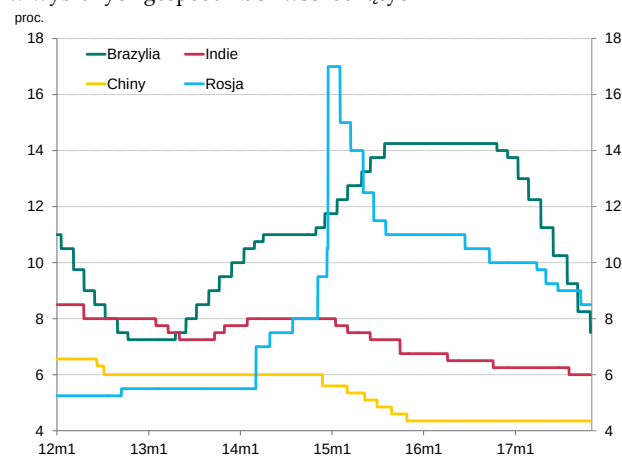
Źródło: dane Bloomberg.

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

W warunkach niskiej presji inflacyjnej w wielu krajach, większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Dodatkowo Bank Japonii i Riksbank kontynuują programy zakupu aktywów finansowych, a Bank Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. W niektórych gospodarkach rozwiniętych – w ślad za utrwalającym się ożywieniem wzrostu gospodarczego – banki centralne zaczęły ograniczać skalę ekspansywności polityki pieniężnej. W szczególności w ostatnich miesiącach stopy procentowe zostały podniesione w Kanadzie i Czechach.

Z kolei w części gospodarek wschodzących spadek inflacji skłonił banki centralne do kontynuacji obniżania stóp procentowych (Wykres 1.15). Spadek inflacji w tych krajach wynikał w istotnym stopniu z aprecjacji ich walut, której sprzyjała poprawa koniunktury w gospodarkach wschodzących oraz korzystne nastroje na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*).

Wykres 1.15 Główne stopy procentowe banków centralnych w wybranych gospodarkach wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Ramka: Zmniejszanie sumy bilansowej przez Rezerwę Federalną

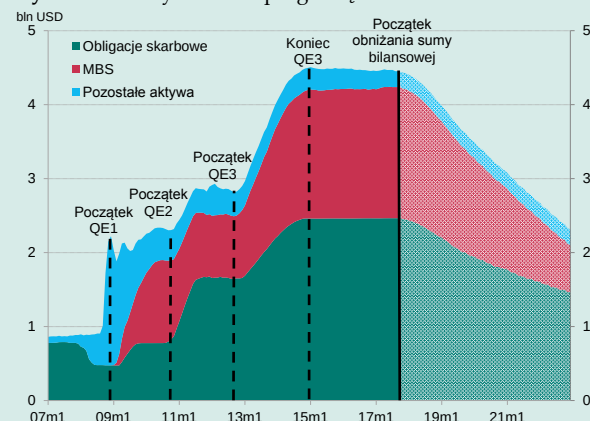
Na posiedzeniu we wrześniu br. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) ogłosiła, że od października rozpocznie proces zmniejszania sumy bilansowej (Fed 2017b), który ma przebiegać zgodnie z opublikowanymi wcześniej wytycznymi (Fed 2017a). Decyzja Fed oznacza, że stopniowo rosnąca część spłat kapitału papierów wartościowych nabytych wcześniej w ramach programów luzowania ilościowego nie będzie reinwestowana. Decyzja Fed kończy zatem trwający dwa lata okres utrzymywania stabilnej sumy bilansowej i rozpoczyna proces jej zmniejszania (Wykres R.1). W niniejszej ramce omówiono sygnalizowaną przez Fed skalę i tempo tego procesu oraz jego możliwe konsekwencje dla warunków monetarnych w Stanach Zjednoczonych, a także w gospodarkach wschodzących, w tym w Polsce.

Suma bilansowa Fed

Obecnie suma bilansowa Fed wynosi 4,5 bln USD (23% PKB) w porównaniu z 0,9 bln USD (6% PKB) na początku 2008 r. (Wykres R.1)². 55% aktywów to obligacje skarbowe, a 40% to papiery zabezpieczone hipotekami

² Dla porównania aktywa Eurosystemu stanowią 39% PKB strefy euro, a aktywa Banku Japonii 95% PKB tego kraju.

Wykres R.1 Aktywa Fed z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza: obligacji skarbowych na podstawie zapadalności i limitów zapowiedzianych przez Fed; MBS przy założeniu spadku o wielkość limitu w każdym miesiącu; pozostałych aktywów na podstawie zapadalności obligacji agencji federalnych i przy założeniu braku zmian innych aktywów. Prognoza nie uwzględnia zapadania obligacji, które zostaną zakupione w ramach przyszłych reinwestycji. Rzeczywista skala zmniejszenia sumy bilansowej może być mniejsza niż w prognozie, gdyż w niektórych miesiącach spłaty kapitału posiadanych MBS-ów mogą być niższe od ustalonych limitów.

(*Mortgage Backed Securities, MBS*). Pięciokrotny wzrost wielkości aktywów w ciągu ostatniej dekady był konsekwencją prowadzenia przez Fed programów luzowania ilościowego, które miały na celu przeciwdziałanie skutkom kryzysu finansowego. Przy zerowych krótkoterminowych stopach procentowych, programy te miały się przyczynić do dodatkowego złagodzenia warunków monetarnych głównie poprzez obniżenie rentowności skupowanych papierów, co pośrednio oddziaływało także na ceny i rentowności pozostałych aktywów. W miarę postępującej poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, od początku 2014 r. Fed stopniowo ograniczał skalę zakupów aktywów, by ostatecznie zakończyć je pod koniec 2014 r. Od tamtej pory Fed reinwestował spłaty kapitału z zakupionych wcześniej papierów wartościowych tak, aby jego suma bilansowa była stabilna.

Zgodnie z planem ogłoszonym przez Fed jego suma bilansowa będzie zmniejszana pasywnie, tj. w miarę stopniowego zapadania papierów wartościowych w portfelu Fed, poprzez zaprzestanie reinwestowania części spłat kapitału. Początkowo, w IV kw. br., skala reinwestycji zostanie ograniczona maksymalnie o 6 mld USD w przypadku obligacji skarbowych i o 4 mld USD w przypadku MBS-ów. Te kwoty będą następnie co trzy miesiące zwiększane odpowiednio o 6 i 4 mld USD aż do osiągnięcia poziomu 30 i 20 mld USD miesięcznie. Fed nie zadeklarował, jak długo będzie trwało obniżanie sumy bilansowej, ani też jaki będzie jej docelowy poziom. Zapowiedział jedynie, że suma bilansowa będzie zmniejszana, dopóki wielkość rezerw w systemie bankowym nie osiągnie poziomu „znacznie mniejszego niż obecnie, ale wyższego niż przed światowym kryzysem finansowym” (Fed, 2017a)³.

Konsekwencje ekonomiczne zmniejszenia sumy bilansowej Fed

Proces zmniejszania sumy bilansowej stanowi zacieśnienie polityki pieniężnej Fed, będąc odwrotnością procesu zwiększania sumy bilansowej łagodzącego wcześniej warunki monetarne w Stanach Zjednoczonych. W szczególności wskutek ograniczania skali reinwestycji obniży się popyt Fed na obligacje i MBS-y – łącznie o około 400 mld USD w 2018 r. – co będzie oddziaływało w kierunku spadku cen i wzrostu rentowności tych papierów wartościowych, ograniczając popyt i inflację, podobnie jak ma to miejsce w przypadku podwyżek krótkoterminowych stóp procentowych⁴. Ponadto spadek cen obligacji poprzez kanał portfelowy może wpłynąć na ceny pozostałych aktywów, oddziałując m.in. w kierunku spadku cen akcji, co poprzez efekt majątkowy również działa ograniczająco na popyt i inflację.

³ Obecnie rezerwy wynoszą około 2 400 mld USD, a w latach 1997–2006 wynosiły średnio około 10 mld USD. Gdyby Fed dążył do obniżenia rezerw do poziomu sprzed kryzysu, musiałyby realizować proces ograniczania sumy bilansowej przynajmniej do 2023 r.

⁴ Programy luzowania ilościowego Fed wpływały na spadek rentowności obligacji głównie poprzez obniżanie premii terminowej, zatem można przypuszczać, że zmniejszenie sumy bilansowej wywoła efekt odwrotny, tj. zwiększy premię terminową. W literaturze szacuje się zwykle, że programy luzowania ilościowego Fed obniżyły premię terminową w amerykańskich obligacjach 10-letnich łącznie o 50–150 punktów bazowych (por. np. przegląd badań empirycznych i szacunki w Bonis i in. 2017).

Wykres R.2 Rentowności obligacji w gospodarkach wschodzących a premia terminowa i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych

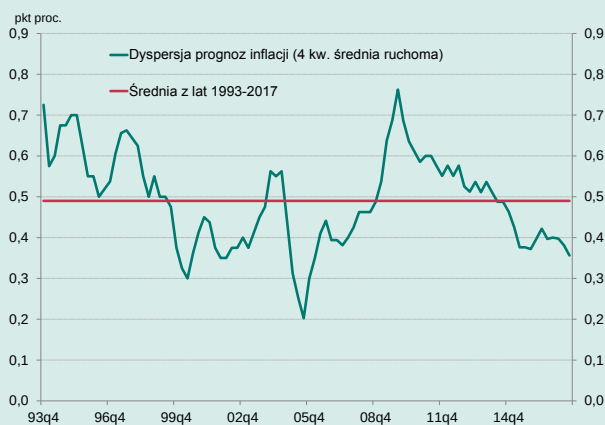


Źródło: dane Bloomberg, New York Fed, obliczenia NBP.

Rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach wschodzących to indeks na podstawie analizy głównych składowych dla Polski, Czech, Węgier, Brazylii, Kolumbii, Meksyku, Korei, Turcji i RPA. Zmienność rentowności obligacji w gospodarkach wschodzących jest objaśniana w 68% zmiennością premii terminowej w Stanach Zjednoczonych, a jedynie w 1% zmiennością tamtejszej oczekiwanej ścieżki stóp procentowych.

80 punktów bazowych. W podobnej skali, choć przejściowo, wzrosły rentowności w II połowie 2013 r., po ogłoszeniu przez Fed zamiaru ograniczania QE (tzw. *taper tantrum*, NBP 2013).

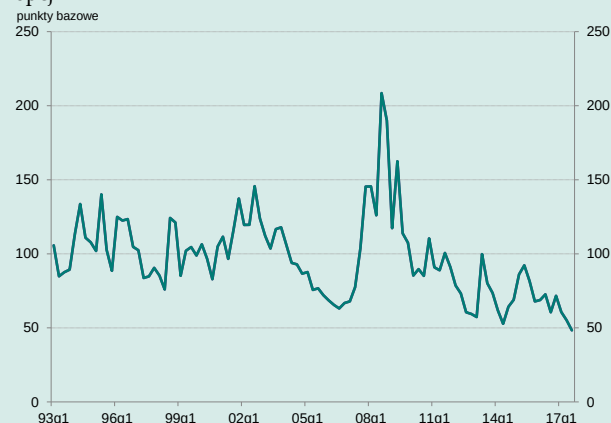
Wykres R.3 Dyspersja prognoz średniej inflacji w gospodarce amerykańskiej w horyzoncie 10 lat



Źródło: dane Survey of Professional Forecasters, Philadelphia Fed.

Dyspersja zdefiniowana jako różnica między 75. i 25. percentylem rozkładu prognoz.

Wykres R.4 Indeks MOVE zmienności rentowności amerykańskich obligacji skarbowych implikowanych z cen opcji



Źródło: dane Bloomberg.

Indeks MOVE jest skonstruowany w oparciu o normalizowane zmienności 1-miesięcznych opcji na 2-, 5-, 10-, i 30-letnie amerykańskie obligacje skarbowe.

W okresie po ogłoszeniu przez Fed rozpoczęcia zmniejszania sumy bilansowej rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych i zawarta w nich premia terminowa nieznacznie się zwiększyły⁶. Wzrost premii terminowej, a przez to rentowności długoterminowych obligacji, jest jednak ograniczany przez kilka czynników. Po pierwsze, mimo zmniejszającej się skali reinwestycji udział Fed w rynku papierów dłużnych jest –

⁵ Dotychczas szoki związane z polityką pieniężną w Stanach Zjednoczonych przenosiły się na rynki obligacji w gospodarkach wschodzących głównie poprzez zmiany premii terminowej. Dlatego można oczekiwać, że istotnym czynnikiem ryzyka dla rentowności krajowych obligacji skarbowych będą zmiany premii terminowej w Stanach Zjednoczonych.

⁶ Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych wzrosła z 2,25% 19 września br. (tj. dzień przed ogłoszeniem przez Fed rozpoczęcia obniżania swojej sumy bilansowej) do 2,44% 25 października br. (tj. *cut-off date* dla Raportu).

i w kolejnych kwartałach pozostanie – znaczny. Po drugie, premia terminowa jest zaniżana przez niskie postrzegane ryzyko inflacyjne (mierzone pośrednio np. rozproszeniem prognoz inflacji profesjonalnych prognostów) oraz niską oczekiwaną zmienność stóp procentowych w gospodarce amerykańskiej (Wykres R.3; Wykres R.4). Po trzecie, mimo mniejszych zakupów Fed popyt inwestorów na amerykańskie obligacje skarbowe będzie podtrzymywany m.in. przez stopniowo wchodzące w życie wymogi regulacyjne dotyczące utrzymywania przez instytucje finansowe aktywów wysokiej jakości i wyjątkowo wysokiej płynności (tzw. *High Quality Liquid Assets*, HQLA). Czynniki te, w połączeniu z nadal akomodacyjną polityką EBC (por. rozdz. 1.5 *Polityka pieniężna za granicą*), powinny zmniejszyć skalę ewentualnego wzrostu długoterminowych stóp procentowych w Polsce.

Podsumowanie

Zmniejszanie sumy bilansowej Fed będzie prawdopodobnie oddziaływało w kierunku dalszego wzrostu rentowności i spadku cen obligacji (a pośrednio także i innych aktywów) w Stanach Zjednoczonych, wpływając na zacieśnianie warunków monetarnych w tej gospodarce w najbliższych kilku latach. Jednak ze względu na niską oczekiwaną zmienność inflacji skala wzrostu rentowności amerykańskich papierów dłużnych pod wpływem ograniczania sumy bilansowej Fed może być mniejsza niż skala ich wcześniejszego spadku w okresie luzowania ilościowego. Wraz z wciąż akomodacyjną polityką pieniężną EBC powinno to łagodzić wpływ obniżania sumy bilansowej Fed na gospodarkę wschodzącą, w tym Polskę.

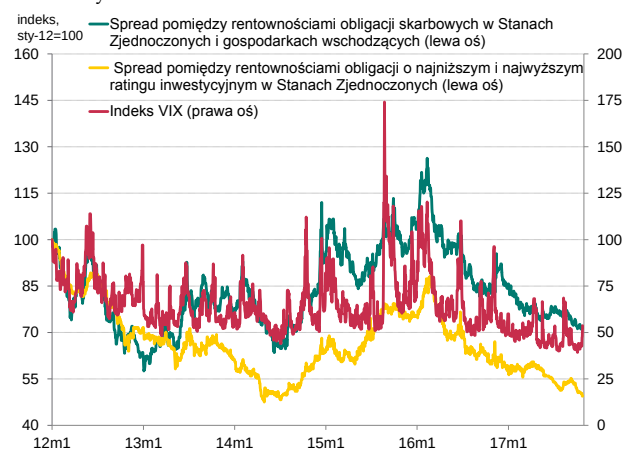
Literatura

- Brian, B., Ihrig, J., Wei, M. (2017). *The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates*. FEDS Notes, April 20.
- Boniss, B., Kandrac, J. i Pardue, L. (2017). *Principal Payments on the Federal Reserve's Securities Holdings*. FEDS Notes, June 16.
- Fed (2014). *Policy Normalization Principles and Plans*. September 16.
- Fed (2017a). *Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans*. June 14.
- Fed (2017b). *FOMC statement*. September 20.
- Syron Ferris, E., Jeong Kim, S. i Schlusche, B. (2017). *Confidence interval projections of the Federal Reserve Balance Sheet and income*. FEDS Notes, January 13.
- NBP (2013). *Ramka 1: Wpływ komunikacji dotyczącej zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na wycenę aktywów finansowych*, Raport o inflacji – listopad 2013 r.
- NBP (2016). *Ramka 2: Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i premia terminowa*, Raport o inflacji – marzec 2016 r.

1.5 Światowe rynki finansowe

Od początku 2017 r. nastroje na światowych rynkach finansowych wyraźnie się poprawiały, o czym świadczy spadek wyceny wielu miar ryzyka (Wykres 1.16). Przyczyniło się do tego dalsze ożywienie koniunktury na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), przy wciąż łagodnych – mimo zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed – globalnych warunkach monetarnych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

Wykres 1.16 Miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych



Źródło: dane Bloomberg.

W tej sytuacji indeksy giełdowe na świecie nadal rosły i w wielu gospodarkach rozwiniętych ukształtowały się na poziomie zbliżonym do historycznych maksimów. W Stanach Zjednoczonych i Niemczech są one obecnie najwyższe w historii (Wykres 1.17).

Wraz z poprawą nastrojów na światowych rynkach finansowych obniżyły się rentowności obligacji w gospodarkach wschodzących (Wykres 1.18). Jednocześnie rentowności obligacji w strefie euro ustabilizowały się na niskim poziomie, czemu sprzyjała wciąż akomodacyjna polityka EBC (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Z kolei w Stanach Zjednoczonych rentowności obligacji nieznacznie wzrosły wobec sygnalizowanego przez Fed dalszego podnoszenia stóp procentowych oraz stopniowego zmniejszania jego bilansu (por. Ramka: *Zmniejszanie sumy bilansowej przez Rezerwę Federalną*).

Lepsze nastroje na światowych rynkach finansowych oraz poprawa perspektyw koniunktury w części gospodarek wschodzących przyczyniły się do aprecjacji walut tych gospodarek, szczególnie wobec dolara amerykańskiego (Wykres 1.19). Jednocześnie euro wyraźnie umocniło się względem dolara, co było związane z poprawą koniunktury w strefie euro.

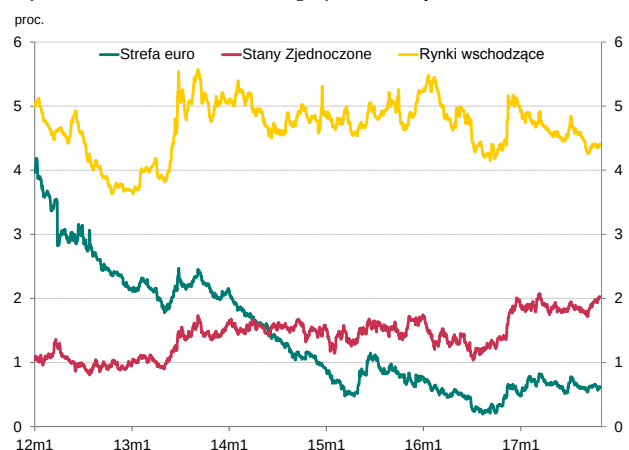
Wykres 1.17 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

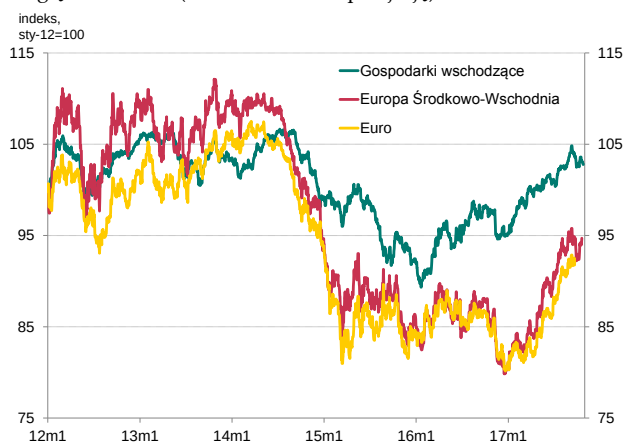
Wykres 1.18 Rentowności obligacji skarbowych na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.19 Kurs euro i walut gospodarek wschodzących względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

2 Gospodarka krajowa

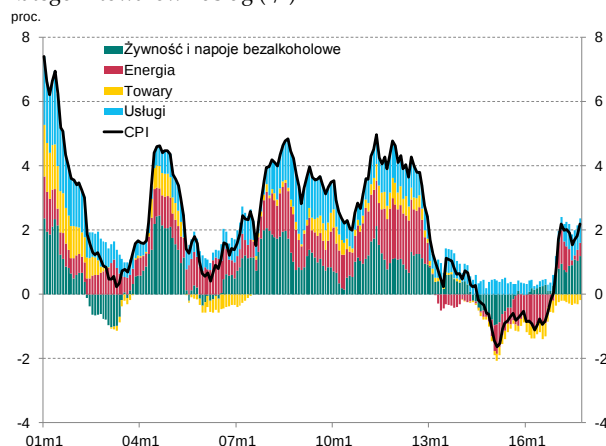
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (we wrześniu br. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 2,2% r/r; Wykres 2.1). Sprzyja temu wciąż niska presja inflacyjna, związana z jednej strony z jedynie stopniowo rosnącą wewnętrzną presją popytową, a z drugiej strony z niską dynamiką cen importu⁷. Jednocześnie wyraźnie wyższa niż w poprzednich kwartałach jest dynamika cen żywności (5,0% r/r we wrześniu br.), natomiast ceny energii rosną w umiarkowanym tempie (2,5% r/r).

Inflacja bazowa – mimo nieznacznego podwyższenia – pozostaje niska (Wykres 2.2). Na niski poziom inflacji bazowej wpływa dalszy spadek cen towarów nieżywnościowych (-0,5% r/r we wrześniu), przy stosunkowo stabilnym w ostatnich miesiącach wzroście cen usług (2,6% r/r). Spadkowi cen towarów nieżywnościowych sprzyja silniejszy niż przed rokiem kurs złotego w połączeniu z umiarkowaną dynamiką cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Jednocześnie w kierunku wzrostu inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki kosztów przedsiębiorstw następujący w warunkach systematycznego zwiększania się popytu konsumpcyjnego.

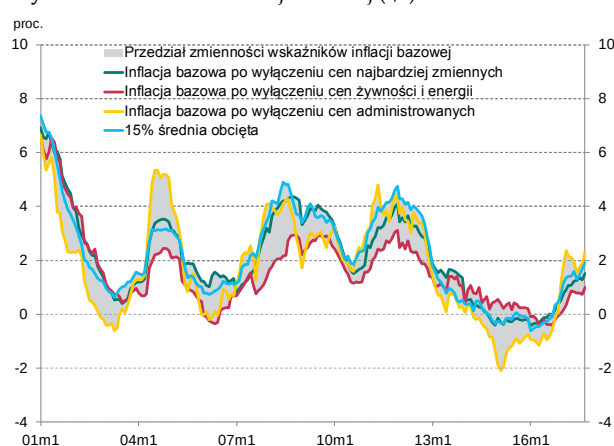
Mimo spadku cen surowców rolnych na rynkach światowych dynamika cen żywności w Polsce wzrosła w ostatnim okresie, co wynikało głównie z oddziaływania czynników krajowych. Wyższa niż przed rokiem dynamika cen żywności była w szczególności związana ze wzrostem krajowego popytu na żywność w warunkach zwiększania się

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



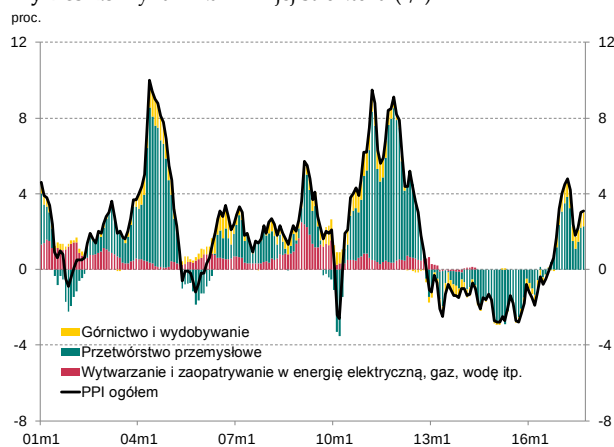
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

⁷ W II kw. br. dynamika cen importu obniżyła się do 1,5% r/r wobec 4,3% r/r w poprzednim kwartale.

dochodów gospodarstw domowych, przy jednoczesnym spadku zbiorów owoców, wynikającym z niekorzystnych warunków pogodowych panujących wiosną 2017 r. W odniesieniu do niektórych produktów (zwłaszcza masła; por. rozdz. 1.3. Światowe rynki surowców) spadek ich światowej produkcji, przy nadal podwyższonym globalnym popycie, przełożył się na dalszy wzrost cen.

Dynamika cen energii pozostaje umiarkowana, choć w ostatnich miesiącach najpierw się obniżała, a następnie nieco wzrosła. Był to wynik przekładania się – z pewnym opóźnieniem – zmian cen ropy naftowej na rynkach światowych na krajowe ceny paliw oraz oddziaływania statystycznych efektów bazy.

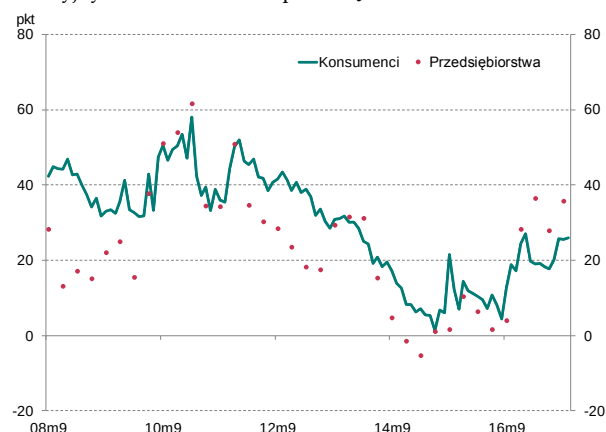
Wzrost cen surowców na rynkach światowych, a zwłaszcza obserwowany od lipca br. wzrost cen ropy naftowej, przełożył się także na ponowny wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, po jej wyraźnych spadkach w poprzednich miesiącach (Wykres 2.3).

Oczekiwania inflacyjne wskazują na prawdopodobne utrzymanie się inflacji w nadchodzących kwartałach na poziomie zbliżonym do obecnego. Ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji podlegały w ostatnich miesiącach stosunkowo niewielkim zmianom (Wykres 2.4). Analitycy sektora finansowego i ekonomiści ankietowani przez NBP oczekują, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

2.2 Popyt i produkcja

Koniunktura w Polsce jest korzystna. Wzrost gospodarczy w II kw. br. utrzymał się na poziomie zbliżonym do 4% r/r (Wykres 2.5). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost

Wykres 2.4 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

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

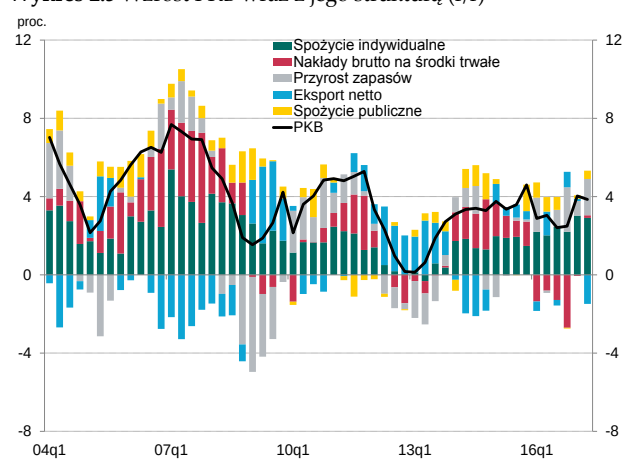
	Ankieta przeprowadzona w:				
	16q4	17q1	17q2	17q3	17q4
Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,4	2,0	1,8	2,2	2,2
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,7	2,0	2,0	2,3	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,2	2,3	2,2	2,4	-

Źródło: dane NBP i Reuters.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters w ostatnim miesiącu danego kwartału, z wyjątkiem IV kw. 2017 r., gdy podano dane z października.

Oczekiwania inflacyjne prognozistów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane na wykresach nie uwzględniają skorygowanego szacunku produktu krajowego brutto za 2016 r. opublikowanego przez GUS 23 października 2017 r.

zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Jednocześnie dynamika inwestycji zwiększyła się w II kw. br. do nieznacznie dodatniego poziomu. Podobnie jak w poprzednich kwartałach dodatni wkład do wzrostu PKB wniósł także przyrost zapasów. Jednocześnie wkład eksportu netto do wzrostu obniżył się do ujemnego poziomu wskutek silniejszego osłabienia dynamiki eksportu niż importu.

2.2.1 Konsumpcja

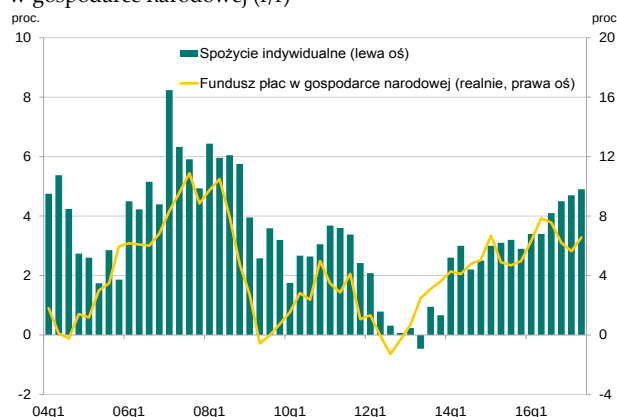
Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym czynnikiem wzrostu PKB. W II kw. br. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 4,9% r/r (wobec 4,7% r/r w I kw.). Rosnącej konsumpcji sprzyja wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*; Wykres 2.6), bardzo dobre nastroje konsumentów (Wykres 2.7) oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Ograniczająco na dynamikę konsumpcji oddziałuje natomiast wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen konsumpcyjnych.

Pierwsze dane za III kw. br. sugerują utrzymywanie się korzystnych uwarunkowań dla dalszego wzrostu spożycia indywidualnego. Sprzedaż detaliczna w cenach stałych rosła nieco szybciej niż w II kw.⁸ Jednocześnie rosły płace, dynamika zatrudnienia utrzymywała się na wysokim poziomie (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), a nastroje konsumentów nadal się poprawiały, choć w nieco wolniejszym tempie niż w poprzednich miesiącach (Wykres 2.7).

2.2.2 Inwestycje

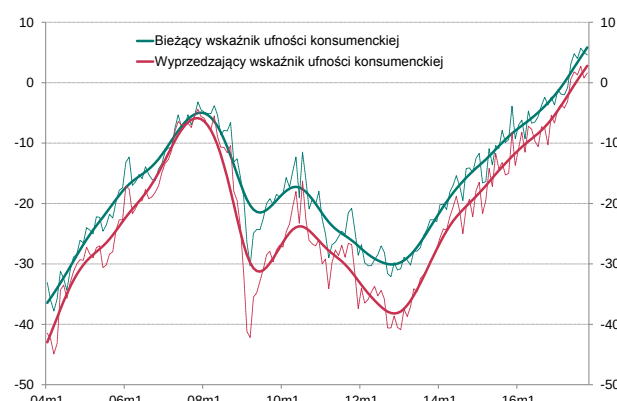
W II kw. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wzrosła do nieznacznie dodatniego poziomu i wyniosła 0,8% r/r (Wykres 2.8). Wciąż niska dynamika wynikała z dalszego zmniejszania

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

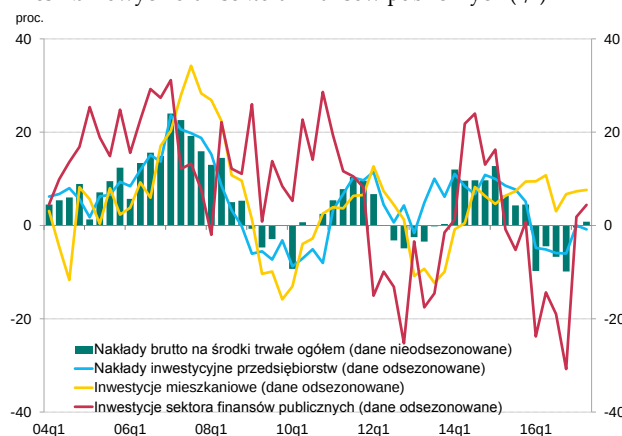
Wykres 2.7 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.8 Dynamika inwestycji ogółem, przedsiębiorstw, mieszkaniowych oraz sektora finansów publicznych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP.

⁸ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w III kw. średnio o 7,1% r/r, wobec 6,6% średnio w II kw. br.

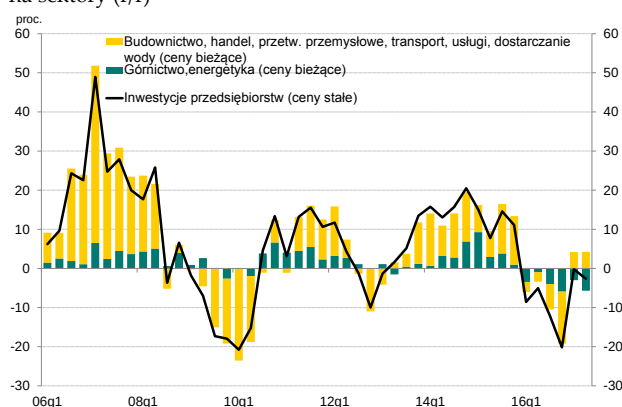
się nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, rekompensowanego dodatnią dynamiką inwestycji publicznych oraz mieszkaniowych.

Słaba dynamika inwestycji przedsiębiorstw wynikała głównie z dalszej redukcji nakładów w sektorze energetycznym i górnictwie (Wykres 2.9). Z kolei dynamika w pozostałych branżach była dodatnia, ale pozostała niższa niż w okresie poprzedniego ożywienia inwestycyjnego.

W II połowie br. oczekiwane jest pewne ożywienie inwestycji przedsiębiorstw. Wskazują na nie korzystne wyniki badań koniunktury w przemyśle i budownictwie (por. rozdz. 2.2.5. *Produkcja*) oraz wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. Pozytywnie na inwestycje firm będzie oddziaływał także dalszy napływ środków unijnych. Wspiera on bowiem nie tylko wzrost nakładów w sektorze publicznym – co już widoczne jest w ożywieniu inwestycji tego sektora – ale także w sektorze prywatnym. Jednakże skala zwiększenia inwestycji przez przedsiębiorstwa pozostanie prawdopodobnie mniejsza niż w sektorze publicznym.

W II kw. br. utrzymał się wyraźny wzrost inwestycji mieszkaniowych. Wzrostowi sprzedaży mieszkań sprzyja opłacalność inwestycji w mieszkania względem innych form lokowania środków. Popyt w tej kategorii wspierany jest również przez korzystną sytuację na rynku pracy, która zwiększa zdolność gospodarstw domowych do finansowania zakupu mieszkań, zwłaszcza w warunkach relatywnie niskiego oprocentowania kredytów.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

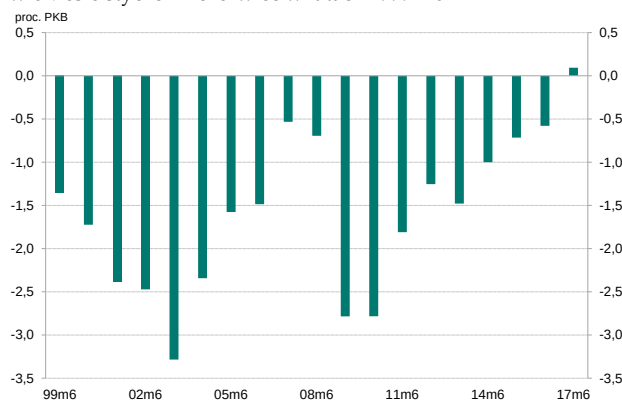
Podział na sektory według Polskiej Klasyfikacji Działalności. Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01). Dane różnią się od przedstawionych na Wykresie 2.8, ponieważ zakres podmiotowy tego sprawozdania nie obejmuje, w przeciwieństwie do rachunków narodowych, jednostek prowadzących działalność badawczo-rozwojową, agencji wykonawczych, szkolnictwa wyższego, publicznych zakładów opieki zdrowotnej, instytucji kultury mających osobowość prawną, a także jednostek prowadzących działalność finansową i ubezpieczeniową.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Korzystna koniunktura gospodarcza, rosnące zatrudnienie i płace, efekty działań uszczelniających pobór podatków⁹ oraz relatywnie niewielka dynamika wydatków publicznych przyczyniły się do powstania nadwyżki sektora finansów publicznych (ESA2010) w I półroczu 2017 r. wobec deficytów w tym samym okresie w poprzednich latach (Wykres 2.10). Dostępne dane wskazują w szczególności na bardzo dobry wynik budżetu państwa¹⁰ oraz podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych¹¹.

W kolejnych kwartałach 2017 r. można oczekiwać pogorszenia wyniku sektora finansów publicznych w związku z oczekiwanym przyspieszeniem dynamiki wydatków tego sektora, w głównej mierze wynikającym z prawdopodobnego wyraźnego wzrostu nakładów na inwestycje publiczne. Ożywienie inwestycji publicznych, przede wszystkim jednostek samorządu terytorialnego¹², było obserwowane już w I półroczu 2017 r.¹³, przy czym zazwyczaj większość projektów realizowana jest w II połowie roku¹⁴. Do przyspieszenia dynamiki wydatków sektora finansów publicznych przyczyni się także zwiększenie wydatków związane z obniżeniem od października 2017 r. powszechnego wieku emerytalnego. W tym samym kierunku będą

Wykres 2.10 Wynik sektora finansów publicznych (ESA2010) w okresie styczeń – czerwiec w latach 1999–2017



Źródło: dane Eurostat.

⁹ Działania zmierzające do uszczelnienia poboru podatków dotyczyły w szczególności podatku VAT.

¹⁰ W okresie styczeń – czerwiec 2017 r. w budżecie państwa (dane w ujęciu sprawozdawczości krajowej) odnotowana została nadwyżka w kwocie ok. 5,9 mld zł, zaś w okresie styczeń – sierpień 2017 r. nadwyżka wyniosła ok. 4,9 mld zł, co było najkorzystniejszym wynikiem w ostatnich 25 latach.

¹¹ Wynik jednostek zaliczanych do podsektora funduszy społecznych był w I półroczu 2017 r. oraz w okresie styczeń – lipiec 2017 r. lepszy o ok. 2,5 mld zł od odnotowanych w tym samym okresie 2016 r.

¹² Wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego były w I półroczu 2017 r. wyższe o 21,9% r/r (tj. o ok. 1,2 mld zł), w tym finansowane ze środków unijnych o 271,2% r/r (tj. o ok. 0,9 mld zł).

¹³ Nakłady brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych (ESA2010) były niższe w I kw. 2017 r. o 2,8% r/r, zaś w II kw. wyższe o 13,1% r/r.

¹⁴ W ostatnich dziesięciu latach inwestycje publiczne były realizowane średnio w 70% w II półroczu.

oddziaływać podjęte w ostatnim czasie decyzje rządu dotyczące przeznaczenia dodatkowych środków na świadczenia zdrowotne¹⁵ oraz na wypłaty rekompensat z tytułu utraty prawa do bezpłatnego węgla¹⁶.

Pod koniec września 2017 r. Rada Ministrów skierowała do Sejmu projekt *Ustawy budżetowej na rok 2018*. Zaplanowano w nim relatywnie niskie na tle poprzednich lat tempo wzrostu limitu wydatków ogółem (3,2% r/r), wynikające w szczególności z zamrożenia płac dla większości pracowników sfery budżetowej. Natomiast po stronie dochodowej założono utrzymanie najważniejszych stawek podatkowych na niezmiennym poziomie (z wyjątkiem podwyższenia kwoty wolnej od podatku PIT). Kontynuacja działań mających na celu uszczelnienie systemu podatkowego (VAT¹⁷, podatki dochodowe¹⁸) ma jednak przynieść dodatkowe wpływy w przyszłym roku na poziomie ok. 0,6% PKB. W konsekwencji limit deficytu budżetu państwa w 2018 r. będzie niższy w porównaniu z tegoroczną ustawą budżetową (wyniesie 41,5 mld zł wobec 59,3 mld zł w 2017 r.).

W 2018 r. można oczekiwać utrzymania deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (ESA2010) na poziomie zbliżonym do 2017 r. Wynika to z założonego niskiego tempa wzrostu wydatków budżetu państwa i utrzymania się korzystnych uwarunkowań makroekonomicznych, przy jednoczesnym wzroście wydatków Funduszu Ubezpieczeń Społecznych związanym

¹⁵ Zarządzeniem Prezesa NFZ z września 2017 r. zdecydowano o przekazaniu dodatkowych środków (ok. 0,8 mld zł) w celu poprawienia dostępności do świadczeń medycznych i skrócenia kolejek pacjentów.

¹⁶ *Ustawa z dnia 12 października 2017 r. o świadczeniu rekompensacyjnym z tytułu utraty prawa do bezpłatnego węgla* (Dz.U. poz. 1971). Świadczenia (wypłata jednorazowa) mają zostać sfinansowane ze środków budżetu państwa w 2017 r., a łączne wydatki z tego tytułu mają nie przekroczyć kwoty ok. 2,3 mld zł (ok. 0,1% PKB).

¹⁷ Działania te dotyczą m.in. rozbudowy systemu obsługującego Jednolity Plik Kontrolny (Analizator JPK), wdrożenia systemu elektronicznych kas fiskalnych on-line i wprowadzenia mechanizmu tzw. podzielonej płatności (*split payment*).

¹⁸ Planowany jest szereg zmian mających na celu utrudnienie stosowania agresywnej optymalizacji podatkowej. Ich zakres obejmuje przepisy dotyczące m.in. tzw. niedostatecznej kapitalizacji, kontrolowanych spółek zagranicznych, funkcjonowania podatkowych grup kapitałowych. W ramach CIT zyski kapitałowe mają być rozliczane odrębnie od innych dochodów podatnika, a zaliczenie do kosztów uzyskania przychodu wydatków na usługi niematerialne ma być limitowane.

z obniżeniem wieku emerytalnego oraz prawdopodobnym dalszym ożywieniem inwestycji jednostek samorządu terytorialnego. Jednakże w przypadku dalszej znaczącej poprawy ściągalności podatku od towarów i usług możliwe będzie obniżenie poziomu deficytu.

2.2.4 Handel zagraniczny

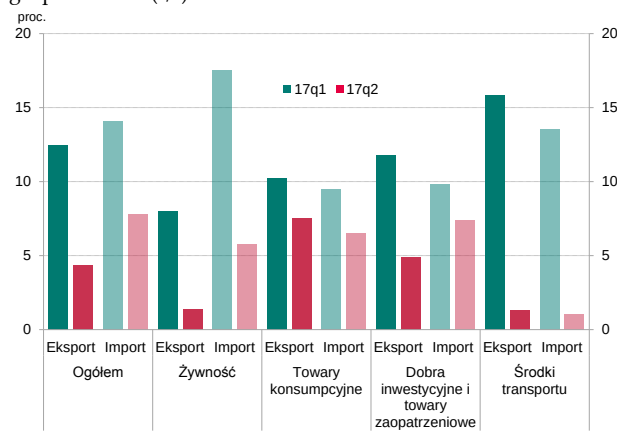
Po względnie silnym wzroście w poprzednich kwartałach, w II kw. 2017 r. dynamika wartości eksportu i importu obniżyła się¹⁹. Osłabienie handlu zagranicznego Polski dotyczyło wszystkich kategorii krajów i towarów (Wykres 2.11; Wykres 2.12). Wynikało ono w części z czynników przejściowych, co było widoczne zwłaszcza w przypadku eksportu, którego dynamika w pierwszych miesiącach III kw. ponownie wzrosła²⁰.

Spowolnienie polskiej wymiany handlowej nastąpiło mimo poprawy koniunktury w światowym handlu i przemyśle. Było ono w znacznej mierze wynikiem osłabienia eksportu i importu towarów wytwarzanych w ramach globalnych sieci dostaw, w szczególności środków transportu i ich części, a także dóbr inwestycyjnych. Niekorzystnie na wymianę handlową tych towarów oddziaływała mniejsza liczba dni roboczych w europejskim przemyśle w II kw. br., a także pewne spowolnienie sprzedaży samochodów, których eksport i import silnie rósł w poprzednich kwartałach. Osłabienie dynamiki w handlu zagranicznym towarami wytwarzanymi w ramach globalnych sieci dostaw dotyczyło wszystkich krajów Europy Środkowo-Wschodniej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

¹⁹ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia. Zgodnie z danymi NBP – dynamika eksportu usług pozostała w II kw. relatywnie wysoka, choć niższa niż w I kw. (eksport usług wzrósł w II kw. o 6,7% r/r wobec 11,6% r/r w I kw.), natomiast import usług zwiększył się o 2,7% r/r wobec wzrostu o 7,8% r/r w I kw.

²⁰ Wzrost dynamiki eksportu w lipcu i sierpniu 2017 r. dotyczył wszystkich grup gospodarek docelowych, w szczególności strefy euro, a także większości grup towarów. Towarzyszyło mu nieznaczne osłabienie dynamiki importu.

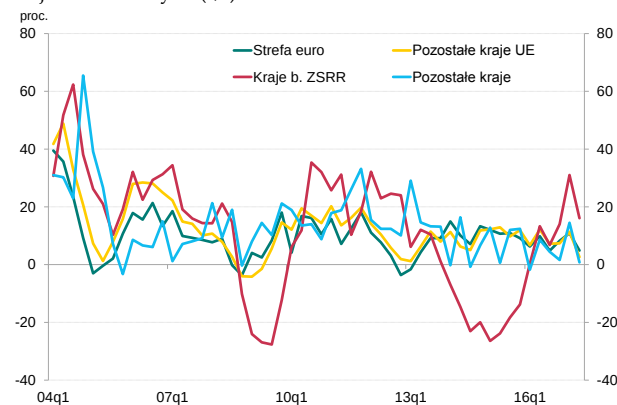
Wykres 2.11 Dynamika eksportu i importu dla poszczególnych grup towarów (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dynamika wartości handlu zagranicznego, w tym zarówno eksportu jak i importu, obniżyła się także w innych kategoriach towarów, zwłaszcza żywności. Było to częściowo związane ze spadkiem cen surowców rolnych na rynkach światowych, obniżającym ceny sprzedawanej za granicą polskiej żywności w II kw. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W kierunku osłabienia się dynamiki eksportu żywności mogły oddziaływać również niekorzystne warunki agrometeorologiczne panujące w Polsce w I połowie 2017 r., które przyczyniły się do zmniejszenia podaży niektórych towarów rolnych.

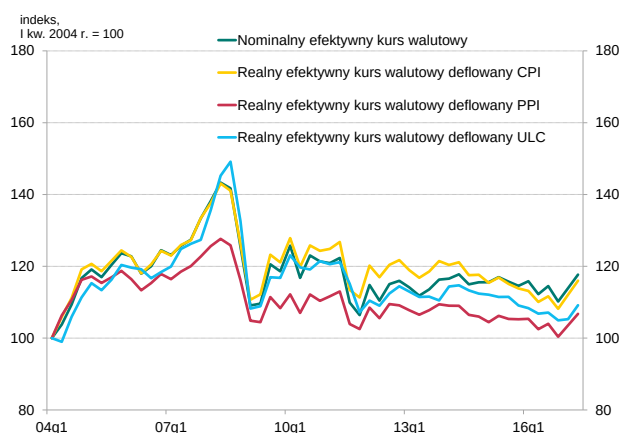
Do osłabienia dynamiki eksportu mogło się dodatkowo przyczynić obserwowane w I połowie 2017 r. umocnienie złotego (por. rozdz. 2.5.1 *Rynki finansowe*). Poziom kursu złotego – pomimo umocnienia – pozostaje jednak niższy od wieloletniej średniej (Wykres 2.13) i nie stanowi bariery dla konkurencyjności cenowej polskich towarów²¹.

Silniejszy kurs złotego – wraz ze stabilnym wzrostem popytu krajowego – mógł jednocześnie ograniczyć skalę spowolnienia wzrostu importu. Dynamika importu obniżyła się w znacznie mniejszym stopniu niż dynamika eksportu (Wykres 2.12). Przyczyniło się to do zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w II kw.

2.2.5 Produkcja

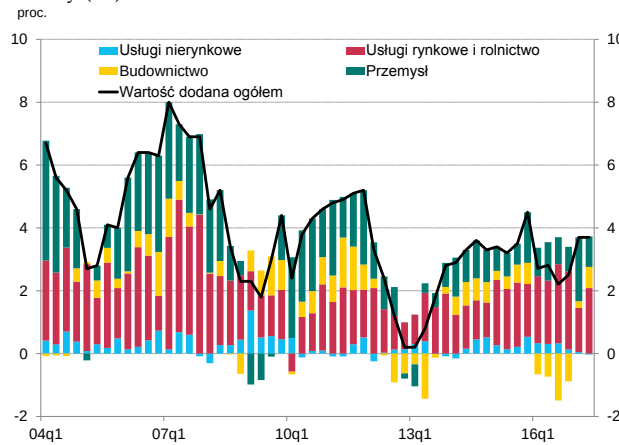
Dekompozycja sektorowa dynamiki PKB wskazuje, że wzrost gospodarczy obejmuje wszystkie sektory, o czym świadczy znaczący wkład zarówno usług, jak i przemysłu oraz budownictwa do dynamiki PKB (Wykres 2.14).

Wykres 2.13 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane MFW, OECD i Reuters, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

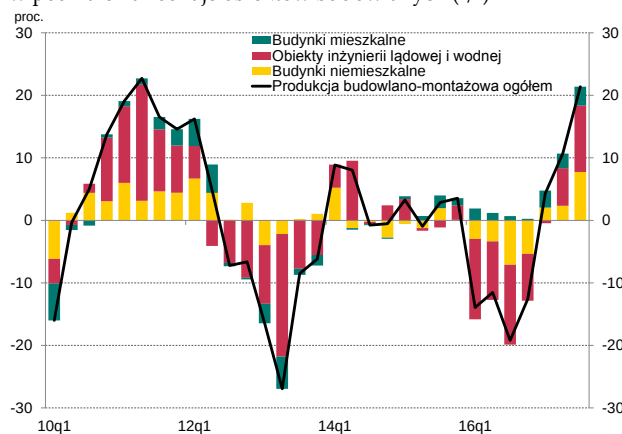
²¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

Dynamika produkcji przemysłowej – po spowolnieniu w II kw., które wynikało w znacznej mierze z mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych²² – zwiększyła się w III kw. br.²³ Poprawie koniunktury sprzyjało ponowne przyspieszenie wzrostu eksportu oraz rosnący krajowy popyt konsumpcyjny. Jednocześnie wzrost dynamiki produkcji przemysłowej wynikał częściowo z czynników przejściowych, w szczególności większej produkcji energii w warunkach wyższych niż przeciętne temperatur w sierpniu, przekładających się na zwiększone użycie urządzeń klimatyzacyjnych.

W budownictwie w II i III kw. br. dynamika produkcji wyraźnie wzrosła²⁴. Przyczyniło się do tego w głównej mierze ożywienie w inwestycjach jednostek samorządu terytorialnego związane z rosnącym wykorzystaniem środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2014–2020. W III kw. znacząco wzrosła również dynamika produkcji w budownictwie komercyjnym, co wynikało przede wszystkim z wyraźnego przyspieszenia w budowie biurowców i obiektów handlowych oraz w mniejszym stopniu z ożywienia w budownictwie przemysłowym. Względnie stabilny i stosunkowo wysoki pozostał wzrost produkcji w budownictwie mieszkaniowym (Wykres 2.15).

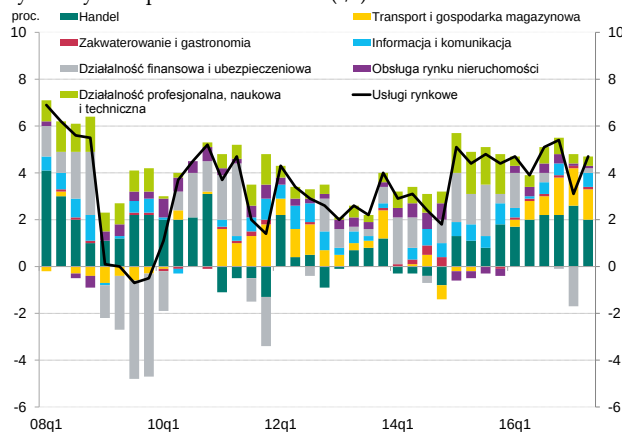
Po przejściowym spowolnieniu w I kw., w II kw. br. wzrost wartości dodanej w usługach rynkowych również przyspieszył, zbliżając się do poziomów obserwowanych w 2016 r. Głównymi motorami wzrostu w tym sektorze pozostają handel oraz transport i gospodarka magazynowa (Wykres 2.16). W większości pozostałych branż dynamika wartości dodanej jest dodatnia i relatywnie stabilna. W III kw. poprawiły się

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²² Po uwzględnieniu różnej liczby dni roboczych dynamika produkcji przemysłowej w II kw. nie zmieniła się w porównaniu do poprzedniego kwartału.

²³ Dynamika produkcji przemysłowej w III kw. wyniosła średnio 6,4% wobec 4,3% w II kw.

²⁴ Dynamika produkcji budowlano-montażowej w III kw. wyniosła 21,4% wobec 10,7% w II kw.

nastroje w większości branż (Wykres 2.17), wzrosła dynamika sprzedaży w handlu i transporcie oraz utrzymała się dobra koniunktura w usługach dla biznesu. Sugeruje to kształtowanie się wzrostu wartości dodanej przynajmniej na poziomie z II kw. br.

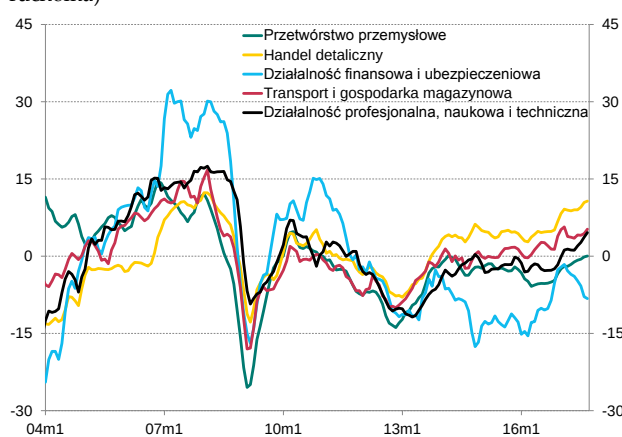
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Stabilny wzrost gospodarczy sprzyja utrzymaniu dobrej sytuacji finansowej i płynnościowej w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie wyższa dynamika kosztów niż przychodów firm spowodowała, że rentowność sprzedaży w II kw. br. nieco się obniżyła. Wyniki finansowe przedsiębiorstw były nadal silnie zróżnicowane w poszczególnych branżach gospodarki.

W II kw. br. wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw wzrósł w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku (o 4,1% r/r; Wykres 2.18). Poprawa ta wynikała ze wzrostu zysku na działalności finansowej, na który złożyła się wypłata wyższych dywidend oraz poprawa wyniku na różnicach kursowych. Z kolei wynik na podstawowej działalności firm, tj. na sprzedaży, nieco się obniżył (o 3,4% r/r). Nieznaczne pogorszenie wyniku na sprzedaży – mimo wyraźnego wzrostu przychodów (o 8,0% r/r) wynikającego z poprawy koniunktury – było efektem silniejszego wzrostu kosztów (o 8,6% r/r), w tym zwłaszcza surowców oraz półproduktów i materiałów.

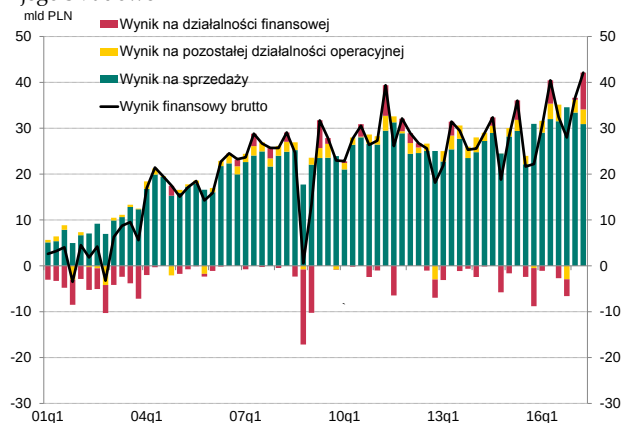
Wzrost kosztów przełożył się także na nieznaczne obniżenie rentowności obrotu netto oraz udziału firm rentownych, choć oba te wskaźniki utrzymują się na relatywnie wysokich poziomach (Tabela 2.2). Wysoka pozostaje także płynność przedsiębiorstw pomimo negatywnego wpływu rosnących kosztów działalności operacyjnej oraz lekkiego wzrostu udziału firm nieotrzymujących terminowo płatności od kontrahentów.

Wykres 2.17 Prognoza sytuacji gospodarczej w odniesieniu do wieloletniej średniej (dane odsezonowane, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

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

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).

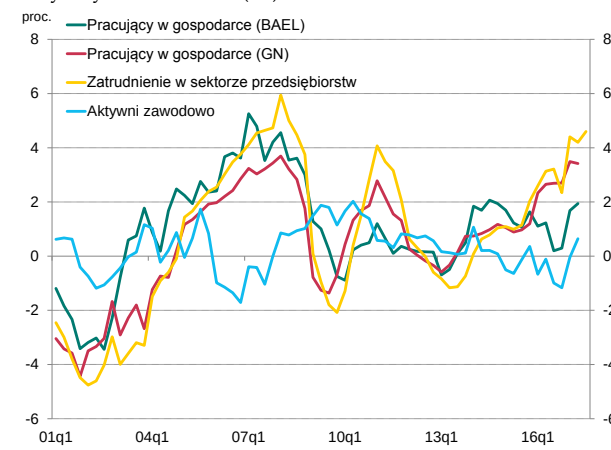
2.4 Rynek pracy

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce w warunkach wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych sprzyja dalszemu wzrostowi popytu na pracę, na co wskazuje zwiększająca się liczba ofert pracy²⁵. Wysoki popyt na pracę przekłada się na dalszy wzrost zatrudnienia (Wykres 2.19), o czym świadczą zarówno dane z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL; wzrost liczby pracujących o 1,9% r/r w II kw. br.), jak i dane z sektora przedsiębiorstw (wzrost zatrudnienia o 4,5% r/r we wrześniu)²⁶.

Relatywnie wysokiej dynamice zatrudnienia towarzyszy wzrost podaży pracy (o 0,6% r/r w II kw. br.; Wykres 2.19). Wynika on z rosnącej aktywności zawodowej, zwłaszcza osób w wieku przedemerytalnym (55–64 lata; wzrost współczynnika aktywności zawodowej o 2,9 pkt proc. r/r w II kw.). Do wejścia na rynek pracy i pozostania na nim zachęca wysoki popyt na pracowników oraz przyspieszający wzrost wynagrodzeń.

Jednocześnie bezrobocie obniżyło się do historycznie niskiego poziomu, na co wskazują zarówno dane BAEL, jak i dane z urzędów pracy (Wykres 2.20). W związku z tym coraz większa liczba pracodawców informuje o problemach ze znalezieniem pracowników (wzrost z 46% w II kw. do 50% w III kw.)²⁷.

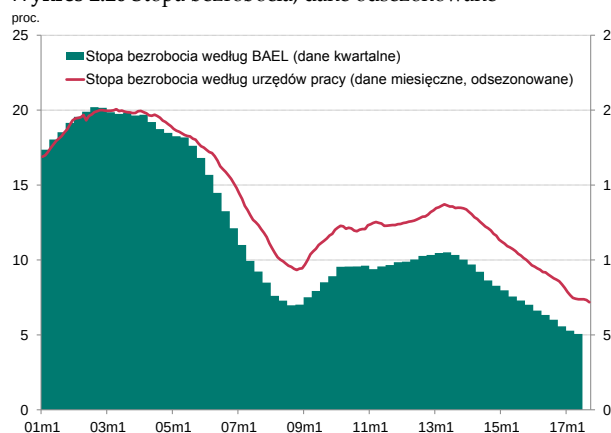
Wykres 2.19 Dynamika liczby pracujących, zatrudnionych i aktywnych zawodowo (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.20 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

²⁵ We wrześniu liczba ofert pracy w urzędach pracy wzrosła o 10,8% r/r, a Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w Internecie wzrósł o 21,3% r/r.

²⁶ Roczna dynamika liczby pracujących według BAEL jest niższa niż zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ze względu na przechodzenie pracowników z tymczasowych form zatrudnienia – i być może szarej strefy – na umowy na czas nieokreślony. W II kw. br. liczba pracujących na czas określony spadła o 2,2% r/r, podczas gdy liczba pracujących na czas nieokreślony wzrosła o 4,7% r/r. Dynamikę zatrudnienia w przedsiębiorstwach dodatkowo podwyższyła coroczna aktualizacja przez GUS próby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu pracowników.

²⁷ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

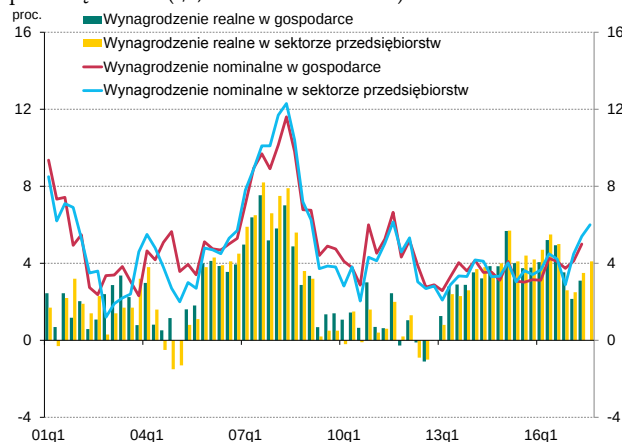
W konsekwencji umacnia się pozycja pracowników w negocjacjach płacowych, co przekłada się na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. W III kw. dynamika płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 6,0% r/r (z 5,4% r/r w II kw.; Wykres 2.21). Tempo wzrostu wynagrodzeń pozostaje jednak niższe niż w poprzednich okresach ożywienia gospodarczego. Dzieje się tak dlatego, że firmy, które nie odnotowują nacisków płacowych ze strony pracowników, niemal nie podnoszą wynagrodzeń (inaczej było np. w latach 2007–2008)²⁸. Ograniczająco na dynamikę płac prawdopodobnie oddziałuje również rosnąca liczba pracowników z zagranicy, w tym głównie z Ukrainy. Ze względu na wzrost dynamiki cen w 2017 r. dynamika wynagrodzeń w ujęciu realnym jest niższa niż w poprzednich dwóch latach (Wykres 2.21).

W II kw. wzrost gospodarczy i dynamika zatrudnienia pozostały na poziomie zbliżonym do odnotowanego w I kw., co spowodowało, że wydajność pracy nadal rosła w tempie około 2% rocznie. Wobec przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, dynamika jednostkowych kosztów pracy zwiększyła się (Wykres 2.22).

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

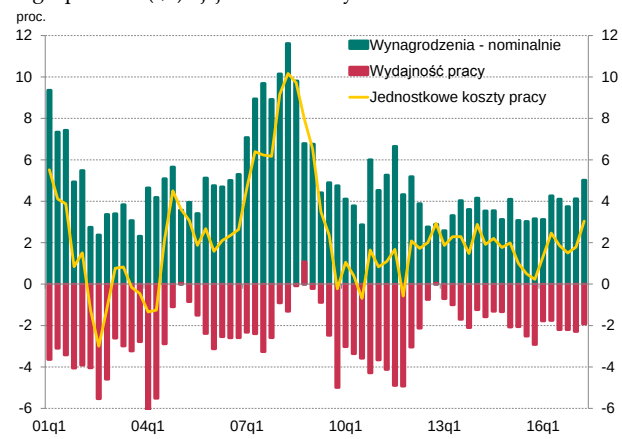
Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie od marca 2015 r., w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Większość uczestników rynku wciąż oczekuje utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych NBP w najbliższych kwartałach, jednak w ostatnim okresie wzrosły nieco oczekiwania na ich podwyższenie (Wykres 2.23).

Wykres 2.21 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

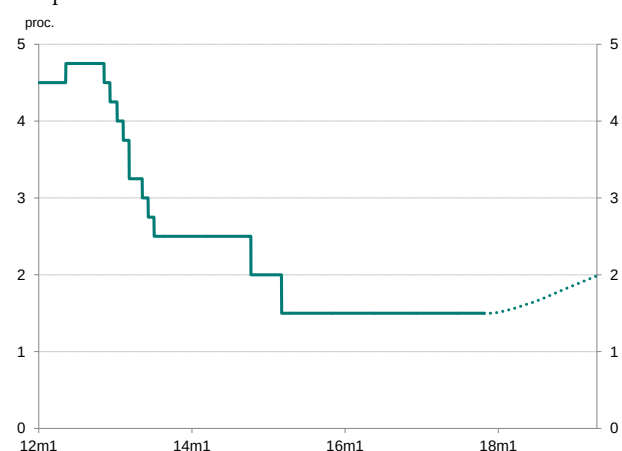
Wykres 2.22 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.23 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR z 25 października br.



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

²⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

2.5.1 Rynki finansowe

Ze względu na relatywnie stabilne oczekiwania dotyczące stóp procentowych NBP i brak wyraźnych zmian premii terminowej rentowności obligacji skarbowych nie zmieniły się istotnie w ostatnich miesiącach (Wykres 2.24). Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wynosi obecnie 3,4%.

Z kolei w ślad za wzrostem cen akcji na świecie (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) oraz pod wpływem korzystnych sygnałów dotyczących koniunktury w polskiej gospodarce w ostatnich miesiącach nadal rosły ceny akcji w Polsce, choć wolniej niż w I połowie br. W efekcie główny indeks giełdowy zbliżył się do poziomu z 2007 r. (Wykres 2.25).

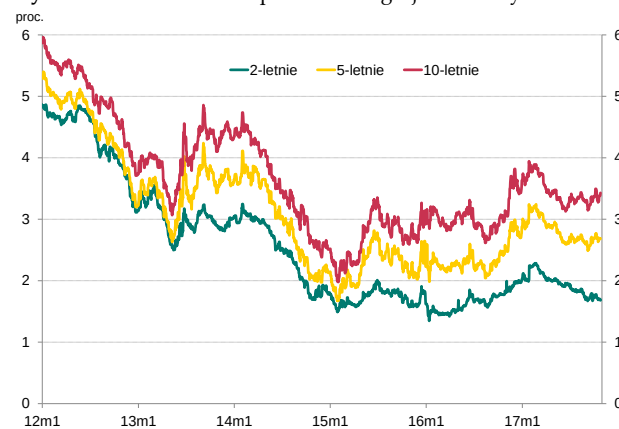
Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz dobre dane z polskiej gospodarki sprzyjały napływowi kapitału do Polski, co wspierało dalszą aprecjację złotego. W efekcie złoty umocnił się wobec dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Jednocześnie ze względu na aprecjację euro kurs złotego do tej waluty ustabilizował się w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; Wykres 2.26).

2.5.2 Rynek mieszkaniowy²⁹

Korzystna koniunktura w polskiej gospodarce przekłada się na dalsze ożywienie na rynku mieszkaniowym. Liczba sprzedanych mieszkań utrzymuje się na wysokim poziomie, a ich ceny nieznacznie rosną (Wykres 2.27; Wykres 2.28).

Popyt na mieszkania wspierany jest przez rosnące zatrudnienie i płace (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Do wzrostu sprzedaży mieszkań przyczynia się także relatywnie niski poziom stóp procentowych znajdujący odzwierciedlenie w niskim koszcie

Wykres 2.24 Rentowności polskich obligacji skarbowych



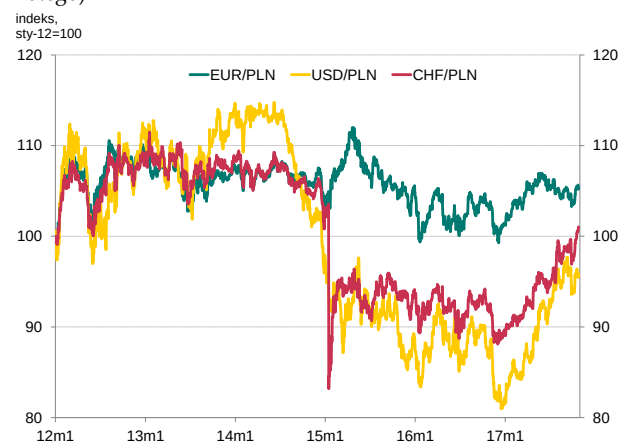
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.25 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.26 Nominalny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację złotego)



Źródło: dane Bloomberg.

²⁹ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2017 r.*, NBP, wrzesień 2017 r.

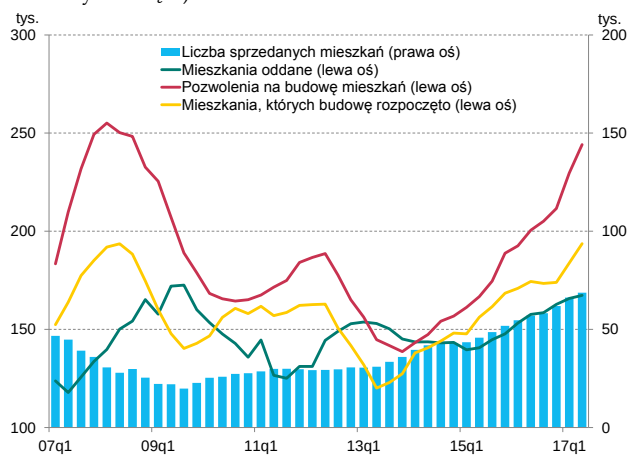
kredytów hipotecznych i stosunkowo wysokiej rentowności wynajmu w relacji do zysku z innych form lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe. Jednocześnie wpływ rządowego programu „Mieszkanie dla młodych” na popyt mieszkaniowy istotnie osłabł³⁰.

Wysoki popyt na mieszkania na rynku pierwotnym oraz optymistyczne oczekiwania co do jego kształtowania się w kolejnych kwartałach – przy utrzymujących się niskich kosztach budowy – skłaniają deweloperów do dalszego zwiększania podaży mieszkań (Wykres 2.27). Wskazuje na to systematycznie rosnąca liczba pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów. Pomimo wzrostu podaży średni czas wyprzedaży mieszkań znajdujących się w ofercie na rynku pierwotnym stopniowo się obniża, a wskaźniki wyprzedzające sygnalizują możliwe narastanie niedoboru podaży mieszkań. W tych warunkach ceny na rynku mieszkaniowym nieznacznie rosną³¹.

2.6 Pieniądz i kredyt

Stabilnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy przyrost kredytów dla sektora niefinansowego w tempie zbliżonym do dynamiki nominalnego PKB³². W konsekwencji stan zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów w relacji do PKB utrzymuje się od kilku kwartałów na poziomie zbliżonym do 53%.

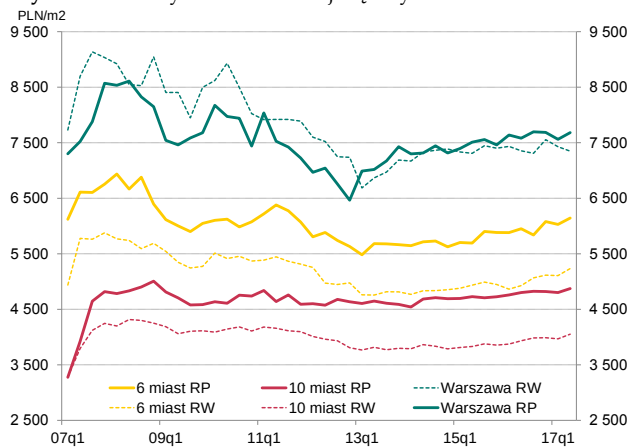
Wykres 2.27 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.28 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

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

³⁰ Mniejszy wpływ tego czynnika wynika z osiągnięcia 7 kwietnia br. ustawowego limitu 50% zaplanowanych na ten rok środków, w związku z czym w II kw. br. wypłacono dofinansowanie na kwotę jedynie ok. 0,1 mld zł.

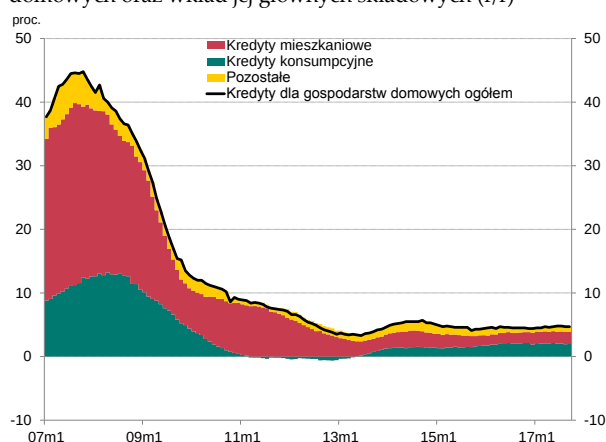
³¹ W II kw. br. ceny transakcyjne na rynku pierwotnym wzrosły o 2,1% r/r, a na rynku wtórnym o 4,0% r/r. Wzrost cen mieszkań na rynku pierwotnym mógł również po części wynikać ze zmian struktury sprzedawanych mieszkań: ograniczenia liczby mieszkań relatywnie tańszych, nabywanych w ramach programu „Mieszkanie dla młodych”, przy wzroście liczby mieszkań droższych, kupowanych w celach inwestycyjnych (*Rynek mieszkaniowy w Polsce w II kw. 2017 r.*, REAS).

³² W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika zmian transakcyjnych należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora. Wyjątkiem są dane dotyczące dynamiki kredytów dla małych i średnich oraz dużych przedsiębiorstw, które odnoszą się do zmian nietransakcyjnych według statystyki należności sektora bankowego.

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej dla sektora niefinansowego pozostają kredyty dla gospodarstw domowych, których dynamika od kilku lat kształtuje się na poziomie zbliżonym do 4,5% r/r (Wykres 2.29). Na przyrost tych kredytów składa się w niemal równym stopniu wzrost kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych, przy czym dynamika kredytów konsumpcyjnych jest wyraźnie wyższa od dynamiki kredytów hipotecznych (odpowiednio 7,9% r/r i 3,3% r/r w III kw. br.)³³. Przyrost kredytów dla gospodarstw domowych jest wspierany przez ich dobrą sytuację finansową, bardzo dobre nastroje konsumentów, a także relatywnie niskie stopy procentowe. W przypadku kredytów mieszkaniowych, czynniki te przyczyniły się do stabilizacji jego dynamiki, pomimo istotnego ograniczenia wsparcia w ramach programu „Mieszkanie dla młodych”³⁴ oraz utrzymujących się relatywnie restrykcyjnych kryteriów ich udzielania³⁵.

Istotny wkład do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego ma także przyrost kredytów dla przedsiębiorstw, którego dynamika w III kw. pozostała na poziomie zbliżonym do notowanej w II kw., a więc była wyraźnie wyższa niż na początku roku (7,4% r/r wobec 4,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.30)³⁶. Wyższej dynamice akcji kredytowej dla firm sprzyja deklarowany przez banki wzrost popytu na kredyty³⁷. Zwiększone zapotrzebowanie przedsiębiorstw na finansowanie zewnętrzne może

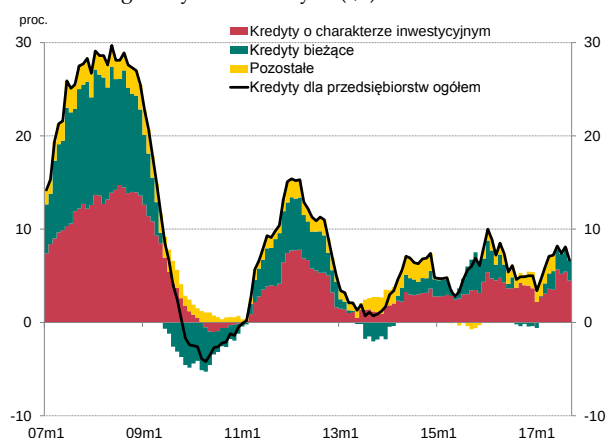
Wykres 2.29 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorstw.

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



Źródło: dane NBP.

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

³³ Ograniczającą na dynamikę kredytów hipotecznych oddziaływało obniżanie się zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych (w III kw. br. o 7,1% r/r), natomiast złotowe kredyty mieszkaniowe wzrosły w III kw. br. o 10,5% r/r.

³⁴ Przyjmowanie wniosków o dofinansowanie w ramach programu „Mieszkanie dla młodych” na 2018 r. – wobec osiągnięcia ustawowego limitu 50% zaplanowanych na ten rok środków – zostało zakończone 7 kwietnia 2017 r. W II kw. wypłacono dofinansowanie na kwotę ok. 0,1 mld zł. Jednocześnie w efekcie nowelizacji *Ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez młodych ludzi* w sierpniu br. oddano do dyspozycji dodatkowych 67 mln zł na dofinansowanie zakupu mieszkań w 2017 r.

³⁵ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.*, NBP, lipiec 2017 r.

³⁶ Wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w II i III kw. br. mógł po części wynikać z czynnika jednorazowego: zamiany przez jeden podmiot gospodarczy zadłużenia zagranicznego na krajowe w kwocie ok. 7 mld zł w marcu br. Jednocześnie wyższa dynamika kredytów dotyczyła – podobnie jak w II kw. br. – zarówno dużych przedsiębiorstw, jak też firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (dynamiki wyniosły średnio w lipcu i sierpniu odpowiednio 5,9% r/r i 6,0% r/r)

³⁷ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2017 r.*, NBP, lipiec 2017 r.

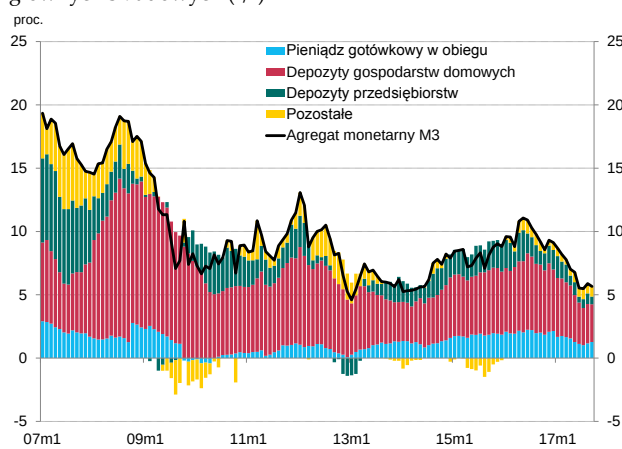
być związane z utrzymującą się dobrą koniunkturą gospodarczą i wzrostem optymizmu firm co do jej perspektyw. Rozwój akcji kredytowej dla firm jest również w dalszym ciągu wspierany przez dużą dostępność kredytów i relatywnie niskie koszty ich obsługi.

Rosnąca akcja kredytowa oddziałuje w kierunku wzrostu podaży szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce, jednak równoczesny spadek zadłużenia netto sektora rządowego w bankach powoduje, że dynamika M3 obniża się (w III kw. br. wzrost M3 spowolnił do 5,7% r/r z 6,4% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.31)³⁸. Znalazło to odzwierciedlenie w spowolnieniu wzrostu gotówki w obiegu, a także depozytów gospodarstw domowych. Jednocześnie zwiększało się zaangażowanie gospodarstw domowych w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz rosła wartość akcji w posiadaniu tych podmiotów, czemu sprzyjała dobra koniunktura na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych (por. rozdz. 2.5 *Polityka pieniężna i rynki aktywów*)³⁹. Natomiast tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw ustabilizowało się, czemu mogła sprzyjać utrzymująca się dobra sytuacja finansowa i płynnościowa w sektorze przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*).

2.7 Bilans płatniczy

W II kw. 2017 r. saldo na rachunku obrotów bieżących nieco się obniżyło w porównaniu z I kw., jednak wciąż było zbliżone do historycznie najwyższego poziomu (Wykres 2.32; Tabela 2.3). W kierunku niższego salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało obniżenie się nadwyżki

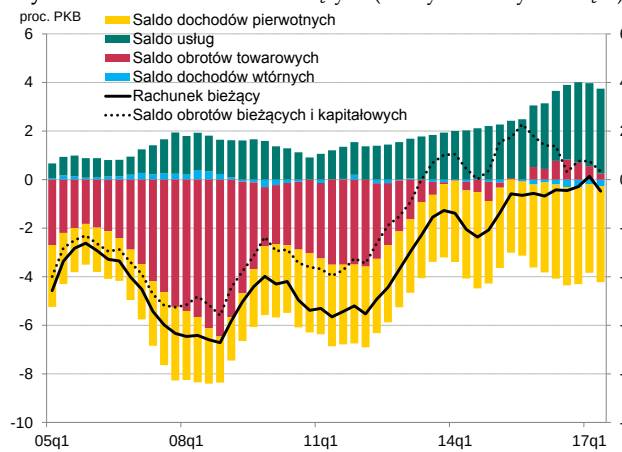
Wykres 2.31 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.32 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

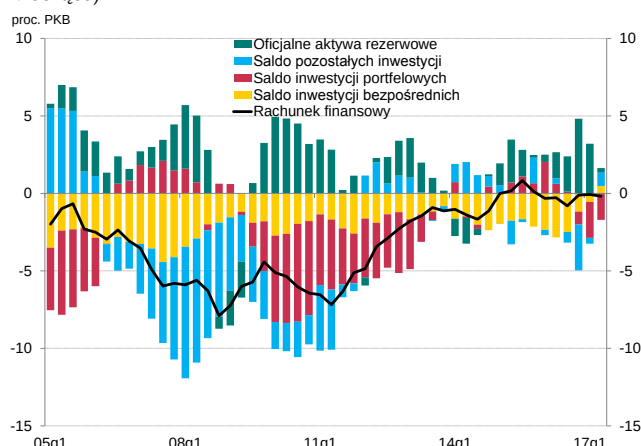
³⁸ Spadek zadłużenia netto sektora rządowego w bankach wynika z jednej strony z wygaśnięcia efektu silnego wzrostu zaangażowania banków komercyjnych w skarbowe papiery wartościowe w 2016 r., co mogło być związane z wejściem w życie ustawy o podatku od aktywów, która wyłącza obligacje skarbowe z podstawy opodatkowania. Z drugiej strony w kierunku obniżenia zadłużenia netto oddziałuje istotny przyrost depozytów sektora rządowego. Tendencja ta utrzymała się w III kw. br. W lipcu i sierpniu średnia dynamika zadłużenia netto sektora rządowego pozostała ujemna, a wzrost szerokiego pieniądza ponownie spowolnił (do 5,7% r/r).

³⁹ W lipcu i sierpniu br. do funduszy inwestycyjnych napłynęło w sumie 838 mln zł.

w wymianie handlowej wynikające z przejściowego spowolnienia eksportu towarów (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Do obniżenia tego salda przyczyniło się również pogłębienie deficytu dochodów pierwotnych w związku z niższym napływem środków z tytułu Wspólnej Polityki Rolnej charakteryzującym się znacznymi wahaniami, a także wzrostem transferów wynagrodzeń pracujących w Polsce obywateli Ukrainy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*)⁴⁰.

Na łącznym saldzie na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych utrzymała się natomiast nadwyżka, do czego przyczyniło się zwiększenie napływu funduszy unijnych w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności. Skala napływu funduszy unijnych pozostała jednak relatywnie niska w II kw. br. (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*)⁴¹. Saldo na rachunku finansowym (w ujęciu czterech kwartałów krocząco) obniżyło się w II kw. br. (Wykres 2.33)⁴². Podobnie jak w poprzednich kwartałach saldo rachunku finansowego było obniżane przez znaczący napływ kapitału portfelowego na polski rynek skarbowych papierów wartościowych, przy poprawiających się nastrojach rynkowych oraz korzystnych danych z polskiej gospodarki (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*, rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja* i rozdz. 2.5 *Polityka pieniężna i rynki aktywów*)⁴³. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast

Wykres 2.33 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁰ Dane za lipiec i sierpień 2017 r. (w ujęciu 12 miesięcy krocząco) wskazują na nadal zbliżone do historycznie najwyższego poziomu saldo na rachunku obrotów bieżących, przy nieco wyższej nadwyżce w handlu.

⁴¹ Dane za pierwsze dwa miesiące III kw. br. wskazują na kontynuację opisywanych tendencji.

⁴² Czynnikiem, który oddziaływał w kierunku obniżenia dodatniego salda rachunku finansowego, była mniejsza skala wzrostu (w ujęciu czterech kwartałów krocząco) wartości oficjalnych aktywów rezerwowych NBP, co było w dużej mierze wynikiem transakcji własnych NBP (tj. transakcji repo służących zarządzaniu rezerwami walutowymi). Poszczególne pozycje na rachunku finansowym mogą być również zaburzone przez zmiany wynikające z optymalizacji podatkowej. Zgodnie z *Ustawą z dnia 29 listopada 2016 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zmianie ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw*, wprowadzone zostały zwolnienia z podatku dochodowego od osób prawnych dla inwestycji w papiery dłużne, natomiast wyłączone ze zwolnienia zostały inwestycje w spółki osobowe. Zakłócenia te wpłynęły na saldo inwestycji portfelowych i bezpośrednich, choć ich łączny wpływ na saldo rachunku finansowego ogółem był ograniczony.

⁴³ Saldo na rachunku finansowym w lipcu i sierpniu 2017 r. (w ujęciu 12 miesięcy krocząco) wzrosło w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego, do czego przyczyniło się zwiększenie inwestycji bezpośrednich polskich podmiotów za granicą oraz nieco mniejsza skala inwestycji portfelowych zagranicznych podmiotów w Polsce.

znacząca jednostkowa transakcja, która przełożyła się na zmniejszenie zaangażowania inwestorów bezpośrednich w akcje jednej z większych spółek sektora finansowego.

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

	2014	2015	2016				2017	
			q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-2,1	-0,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	-0,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,4	1,8	1,4	1,4	0,3	0,8	0,8	0,3
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	1,7	2,5	3,1	3,7	3,9	4,0	4,0	3,7
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	5,3	5,3	6,1	5,9	6,4	5,7	5,3
Zadłużenie zagr./PKB	71	73	71	75	74	76	73	71
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-69	-65	-63	-62	-62	-61	-62	-62
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	106	106	107	113	111	111	107	107
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1r.	110	108	107	116	114	116	115	116

Źródło: dane NBP.

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

3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2017 r.

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

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do października br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zostanie opublikowany 23 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą, w tym na ożywienie w strefie euro potwierdzone przez poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że dynamika PKB w strefie euro jest obecnie wspierana – oprócz wzrostu konsumpcji – przez ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że sygnałem świadczącym o utrwalaniu się ożywienia w strefie euro jest także zmniejszanie się zróżnicowania wzrostu gospodarczego pomiędzy krajami tej strefy. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost w strefie euro – pomimo lepszej koniunktury – jest nadal relatywnie niski. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, oceniano, że w II kw. br. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej się zwiększyła. Zaznaczano jednak, że ostatnie dane o aktywności w amerykańskiej gospodarce okazały się nieco słabsze od oczekiwań. Zwracano także uwagę na wciąż relatywnie wysoki poziom cen akcji na amerykańskim rynku i ich historycznie niską zmienność. W trakcie

dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach bieżące dane sygnalizują stopniowe spowalnianie wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, a w części krajów nawet nieco się obniżyła. W związku z tym wskazywano na stabilizację cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnim okresie. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się obecnie mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury oraz na decyzje OPEC o ograniczeniu wydobycia tego surowca, co wynika ze zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych oraz wysokiego poziomu zapasów ropy.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że – pomimo utrwalania się ożywienia gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny zrewidował w dół średniookresowe prognozy inflacji w tej gospodarce. Obecnie oczekuje się, że również w kolejnych latach inflacja w strefie euro utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC. Biorąc to pod uwagę, EBC utrzymuje stopy procentowe

na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazywano, że Rezerwa Federalna kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe i sygnalizując możliwość rozpoczęcia zmniejszania skali reinwestycji aktywów w kolejnych kwartałach.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że miesięczne dane o krajowej aktywności gospodarczej sygnalizują kontynuację stabilnej dynamiki PKB w II kw. br. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy wzrost sprzedaży detalicznej, przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Zwracano ponadto uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w maju po ich wyraźnym osłabieniu w kwietniu. Również wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw. Oceniano, że – wraz z oczekiwanym wzrostem wykorzystania środków UE – powinno to wspierać nakłady brutto na środki trwałe, zaznaczając przy tym, że – w świetle lipcowej projekcji – dynamika inwestycji w II kw. br. była prawdopodobnie jedynie nieznacznie dodatnia. W odniesieniu do lipcowej projekcji podkreślano, że wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego, a następnie będzie kształtował się w pobliżu dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali, że choć głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, to w kolejnych kwartałach jego rola zmniejszy się ze względu na stopniowe wygasanie efektów statystycznych wprowadzonego w 2016 r. programu „Rodzina 500 plus” na dynamikę konsumpcji. Począwszy od II połowy 2017 r.

przewidywane jest natomiast dalsze ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na wciąż niską na tle wielu innych krajów europejskich stopę inwestycji w polskiej gospodarce, co może wpływać negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, a w czerwcu nawet się obniżyła. Jednocześnie wskazywano, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że takiemu kształtowaniu się inflacji sprzyja dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury.

Omawiając perspektywy kształtowania się procesów cenowych, podkreślano, że – zgodnie z lipcową projekcją – inflacja cen konsumpcyjnych powinna pozostać umiarkowana, zbliżając się do celu pod koniec horyzontu projekcji. Przyczyni się do tego stopniowy wzrost inflacji bazowej związany z utrzymywaniem się korzystnej koniunktury, przy jednocześnie niższej dynamice cen importu. Większość członków Rady oceniała, że ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie jest ograniczone. Z kolei w opinii niektórych członków Rady wpływ czynników podwyższających inflację w kolejnych latach może okazać się silniejszy od prognozowanego w lipcowej projekcji, a wpływ czynników ją ograniczających może być słabszy niż oczekiwany w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i płac w sektorze przedsiębiorstw. Zdaniem członków

Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. Jednocześnie wskazywano na oczekiwany dalszy wzrost wydajności pracy, który będzie ograniczał skalę wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na ryzyko zmniejszenia się skali migracji zarobkowej obywateli Ukrainy do Polski, a także osłabienia aktywności zawodowej osób mogących skorzystać z wprowadzenia niższego wieku emerytalnego.

Członkowie Rady dyskutowali także o konsekwencjach utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas w warunkach oczekiwanego stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wydłużanie się okresu ujemnych realnych stóp procentowych może zwiększyć ryzyko wystąpienia negatywnych skutków tego zjawiska. W szczególności zaznaczali oni, że niskie oprocentowanie depozytów wzmacnia dążenie gospodarstw domowych do poszukiwania aktywów oferujących wyższe stopy zwrotu, a przez to związanych z wyższym ryzykiem. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na obniżenie się poziomu depozytów gospodarstw domowych w maju. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie niskie oprocentowanie kredytów sprzyja zadłużaniu się gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że jak dotąd nie widać negatywnych skutków utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie i zaznaczali, że choć struktura aktywów gospodarstw domowych może się stopniowo zmieniać, to wciąż największy udział mają w niej depozyty, natomiast dynamika kredytu, w tym stabilny udział kredytów z utratą wartości

w portfelach kredytowych banków, nie wskazuje na nadmierne zadłużanie się gospodarstw domowych.

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

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

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce.

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 6 września 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą. W szczególności zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro w II kw., a także na poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej i nastrojów w tej strefie w III kw. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, podkreślano, że również w Stanach Zjednoczonych w II kw. odnotowano wyższą dynamikę PKB niż w I kw., a wskaźniki miesięczne sugerują kontynuację dobrej koniunktury w tej gospodarce. Zaznaczano przy tym, że zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych najważniejszym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje konsumpcja. W trakcie dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach w II kw. nastąpiła stabilizacja dynamiki PKB, choć jednocześnie zwracano uwagę na utrzymujące się nierównowagi w tej gospodarce.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. W szczególności zaznaczano, że w głównych gospodarkach rozwiniętych inflacja nadal kształtuje się poniżej obowiązujących tam celów inflacyjnych. Omawiając czynniki wpływające na presję inflacyjną za granicą, zwracano uwagę na nieznaczny wzrost cen ropy oraz na ich oczekiwaną stabilizację w kolejnych latach. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury, co wynika zwłaszcza ze

zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Członkowie Rady wskazywali również na wzrost aktywności tego kraju na światowym rynku gazu. W efekcie, zdaniem członków Rady, ceny surowców energetycznych prawdopodobnie będą w niewielkim stopniu oddziaływać w kierunku wyższej inflacji.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Za utrzymaniem silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC przemawia wciąż umiarkowana inflacja w strefie euro związana z niską presją płacową w tej strefie oraz aprecjacją euro. Wskazywano, że czynniki te zwiększają ryzyko ponownego obniżenia prognoz inflacji w strefie euro, pomimo utrwalania się tam ożywienia. W efekcie – jak zaznaczano – inflacja w strefie euro prawdopodobnie utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC również w kolejnych latach. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że Rezerwa Federalna będzie zapewne kontynuować stopniowe zmniejszanie stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej, ogłaszając w niedalekiej przyszłości rozpoczęcie redukcji skali reinwestycji aktywów. Jednocześnie, ze względu na obniżenie się inflacji, tempo dalszego podwyższania stóp procentowych przez Fed może być wolniejsze, niż dotychczas oczekiwano.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że w II kw. dynamika PKB była zbliżona do odnotowanej w I kw. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Nadal niska

była natomiast dynamika inwestycji, przy czym – mimo wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych i dalszej poprawy koniunktury – nieznacznie pogłębił się spadek inwestycji przedsiębiorstw. Członkowie Rady oceniali, że stopniowe ożywienie inwestycji finansowanych ze środków unijnych sugeruje, że w II połowie roku łączna dynamika inwestycji będzie wyższa. Jednocześnie w II kw. wzrost eksportu okazał się niższy niż wzrost importu, przez co wkład eksportu netto do PKB stał się ujemny. Członkowie Rady wskazywali, że osłabienie dynamiki eksportu może być związane ze spowolnieniem wzrostu eksportu Niemiec ze względu na silne powiązania pomiędzy polskimi i niemieckimi producentami. Wobec poprawiającej się koniunktury za granicą osłabienie wzrostu eksportu może być jednak zjawiskiem przejściowym.

Odnosząc się do miesięcznych danych o krajowej aktywności gospodarczej na początku III kw., członkowie Rady podkreślali, że sygnalizują one kontynuację stabilnej dynamiki PKB. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy stabilny wzrost sprzedaży detalicznej przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Zwracano jednocześnie uwagę na pewne wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej oraz silne przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w lipcu. Zaznaczano ponadto, że wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i w sierpniu wyniosła 1,8%. Jednocześnie zaznaczano, że inflacja bazowa jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że także w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, na co złoży się

stopniowe zwiększanie się wewnętrznej presji inflacyjnej związane z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się dynamiki cen importu wynikającym z oczekiwanej stabilizacji cen surowców energetycznych oraz niskiej presji inflacyjnej za granicą. Niektórzy członkowie Rady zwrócili jednak uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych kwartałach może być dalszy wzrost cen żywności. W opinii części członków Rady, ważna dla oceny perspektyw kształtowania się procesów cenowych będzie listopadowa projekcja uwzględniająca najnowsze dane.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano, że dalszemu wzrostowi zatrudnienia oraz spadkowi bezrobocia w II kw. towarzyszyło przyspieszenie dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw i całej gospodarce. Wskazywano przy tym, że na tle krajów regionu dynamika wynagrodzeń w Polsce jest wciąż umiarkowana, a w kierunku jej ograniczenia nadal oddziałuje napływ pracowników z Ukrainy, a także dalszy wzrost aktywności zawodowej Polaków. Zdaniem członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia, przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. W opinii niektórych członków Rady negatywnie na podaż pracy może oddziaływać w szczególności obniżenie wieku emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wiele osób, które przejdą na emeryturę, może pozostać aktywne na rynku pracy, przez co wpływ tego czynnika na podaż pracy byłby ograniczony.

Członkowie Rady dyskutowali także o wielkości oraz strukturze oszczędności w gospodarce. Wskazywano, że łączna stopa oszczędności – gromadzonych w Polsce w przeważającej części przez przedsiębiorstwa – przewyższa stopę inwestycji w relacji do PKB. W odniesieniu do

gospodarstw domowych część członków Rady oceniała, że ich skłonność do oszczędzania zależy w dużym stopniu od poziomu dochodu do dyspozycji i wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac powinna się zwiększać. Jednocześnie, zdaniem tych członków Rady, mniejsze znaczenie dla decyzji o oszczędzaniu ma oczekiwana stopa zwrotu z lokowania wolnych środków. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w warunkach stopniowo rosnącej inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania lub zachęcać je do przesuwania środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów.

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

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

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce, zaś zdaniem innych członków Rady także na zmiany jednostkowych kosztów zmiennych.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 października 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na ożywienie koniunktury w gospodarce światowej. Zwracano w szczególności uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro w poprzednich kwartałach, wspierane głównie przez konsumpcję, przy pewnym osłabieniu dynamiki inwestycji w II kw. Podkreślano, że dostępne dane i prognozy wskazują na stabilny i nieco wyższy niż oczekiwano wzrost PKB w strefie euro w 2017 r. Zwrócono jednocześnie uwagę na obniżenie prognoz dynamiki eksportu tej gospodarki,

będącej głównym partnerem handlowym Polski. W trakcie dyskusji wskazywano również na dobrą koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Oceniano, że w ostatnich miesiącach negatywnie na aktywność gospodarczą w tym kraju mogły przejściowo wpłynąć niekorzystne zjawiska atmosferyczne. Z kolei w Chinach miesięczne wskaźniki sygnalizują możliwość nieznacznego osłabienia dynamiki PKB w III kw.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, wskazywano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Zaznaczano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca przyczyn utrzymywania się niskiej inflacji na świecie. Zwracano uwagę, że czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną może być wzrost powiązań gospodarczych w ramach globalnych sieci dostaw. Wskazywano, że – w świetle dostępnych prognoz – w kolejnych latach inflacja na świecie ma pozostać umiarkowana, zwłaszcza w strefie euro, gdzie ma się kształtować poniżej obowiązującego tam celu inflacyjnego.

W trakcie dyskusji zwrócono uwagę na pewien wzrost cen niektórych surowców, w tym ropy naftowej, w ostatnim czasie. Oceniano jednak, że wzrost cen ropy był głównie skutkiem czynników przejściowych, w tym niekorzystnych zjawisk atmosferycznych w Stanach Zjednoczonych oraz czynników geopolitycznych. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem stabilizującym ceny ropy naftowej pozostaje wysoka podaż tego surowca, wynikająca w szczególności ze zwiększonego wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że wydobycie ropy z łupków po obniżeniu spowodowanym czynnikami atmosferycznymi na początku października ponownie wzrosło, czemu

towarzyszył silny wzrost eksportu tego surowca ze Stanów Zjednoczonych.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Wskazywano, że zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi – w przyszłym roku EBC prawdopodobnie będzie nadal skupował aktywa, choć w zmniejszającej się skali. Ponadto EBC nadal sygnalizuje, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Zwracano również uwagę na wciąż niskie stopy procentowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazywano, że Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zmniejszanie stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej. W szczególności amerykański bank centralny rozpoczyna zmniejszanie swojej sumy bilansowej, które ma jednak następować stopniowo. Podkreślano, że – zgodnie z zapowiedziami Fed – suma bilansowa tego banku nie wróci do poziomu sprzed kryzysu finansowego w horyzoncie najbliższych lat. Zaznaczano również, że Rezerwa Federalna obniżyła swoje oczekiwania dotyczące stóp procentowych w dłuższym okresie, przez co w kolejnych latach pozostaną one prawdopodobnie niższe niż przed globalnym kryzysem finansowym.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że w Polsce utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie wskazywano, że inwestycje utrzymują się na niskim poziomie. Zwracano

jednak uwagę, że wzrost wykorzystania środków unijnych oraz przyspieszenie produkcji budowlano-montażowej sygnalizują stopniowe ożywienie nakładów na środki trwałe. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali oczekiwanego ożywienia inwestycji. Analizując koniunkturę w przemyśle, zaznaczano, że dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w sierpniu, a we wrześniu wskaźniki aktywności w tym sektorze ponownie się poprawiły. Niektórzy członkowie Rady zauważyli jednak, że część wskaźników wyprzedzających utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że dalszemu wzrostowi zatrudnienia towarzyszy przyspieszenie płac i jednostkowych kosztów pracy. Zaznaczano jednak, że dynamika płac w gospodarce – mimo przyspieszenia – jest nadal umiarkowana i wyraźnie niższa niż w części krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Przyczynia się do tego zwiększająca się liczba pracowników z zagranicy na polskim rynku pracy, przy jednoczesnym wzroście liczby osób aktywnych zawodowo w kraju. Wielu członków Rady wskazywało na ryzyko dalszego nasilania się presji płacowej. W tym kontekście zwracano uwagę na sygnalizowane przez przedsiębiorstwa rosnące trudności ze znalezieniem pracowników. Część członków Rady zaznaczała jednak, że obecnie trudno ocenić, na ile trudności te będą się przyczyniać do wzrostu dynamiki płac, a na ile będą czynnikiem ograniczającym możliwości rozwoju przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że utrzymywanie się niskiej dynamiki inwestycji może w dłuższym okresie skutkować niższym tempem wzrostu wydajności pracy, oddziałując w kierunku wyższej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen

konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i we wrześniu wyniosła 2,2%, tj. nieznacznie więcej niż oczekiwano. Jednocześnie zaznaczono, że inflacja bazowa jest nadal niska. Większość członków Rady podkreślała, że – w świetle dostępnych prognoz – także w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. Argumentowano, że będzie się do tego przyczyniać umiarkowana dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki, przy stopniowym wzroście wewnętrznej presji inflacyjnej związanym z poprawą krajowej koniunktury.

Jednocześnie w ocenie części członków Rady inflacja może być wyższa, niż wskazują dotychczasowe prognozy. W opinii tych członków Rady przyczyniać się do tego może silniejszy wzrost presji płacowej i kosztowej. Wskazywali oni na wzrost inflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, w tym po wyłączeniu cen energii. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że obowiązujący od sierpnia wymóg utrzymywania obowiązkowych zapasów gazu ziemnego przez importerów tego surowca może oddziaływać w kierunku wzrostu jego cen. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przy obecnych tendencjach koniunkturalnych inflacja może przekroczyć cel w średnim okresie, szczególnie w sytuacji wystąpienia negatywnego szoku surowcowego.

Odnosząc się do kształtowania się agregatów monetarnych, zaznaczano, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego jest stabilna i zbliżona do tempa wzrostu nominalnego PKB. W szczególności – jak podkreślano – stabilna jest dynamika kredytów mieszkaniowych, pomimo utrzymującego się ożywienia na rynku nieruchomości. Zwracano również uwagę na wyhamowanie spadku wartości depozytów gospodarstw domowych w sierpniu. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że w dalszym ciągu możliwe jest przesuwanie przez

gospodarstwa domowe środków z depozytów bankowych w kierunku bardziej ryzykownych aktywów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dynamiki płac wyższej od wzrostu wydajności pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, przez co ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone. W konsekwencji w ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. Podkreślano, że stabilizacja stóp procentowych umożliwia realizację celu inflacyjnego, a jednocześnie wspiera oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce, a także na dynamikę jednostkowych kosztów zmiennych. Wyrażono również opinię, że przyszłe decyzje Rady powinny brać pod uwagę kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw

w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

Rada oceniła, że – w świetle aktualnych informacji – stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Część członków Rady podkreślała, że ważna dla oceny perspektyw polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach będzie kolejna projekcja inflacji i PKB.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7–8 listopada 2017 r.

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

W gospodarce światowej trwa ożywienie koniunktury. W strefie euro utrzymuje się wyższy niż w ubiegłym roku wzrost gospodarczy. Przyczynia się do tego poprawa sytuacji na rynku pracy, dobre nastroje podmiotów gospodarczych, a także ożywienie w handlu międzynarodowym. W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w III kw. była zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale pomimo negatywnego wpływu niekorzystnych zjawisk atmosferycznych na aktywność gospodarczą. W Chinach wzrost gospodarczy w III kw. nieznacznie spowolnił.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Jednocześnie

w ostatnim czasie nastąpił pewien wzrost cen niektórych surowców, w tym ropy naftowej.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu skupu aktywów finansowych co najmniej do września 2018 r., ograniczając przy tym miesięczną skalę skupu w tym okresie o połowę. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych rozpoczęła natomiast zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

W Polsce miesięczne dane sygnalizują, że w III kw. dynamika PKB była prawdopodobnie wyższa niż w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie szybszy niż w I połowie br. wzrost produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne ożywienie inwestycji.

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, chociaż pozostają one na umiarkowanym poziomie.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,9–2,0% w 2017 r. (wobec 1,6–2,3%

w projekcji z lipca 2017 r.), 1,6–2,9% w 2018 r. (wobec 1,1–2,9%) oraz 1,7–3,7% w 2019 r. (wobec 1,3–3,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,8–4,6% w 2017 r. (wobec 3,4–4,7% w projekcji z lipca 2017 r.), 2,8–4,5% w 2018 r. (wobec 2,5–4,5%) oraz 2,3–4,3% w 2019 r. (wobec 2,3–4,3%).

Biorąc pod uwagę aktualne informacje, w tym wyniki listopadowej projekcji, Rada ocenia, że w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada podjęła uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej. Zgodnie z tą uchwałą stopa rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata będzie wynosiła 0%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r.

Rada przyjęła Opinię do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2018*.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2017 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 Projektacji DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴⁴. 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 listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2017 r. do IV kw. 2019 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2017 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 18 października 2017 r.

⁴⁴ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

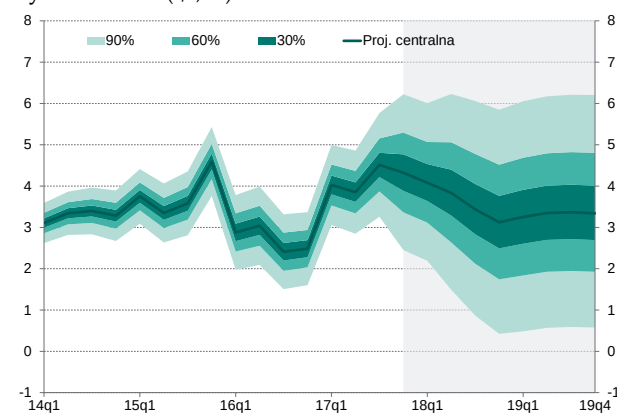
4.1 Synteza

Zgodnie z bieżącą projekcją dynamika PKB w II połowie 2017 r. utrzyma się na wysokim poziomie, przekraczającym 4% r/r – powyżej oczekiwań z projekcji lipcowej. Głównym czynnikiem wzrostu w tym okresie pozostanie spożycie indywidualne, co wynika z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz wypłat świadczeń z programu „Rodzina 500 plus”, które pozytywnie wpływają na siłę nabywczą i nastroje gospodarstw domowych. Dodatkowo w II połowie br. nastąpi przyspieszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych, a w szczególności inwestycji publicznych, co powiązane jest z napływem środków z budżetu UE z perspektywy finansowej 2014–2020.

Wraz z dalszym wzrostem absorpcji funduszy strukturalnych UE w kolejnych latach perspektywy dla wzrostu popytu inwestycyjnego pozostaną korzystne. Rosnący fundusz płac będzie sprzyjał poprawie sytuacji finansowej gospodarstw domowych, lecz wpływ transferów z programu „Rodzina 500 plus” na dynamikę konsumpcji będzie stopniowo wygasał. Ograniczeniem dla szybszego wzrostu gospodarczego będzie też prognozowane w latach 2018–2019 obniżenie dynamiki PKB w strefie euro w porównaniu z 2017 r. Z kolei korzystnie na popyt krajowy oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu. Łącznie przełoży się to na stopniowe spowolnienie dynamiki PKB do poziomu zbliżonego do potencjalnego tempa wzrostu.

Wysoki wzrost PKB przyczynił się do domknięcia w III kw. 2017 r. – ujemnej od 2012 r. – luki popytowej. W kolejnych latach luka popytowa wzrośnie i będzie kształtować się na dodatnim choć niskim poziomie, nieprzekraczającym 1% produktu potencjalnego. Wielkość luki popytowej

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



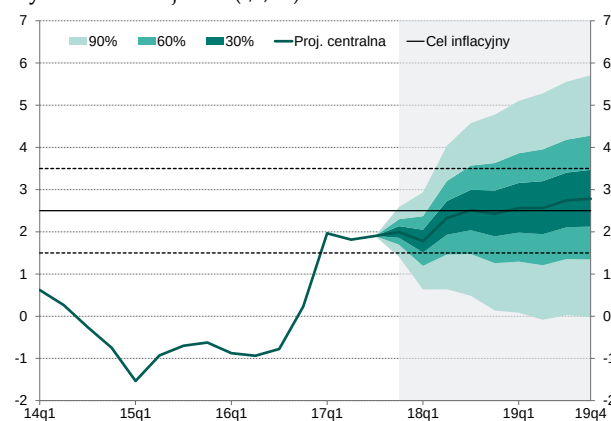
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

pozwała wnioskować, że w najbliższych latach nastąpi umiarkowane zwiększenie presji popytowej w skali całej gospodarki, a poprawa koniunktury stopniowo, choć w ograniczony sposób, przekładać się będzie na wzrost krajowej inflacji. W tym samym kierunku oddziaływać będzie prognozowany w horyzoncie projekcji wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Przyspieszeniu dynamiki płac będzie sprzyjać utrzymujący się silny popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw przy niedostatecznej podaży siły roboczej. Krajową inflację ograniczać będzie natomiast utrzymująca się umiarkowana dynamika cen w strefie euro, niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych oraz aprecjacja efektywnego kursu złotego.

W wyniku powyższych uwarunkowań inflacja cen konsumenta w horyzoncie projekcji stopniowo wzrośnie i w 2019 r. ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5%. W porównaniu do projekcji lipcowej presja inflacyjna narasta nieco szybciej, co jest związane z rewizją w górę ścieżki krajowego wzrostu gospodarczego oraz prognozowanej skali poprawy sytuacji na rynku pracy w Polsce.

Na realizację scenariusza projekcyjnego istotny wpływ będzie miało tempo ożywienia w gospodarce światowej. W szczególności jednym z głównych źródeł niepewności projekcji jest przyszła kondycja gospodarki amerykańskiej, w tym trudny do określenia obecnie kształt polityki fiskalnej i pieniężnej. Wśród czynników krajowych istotnym źródłem ryzyka dla przebiegu ścieżki inflacji i PKB jest kształtowanie się podaży pracy. Rekordowo niski poziom stopy bezrobocia pozytywnie wpływa na sytuację gospodarstw domowych, jednak niedostateczna podaż pracy może stawać się dla przedsiębiorstw coraz bardziej istotną barierą dla dalszego zwiększania produkcji.

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

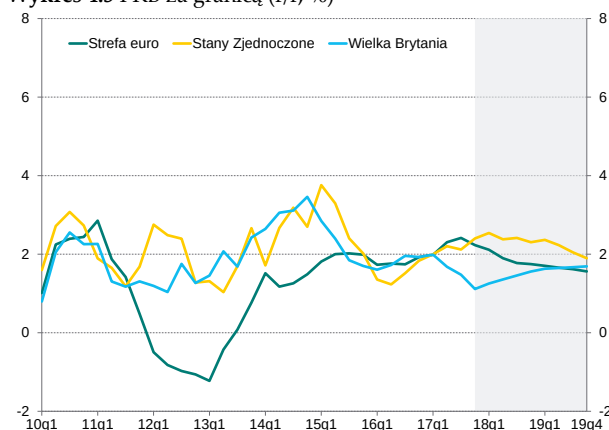
Ocena prawdopodobieństwa materializacji wskazanych powyżej ryzyk wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla inflacji CPI i dynamiki PKB, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1; Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

W horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy w otoczeniu polskiej gospodarki pozostanie umiarkowany, przy czym perspektywy koniunktury dla Stanów Zjednoczonych kształtują się korzystniej niż w Europie (Wykres 4.3). Głównym czynnikiem wspierającym dynamikę PKB strefy euro i Stanów Zjednoczonych pozostanie konsumpcja, czemu sprzyjać będzie kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku pracy w tych gospodarkach. W Wielkiej Brytanii ważnym motorem wzrostu będzie natomiast eksport netto na co wpłynie poprawa konkurencyjności cenowej przedsiębiorstw związana z deprecjacją funta. Koniunkturę za granicą w najbliższych latach będzie ograniczać jednak niska dynamika wydajności pracy. W porównaniu do poprzedniej rundy prognostycznej dynamika PKB w strefie euro została podwyższona – najsilniej w 2017 r. i nieco słabiej w 2018 r. (Tabela 4.1).

W strefie euro, po silniejszym ożywieniu koniunktury w 2017 r., w kolejnych latach dynamika PKB nieznacznie się obniży. Przyczyni się do tego wzrost inflacji ograniczający siłę nabywczą gospodarstw domowych, co negatywnie wpłynie na tempo wzrostu konsumpcji prywatnej. Jednocześnie w horyzoncie projekcji stopniowo rosnąć będzie popyt inwestycyjny przedsiębiorstw, na co wskazuje wysoki obecnie poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych. Pozytywnie kształtują się również perspektywy dla wydatków mieszkaniowych ze względu na dobrą sytuację na

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

rynku pracy i nadal niskie ceny mieszkań. Wzrostowi zarówno spożycia indywidualnego, jak i inwestycji, sprzyjać będzie niskie oprocentowanie kredytów powiązane z akomodacyjną polityką pieniężną EBC, w ramach której bank centralny strefy euro będzie utrzymywał krótkookresowe stopy procentowe na ujemnym poziomie do końca 2019 r. (Wykres 4.4)⁴⁵.

Aktualna prognoza wzrostu gospodarczego w strefie euro zakłada, że w bieżącym roku będzie on o 0,3 pkt proc. wyższy niż w projekcji lipcowej, a w dalszym horyzoncie będzie się stopniowo zbliżać do wielkości założonej w poprzedniej rundzie projekcyjnej (Tabela 4.1). Korekta w górę przewidywanej dynamiki PKB wynika z uwzględnienia lepszych od oczekiwań danych z I połowy br. oraz pozytywnego wpływu reform rynku pracy we Francji na wzrost w tej gospodarce.

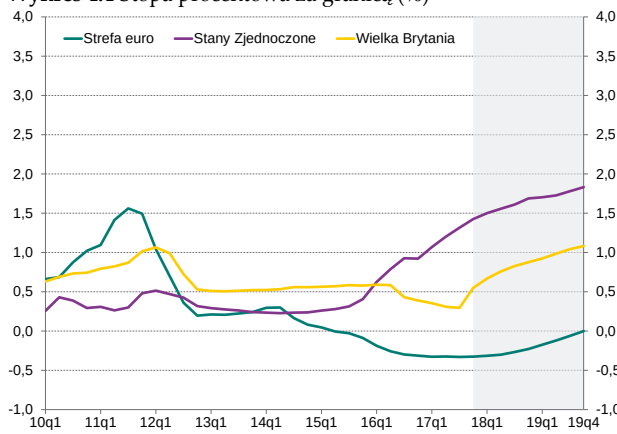
Głównym źródłem wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w horyzoncie projekcji pozostanie spożycie indywidualne wspierane przez wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na popyt konsumpcyjny jest wzrost wartości netto aktywów finansowych i niefinansowych gospodarstw domowych. Jednocześnie w warunkach ożywienia popytu konsumpcyjnego, poprawy globalnej koniunktury oraz osłabiającego się kursu dolara (Wykres 4.5) w latach 2017–2019 nastąpi odbudowa inwestycji prywatnych. Korzystne uwarunkowania dla konsumpcji i inwestycji w Stanach Zjednoczonych wynikają również z planowanego na 2018 r. obniżenia opodatkowania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednocześnie tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych

Tabela 4.1 PKB za granicą – projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2017	2018	2019
PKB w strefie euro (r/r, %)			
XI 2017	2,2	1,9	1,6
VII 2017	1,9	1,7	1,6
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
XI 2017	2,2	2,4	2,1
VII 2017	2,2	2,5	2,1
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
XI 2017	1,6	1,4	1,7
VII 2017	1,4	1,5	1,7

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.4 Stopa procentowa za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

⁴⁵ Założona w projekcji prognoza krótkookresowych stóp procentowych w strefie euro została opracowana na podstawie notowań kontraktów terminowych na stopę procentową, a więc odzwierciedla oczekiwania rynkowe dotyczące kształtowania się w przyszłości tej kategorii.

w horyzoncie projekcji będzie ograniczać niska dynamika wydajności pracy przy jednoczesnym osiągnięciu przez gospodarkę amerykańską stanu pełnego zatrudnienia. Negatywnie na popyt wpływać będzie także wzrost kosztu kredytu w wyniku stopniowego zaostrzania polityki monetarnej przez Fed (Wykres 4.4).

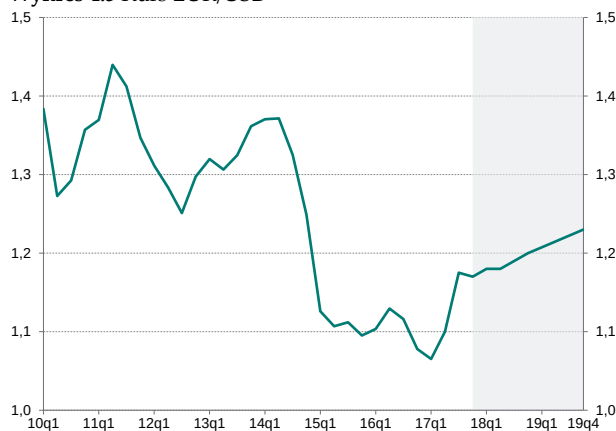
Dynamika PKB w Wielkiej Brytanii w najbliższych latach pozostanie na niskim poziomie mimo akomodacyjnej polityki pieniężnej Banku Anglii (Wykres 4.3; Wykres 4.4). Niepewność związana z warunkami opuszczenia przez Wielką Brytanię struktur UE ma negatywny wpływ na aktywność tej gospodarki, ograniczając w szczególności popyt inwestycyjny przedsiębiorstw. Podwyższona inflacja, będąca wynikiem osłabienia funta, przyczynia się przy tym do obniżenia siły nabywczej gospodarstw domowych, co oddziałuje w kierunku spadku ich wydatków konsumpcyjnych. Jednocześnie deprecjacja waluty brytyjskiej poprzez poprawę konkurencyjności cenowej krajowej produkcji będzie zwiększać rolę eksportu netto we wzroście PKB Wielkiej Brytanii, łagodząc skalę spowolnienia tej gospodarki.

W projekcji przyjęto, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, że kurs euro w stosunku do dolara będzie się stopniowo umacniał, pomimo wzrostu stóp procentowych Fed (Wykres 4.4; Wykres 4.5).

Indeks cen surowców energetycznych na rynkach światowych ukształtuje się w latach 2017–2019 powyżej założeń z poprzedniej projekcji, na co składa się wzrost w ostatnich miesiącach wszystkich jego składowych (Wykres 4.6). Od 2018 r. poziom indeksu zacznie się stopniowo obniżać co jest wynikiem spodziewanego spadku cen węgla kamiennego.

Do wzrostu notowań cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach przyczyniło się ograniczenie produkcji tego surowca w Stanach

Wykres 4.5 Kurs EUR/USD



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

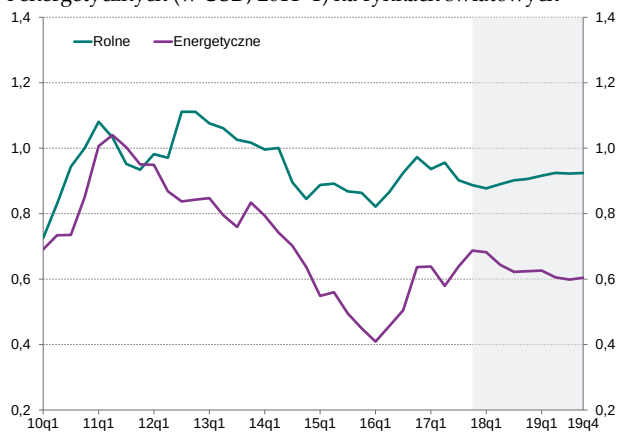
Zjednoczonych po przejściu huraganów *Harvey* i *Nate*. W latach 2018–2019 ceny ropy naftowej ustabilizują się, co jest efektem równoważenia się umiarkowanego wzrostu globalnego popytu i oczekiwanego zwiększenia wydobycia w Stanach Zjednoczonych. Podobnie kształtuje się założona ścieżka cen gazu ziemnego, co wynika z silnej współzmienności cen obu surowców.

Zaburzenia wydobycia węgla kamiennego w Australii i Rosji wpłynęły na istotny wzrost cen tego surowca w ostatnim okresie. W latach 2018–2019 ceny węgla kamiennego ograniczać będzie słabnący popyt z krajów będących największymi konsumentami tego surowca (Indie, Chiny, Korea Południowa) oraz prowadzona przez gospodarki rozwinięte polityka klimatyczna.

Indeks cen surowców rolnych w horyzoncie projekcji kształtuje się na relatywnie niskim poziomie (Wykres 4.6). W najbliższych kwartałach w kierunku ograniczenia cen tych surowców będzie oddziaływać podwyższona podaż dużej części produktów rolnych (m.in. pszenicy, mleka w proszku, kakao, cukru, ziemniaków) przy utrzymujących się niskich kosztach produkcji, w tym cen energii i nawozów mineralnych. W dalszym horyzoncie prognozy, wraz z założoną normalizacją sytuacji podażowej, nastąpi stopniowy wzrost notowań tego indeksu.

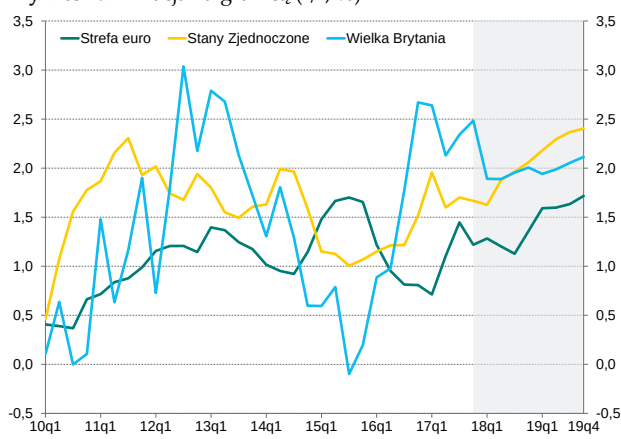
Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski nastąpi umiarkowany wzrost inflacji (Wykres 4.7). W strefie euro w perspektywie najbliższych kwartałów dynamikę cen podnosić będą rosnące marże przedsiębiorstw, a w dalszym horyzoncie – wzrost presji kosztowej związanej z dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy. W Stanach Zjednoczonych, ze względu na większą skalę wykorzystania zasobów pracy oraz narastanie dodatkowej luki popytowej, inflacja w latach 2017–2019 ukształtuje się na wyższym poziomie niż w strefie euro. Silniejszy wzrost cen w Wielkiej

Wykres 4.6 Indeksy cen surowców rolnych (w EUR, 2011=1) i energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

Brytanii w 2017 r. jest z kolei powiązany z osłabieniem funta po ogłoszeniu decyzji o planowanym opuszczeniu przez ten kraj struktur UE. Skalę wzrostu inflacji we wszystkich tych gospodarkach ograniczać będą relatywnie niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 4.6).

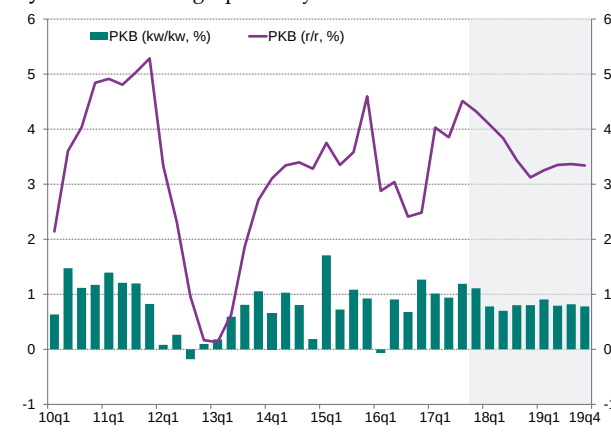
4.3 Gospodarka polska w latach 2017–2019

Wzrost gospodarczy w II połowie 2017 r. utrzyma się na wysokim poziomie, przekraczającym 4% r/r (Wykres 4.8). Głównym czynnikiem wzrostu w tym okresie będzie spożycie indywidualne, co wynika z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz wypłat świadczeń z programu „Rodzina 500 plus”, które pozytywnie wpływają na siłę nabywczą i nastroje gospodarstw domowych (Wykres 4.9). Dodatkowo w II połowie br. nastąpi przyspieszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych, w szczególności inwestycji publicznych, co związane jest głównie z napływem środków z budżetu UE z perspektywy finansowej 2014–2020.

W kolejnych latach perspektywy dla wzrostu popytu krajowego pozostaną korzystne, ale wygaśnie efekt programu „Rodzina 500 plus” podwyższający dynamikę konsumpcji. Dodatkowo w tym okresie prognozowane jest obniżenie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Łącznie przełoży się to na stopniowe spowolnienie dynamiki PKB do poziomu zbliżonego do potencjalnego tempa wzrostu.

Wraz ze stopniowo narastającą presją popytową i kosztową w horyzoncie projekcji wzrośnie inflacja bazowa (Wykres 4.10). Wzrost wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych przyczyni się do ukształtowania się luki popytowej na dodatnim, choć relatywnie niskim poziomie. Zwiększające się problemy przedsiębiorstw

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



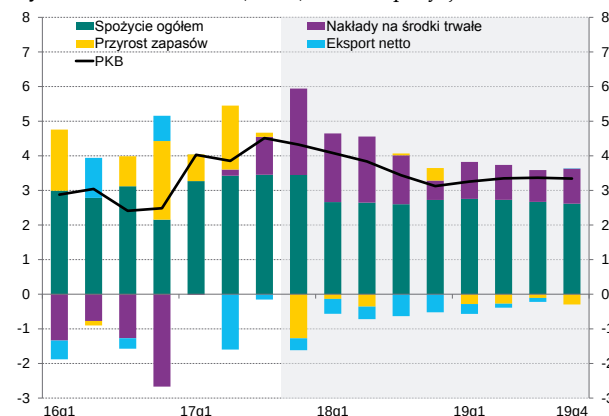
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

związane z niedostateczną wielkością podaży pracy przekładać się będą przy tym na wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Krajową inflację ograniczać będzie utrzymujące się umiarkowane tempo wzrostu cen w strefie euro, niskie ceny surowców na rynkach światowych oraz aprecjacja efektywnego kursu złotego. Waluta krajowa będzie się umacniać zwłaszcza w stosunku do dolara amerykańskiego, co jest efektem prognozowanego osłabienia dolara wobec euro. Pomimo proinflacyjnego oddziaływania poprawy krajowej koniunktury, w latach 2018–2019 oczekiwany jest spadek dynamiki cen żywności i energii, co wynika z ustąpienia czynników o charakterze podażowym, które podwyższają inflację tych cen w br. (Wykres 4.10).

Popyt krajowy

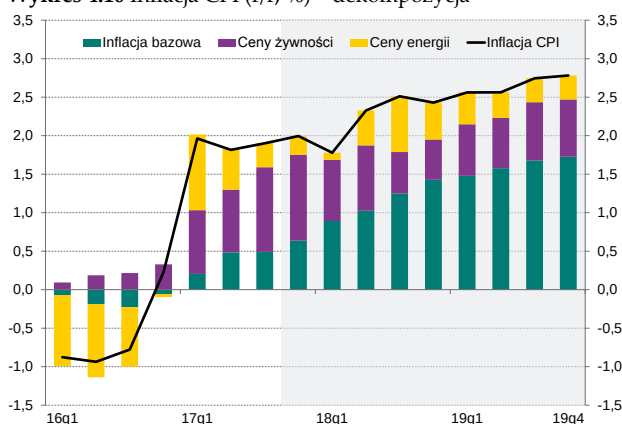
Od II połowy ub.r. wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych rosną w tempie przekraczającym 4% r/r (Wykres 4.11), na co pozwala korzystna sytuacja na rynku pracy oraz napływ środków z programu „Rodzina 500 plus”. Dodatkowe świadczenia wychowawcze, ze względu na mechanizm międzyokresowego wygładzania, przełożyły się na podwyższenie dynamiki konsumpcji nie tylko w 2016 r., ale również w 2017 r. Po wygaśnięciu tego efektu spożycie indywidualne będzie rosło w kolejnych latach w nieco wolniejszym tempie. Korzystnie na wzrost konsumpcji wpłynąć będzie w dalszym ciągu rozwój sytuacji na rynku pracy. Oczekiwane jest obniżanie się stopy bezrobocia oraz przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń, choć siłą nabywczą gospodarstw domowych będzie ograniczać wzrost inflacji. Pozytywnie na skłonność do konsumpcji oddziałują także korzystne nastroje gospodarstw domowych. Potwierdzają to badania ankietowe GUS, w których od 5 miesięcy liczba respondentów optymistycznie oceniających przyszłość

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



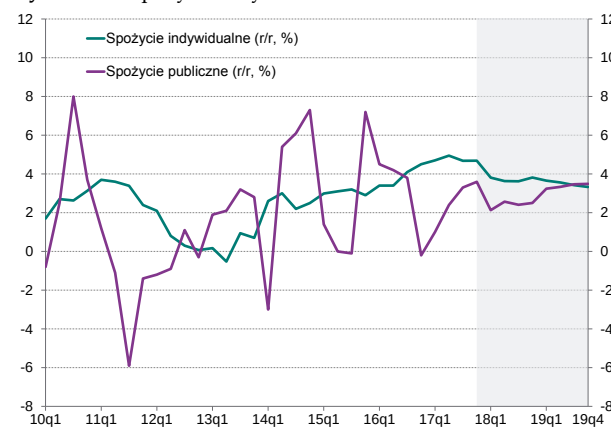
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

przewyższa liczbę pesymistów⁴⁶. Deklaracje konsumentów wskazują na pozytywne tendencje dotyczące dokonywania ważnych zakupów, jak również malejące obawy związane z przyszłą sytuacją ekonomiczną kraju czy zagrożeniem bezrobociem. W horyzoncie projekcji wzrostowi spożycia będzie sprzyjać również niski poziom stóp procentowych wpływający korzystnie na koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem.

Spadek inwestycji w 2016 r., podobnie jak w innych krajach regionu, spowodowany był przedłużającym się okresem przejściowym między wykorzystaniem funduszy europejskich z poprzedniej (2007–2013) i bieżącej (2014–2020) perspektywy finansowej (Wykres 4.12)⁴⁷. Obniżenie absorpcji funduszy unijnych wpłynęło najsilniej na inwestycje publiczne, ale przełożyło się również istotnie na inwestycje przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza firm będących własnością Skarbu Państwa i samorządów, koncentrując się głównie w sektorze energetycznym, transporcie i branży wodnej. Oczekuje się, że ponowny wzrost liczby projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw, które współfinansowane są środkami z budżetu UE, nastąpi jeszcze w 2017 r., a w latach 2018–2019 prognozowane jest dalsze przyspieszenie napływu tych funduszy (Wykres 4.12).

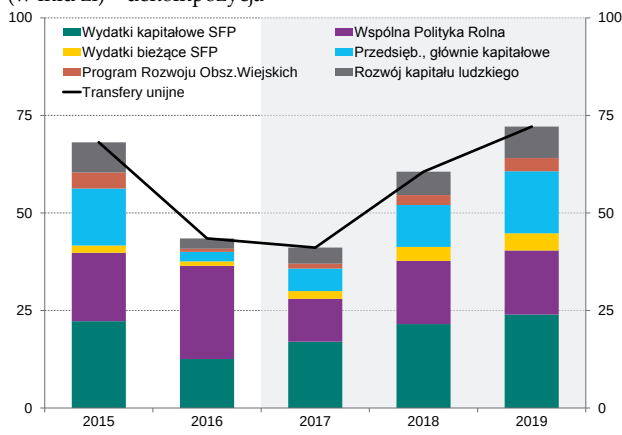
W horyzoncie projekcji następować będzie również wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw finansowanych ze środków krajowych (Wykres 4.13). Na potrzebę odbudowy zasobu środków trwałych wskazuje niska bieżąca stopa inwestycji, której towarzyszy najwyższy od 2008 r. poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw (raportowany zarówno w badaniach NBP, jak i GUS). Ożywienie gospodarcze przyczyniło się przy tym do

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i zbiorowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

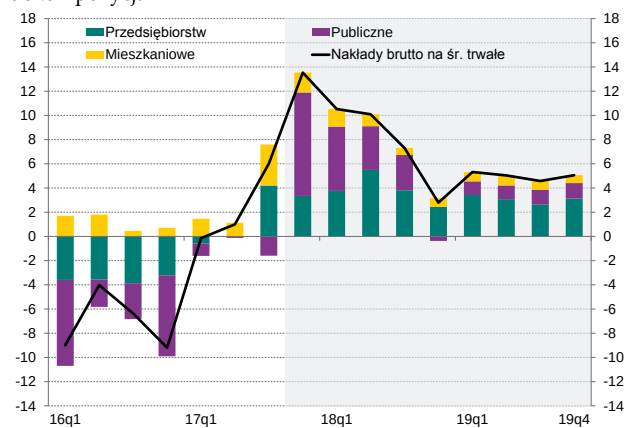
⁴⁶ Koniunktura konsumencka. Wrzesień 2017 r., GUS, wrzesień 2017 r.

⁴⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

wyraźnej poprawy prognoz dotyczących popytu, zamówień i produkcji formułowanych przez przedsiębiorstwa⁴⁸. Optymistyczne nastroje wśród firm odzwierciedlone są również w rosnących odczytach badań koniunktury GUS w przemyśle, budownictwie i handlu⁴⁹. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem lub w ramach *leasingu* ułatwia historycznie niski poziom stóp procentowych, choć nadal głównym źródłem finansowania inwestycji przedsiębiorstw pozostają środki własne⁵⁰. Wobec tych korzystnych uwarunkowań przedsiębiorstwa raportują w badaniach ankietowych NBP wzrost wydatków na środki trwałe⁵¹. Duża grupa badanych inwestorów planuje rozszerzenie skali już realizowanych projektów inwestycyjnych, wzrasta również skłonność do podejmowania nowych inwestycji.

Po silnych spadkach z 2016 r., w II kw. br. inwestycje publiczne zaczęły stopniowo rosnać, zgodnie z oczekiwaniami z poprzednich rund prognostycznych. Kształtowanie się tej kategorii wydatków jest dużo silniej niż w przypadku nakładów przedsiębiorstw powiązane z absorpcją funduszy z budżetu UE. Dane Ministerstwa Rozwoju o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych wskazują, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać dalszego wzrostu tempa wydatków majątkowych sektora finansów publicznych (Wykres 4.12)⁵². Przełoży się to na wysoką dynamikę inwestycji publicznych w II połowie br. i w 2018 r. W 2019 r. dynamika napływu transferów z UE będzie

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

⁴⁹ Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach, GUS, wrzesień 2017 r.

⁵⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r. Według wyników tych badań nowo rozpoczynane inwestycje najczęściej są finansowane z własnych środków (45,4% inwestorów), a niemal dwukrotnie rzadziej z wykorzystaniem kredytów bankowych (25,8%).

⁵¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

⁵² Lista projektów realizowanych z funduszy europejskich w Polsce w latach 2014–2020, Ministerstwo Rozwoju, <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/projekty/lista-projektow/lista-projektow-realizowanych-z-funduszy-europejskich-w-polsce-w-latach-2014-2020/>.

w dalszym ciągu dodatnia, choć niższa niż w dwóch wcześniejszych latach. W konsekwencji tempo wzrostu inwestycji publicznych w ostatnim roku projekcji ulegnie obniżeniu.

Rynek mieszkaniowy znajduje się obecnie w fazie ekspansji, co znalazło odzwierciedlenie w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania, dla której 12-miesięczna średnia przekroczyła najwyższe wartości osiągnięte w poprzednim cyklu w latach 2008–2009. Rosnący popyt, inaczej niż w latach 2006–2008, jest przy tym równoważony odpowiednio wysoką podażą mieszkań ograniczającą wzrost cen, co wynika m.in. z poprawy efektywności funkcjonowania tego rynku. Bilansowaniu rynku mieszkaniowego sprzyja również to, że popyt nie jest generowany przez szybko rosnący kredyt, jak w poprzedniej fazie ekspansji, lecz w dużo większym stopniu poprzez angażowanie własnych środków finansowych gospodarstw domowych⁵³.

W horyzoncie projekcji inwestycje mieszkaniowe będą rosnać w tempie nieco szybszym niż dynamika PKB. Popyt gospodarstw domowych będzie generowany przez rosnące dochody do dyspozycji i niskie stopy procentowe stanowiące przestrzeń do zwiększenia finansowania zakupów nieruchomości kredytem. Skalę ożywienia na tym rynku zmniejszać będą wprowadzone lub planowane zmiany regulacyjne. Dotyczy to w szczególności obowiązujących obecnie bardziej restrykcyjnych zasad obrotu nieruchomościami Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa, w tym gruntami pod zabudowę deweloperską, wejścia w życie ustawy o kredycie hipotecznym wprowadzającej dodatkowe wymogi proceduralne przy udzielaniu kredytów oraz zakończenia w 2018 r. obowiązywania programu „Mieszkanie dla Młodych”. Jednocześnie

⁵³ Dane dla siedmiu największych miast Polski wskazują, że 63% wartości zakupionych w nich mieszkań opłacanych jest ze środków własnych. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2017 r.*, NBP, wrzesień 2017 r.

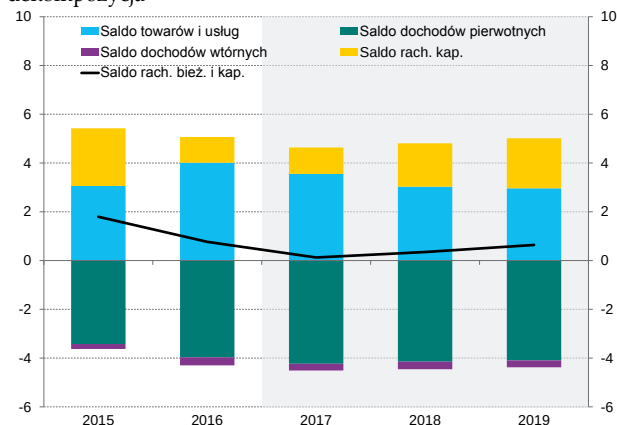
uchwalona w lipcu 2017 r. *Ustawa o Krajowym Zasobie Nieruchomości*, która wprowadza system tanich mieszkań do wynajmu w ramach programu „Mieszkanie Plus” oraz projekt Indywidualnych Kont Mieszkaniowych są programami o odległym horyzoncie oddziaływania i w horyzoncie projekcji nie będą miały istotnego wpływu na segment deweloperski.

W projekcji przyjęto, że dynamika spożycia publicznego do końca 2018 r. utrzyma się na poziomie niższym niż oczekiwane tempo wzrostu PKB. Założenie to wynika z zapisów *Ustawy budżetowej na rok 2017* oraz projektu *Ustawy budżetowej na rok 2018*, które przewidują relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz wydatków na dotacje celowe finansujące wydatki bieżące innych jednostek sektora. W szczególności, *Ustawa budżetowa na rok 2018* przewiduje kontynuację zamrożenia funduszu płac części pracowników sektora publicznego. Ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczania wydatków sektora finansów publicznych w 2019 r., przyjęto tempo wzrostu tych wydatków spójne z neutralną polityką fiskalną. Oznacza to przyspieszenie dynamiki spożycia publicznego w ostatnim roku projekcji.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W 2017 r. w ślad za obniżeniem się salda obrotów handlowych oczekiwany jest spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego do 0,1% PKB (Wykres 4.14). Pogorszenie się salda obrotów towarowych i usług będzie wynikać z relatywnie wysokiej dynamiki importu (Wykres 4.15), która wiąże się z wyraźnym wzrostem spożycia indywidualnego oraz stopniowo rosnącym popytem inwestycyjnym w polskiej gospodarce. Dodatkowo negatywny wpływ na saldo towarowe w br. będzie mieć wzrost cen

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



Źródło: obliczenia NBP.

importowanych surowców energetycznych (Wykres 4.16). Pomimo tych zmian, saldo obrotów handlowych pozostanie w 2017 r. na wysokim, dodatnim poziomie i w dużym stopniu będzie równoważyć ujemne saldo dochodów pierwotnych z inwestycji bezpośrednich oraz portfelowych. Wyższe dochody inwestorów zagranicznych w porównaniu do dochodów polskich inwestorów wynikają zarówno z większej wartości zainwestowanego przez nich kapitału, jak i jego wyższej dochodowości.

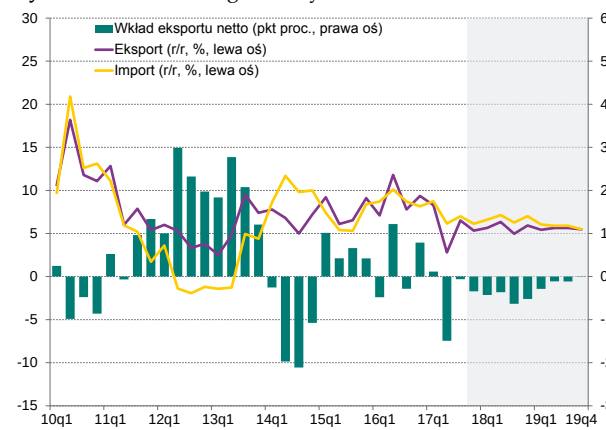
W kierunku pogorszenia się salda rachunku bieżącego i kapitałowego w br. oddziaływać będą również rosnące wynagrodzenia imigrantów pracujących krótkookresowo w Polsce ujęte w dochodach pierwotnych po stronie rozchodów związane ze zwiększonym napływem obywateli Ukrainy na terytorium Polski. Skala spadku salda rachunku bieżącego i kapitałowego w 2017 r. będzie częściowo neutralizowana nadwyżką na rachunku kapitałowym, na którym ujmowane są transfery unijne o charakterze inwestycyjnym.

W latach 2018–2019 oczekuje się, że nadwyżka na rachunku kapitałowym będzie rosła wraz ze wzrostem wykorzystania środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014–2020. Uwzględniając jednocześnie spowolnienie tempa wzrostu popytu krajowego, które przełoży się na wyhamowanie wzrostu importu i zatrzymanie spadkowej tendencji nadwyżki w handlu towarami i usługami, w horyzoncie projekcji oczekiwana jest ponowna poprawa relacji łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego do PKB.

Produkt potencjalny

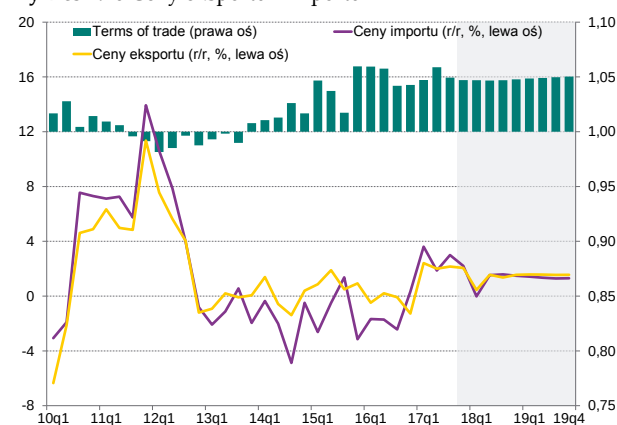
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji nieznacznie przyspieszy, ale pozostanie na poziomie zbliżonym do 3% r/r, istotnie niższym w porównaniu do wartości

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

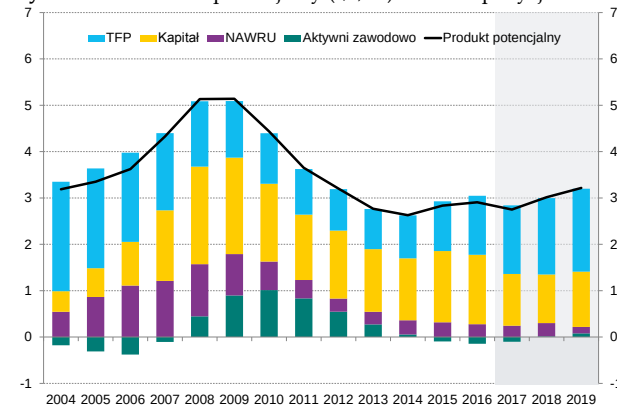
sprzed wybuchu światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.17).

W horyzoncie projekcji w większym stopniu niż w latach ubiegłych dynamikę potencjału gospodarczego Polski będzie podnosić wzrost łącznej wydajności czynników produkcji (TFP), spadnie natomiast rola przyrostu akumulacji kapitału produkcyjnego. Pozytywnie na prognozę tempa wzrostu produktu potencjalnego, podobnie jak na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat, będzie wpływać dalszy spadek bezrobocia równowagi NAWRU, ale ulegnie on wyhamowaniu (Wykres 4.17; Wykres 4.18).

Proces konwergencji realnej polskiej gospodarki dokonywał się w ostatnich dwudziestu latach w znaczącej części poprzez wzrost łącznej wydajności czynników produkcji. Polska charakteryzowała się w tym okresie jednym z najwyższych wkładów TFP do wzrostu PKB wśród krajów Unii Europejskiej. Choć w najbliższych latach w Polsce oczekuje się zwiększenia dynamiki TFP, to jednak do końca horyzontu projekcji nie powróci ona do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego. Stopniowo wyczerpują się bowiem możliwości wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji związane z dalszą poprawą alokacji czynników wytwórczych, a także importem technologii w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych⁵⁴.

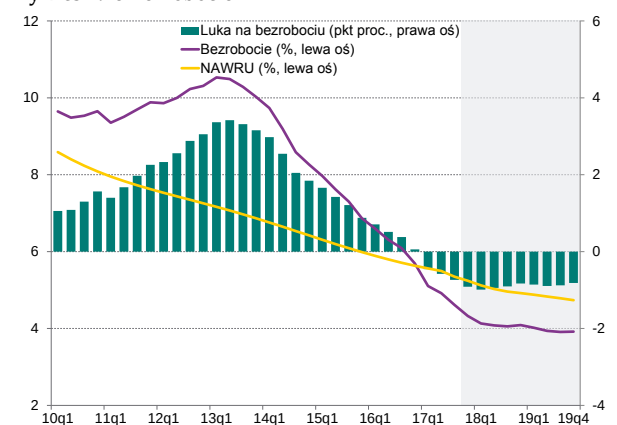
W kierunku wzrostu produktu potencjalnego oddziaływać będzie również rosnący poziom kapitału produkcyjnego. Jednak ze względu na obniżenie stopy inwestycji w następstwie znaczącego ograniczenia wydatków inwestycyjnych sektora publicznego i przedsiębiorstw w 2016 r. tempo wzrostu środków trwałych w horyzoncie projekcji będzie niższe niż w poprzednich latach.

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Bezrobocie



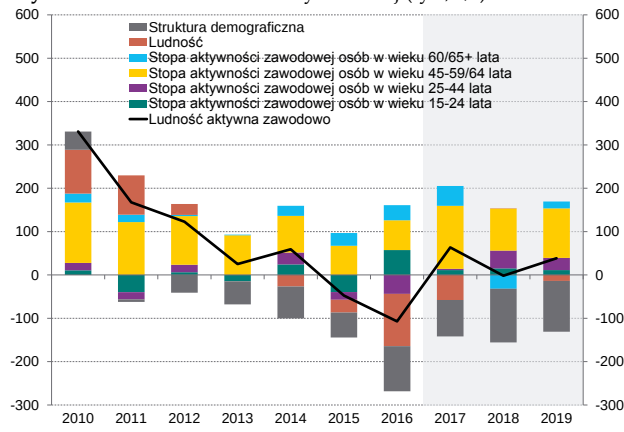
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁴ Potencjał innowacyjny gospodarki: uwarunkowania, determinanty, perspektywy, NBP, maj 2016 r.

Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie ograniczany przez kontynuację negatywnych procesów demograficznych zachodzących w kraju – starzenia oraz zmniejszenia się ludności Polski (BAEL). Potwierdzeniem tych tendencji jest malejąca liczebność roczników wchodzących na rynek pracy oraz wzrost udziału osób w wieku poprodukcyjnym⁵⁵. Ujemny wpływ zmian demograficznych będzie w znacznej części łagodzony przez zachęcającą do aktywizacji zawodowej koniunkturę na rynku pracy (Wykres 4.19). Efekt ten dotyczyć będzie w szczególności osób w wieku przedemerytalnym (50–59/64 lat), których aktywność zawodowa jest wciąż wyraźnie niższa niż w krajach Europy Zachodniej. Jednocześnie na skutek obniżenia wieku emerytalnego od 1 października 2017 r., współczynnik aktywności zawodowej w najstarszej grupie wiekowej prawdopodobnie zmniejszy się względem poziomów obserwowanych w latach 2016–2017.

Pozytywnie na podaż pracy wpływa również obecność na krajowym rynku pracy imigrantów, w głównej mierze obywateli Ukrainy. Jednocześnie, ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce⁵⁶, są oni w jedynie niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W konsekwencji w modelu NECMOD imigranci z Ukrainy wpływają pozytywnie na produktywność polskiej gospodarki poprzez wzrost łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) oraz spadek stopy bezrobocia równowagi, a w dużo mniejszym zakresie zwiększają nakład czynnika pracy.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

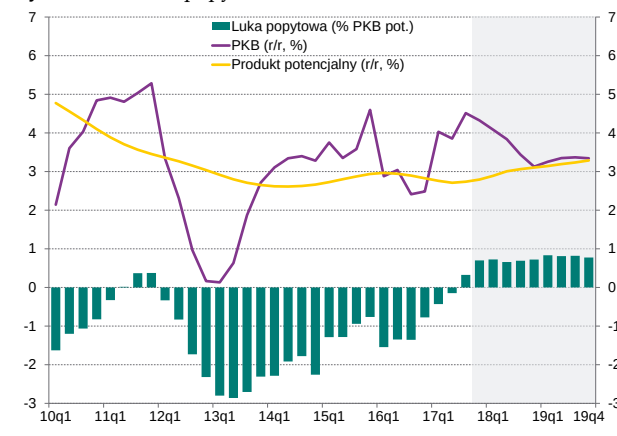
⁵⁵ W modelu NECMOD wyróżnia się cztery grupy wiekowe. Określenie „osoby w wieku poprodukcyjnym” odnosi się do najstarszej grupy, obejmującej kobiety w wieku 60 lat i więcej oraz mężczyzn po ukończeniu 65. roku życia. Granice dla tej grupy wiekowej nie zmieniają się wraz ze zmianami wieku emerytalnego.

⁵⁶ Do ludności rezydującej (rezydentów) Polski zalicza się osoby, które przebywają lub zamierzają przebywać w kraju co najmniej 12 miesięcy, w tym imigrantów, którzy przybyli do Polski na okres co najmniej 12 miesięcy.

Luka popytowa

Zgodnie z bieżącą projekcją w III kw. 2017 r. nastąpiło domknięcie ujemnej od 2012 r. luki popytowej. Przyczyniło się do tego oddziaływanie impulsu fiskalnego związanego z wypłatą świadczeń rodzinnych w ramach programu „Rodzina 500 plus” oraz zakończenie okresu spadku inwestycji wraz z ponownym wzrostem napływu funduszy kapitałowych UE. W kolejnych latach luka popytowa wzrośnie i będzie się kształtować na dodatnim poziomie, ale nieprzekraczającym 1% produktu potencjalnego (Wykres 4.20). Przyrost zdolności produkcyjnych będzie tym samym następował z opóźnieniem w stosunku do wzrostu PKB. Niemniej jednak relatywnie niski poziom luki popytowej wskazuje na umiarkowane zwiększenie presji popytowej w skali całej gospodarki w najbliższych latach, a poprawa koniunktury stopniowo, choć w ograniczony sposób, przekładać się będzie na wzrost stopy inflacji CPI.

Wykres 4.20 Luka popytowa

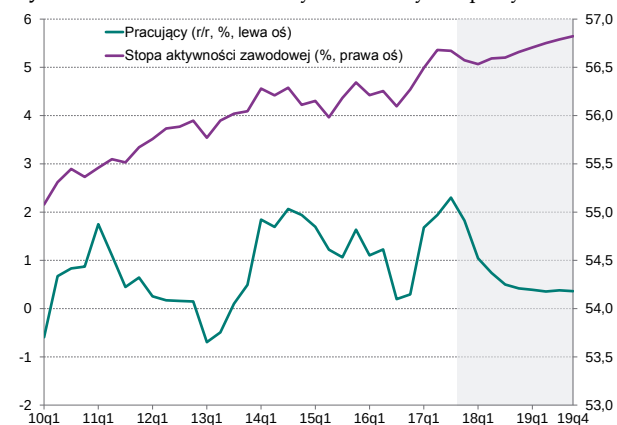


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Rynek pracy

Po wysokim wzroście liczby pracujących w I połowie 2017 r. w horyzoncie projekcji oczekuje się wyhamowywania dynamiki zatrudnienia (Wykres 4.21). Wprowadzenie uwarunkowania popytu na pracę pozostają korzystne, na co wskazuje m.in. najwyższy od 2007 r. wskaźnik prognoz zatrudnienia przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP⁵⁷, ale ograniczeniem dla wzrostu liczby pracujących będzie w coraz większym stopniu podaż pracowników. Zasób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę, jest niewielki, co odzwierciedla rekordowo niska i malejąca stopa bezrobocia BAEL (Wykres 4.18; Wykres 4.22). W konsekwencji narastają trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem odpowiednich pracowników, które deklaruje już połowa

Wykres 4.21 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

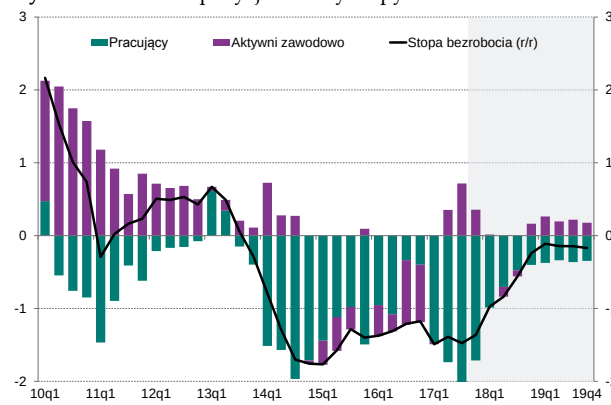
ankietowanych firm⁵⁸, choć skala zjawiska jest w części łagodzona przez napływ imigrantów z Ukrainy. Oznaką tej tendencji jest również rosnąca liczba wakatów. Dostosowanie warunków popytowych i podażyowych na rynku pracy będzie się zatem dokonywać przede wszystkim przez wyższą intensywność wykorzystania tego czynnika produkcji czemu będzie sprzyjać wzrost nakładów na środki trwałe zwiększający techniczne uzbrojenie pracy.

Obniżające się bezrobocie, wysoka liczba ofert pracy oraz malejące prawdopodobieństwo utraty pracy przyczynią się w horyzoncie projekcji do dalszego przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń (Wykres 4.23). Wzrost płac będzie również wspierać rosnąca wydajność pracy. Z drugiej strony jedynie 9% firm deklaruje, że trudności z pozyskaniem pracowników są dla nich barierą do rozwoju⁵⁹, co może wpływać ograniczająco na skalę przyszłych podwyżek. Dodatkowo nasilającą się presję płacową w gospodarce łagodzi obecność imigrantów z Ukrainy, którzy posiadają mniejsze możliwości wywierania nacisków płacowych na pracodawcę. Scenariusz projekcyjny przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń potwierdzają wyniki badań ankietowych NBP wskazujące na wzrost odsetka firm, które prognozują zwiększenie płac, wyższy udział pracowników, których te podwyżki obejmą, jak również planowane zwiększenie wysokości samych podwyżek⁶⁰.

Kurs walutowy

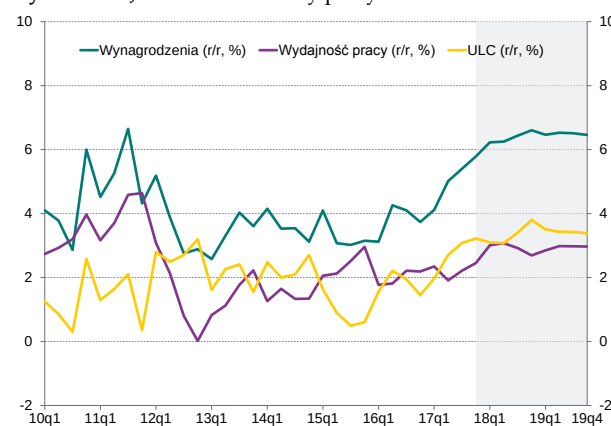
Bieżący poziom kursu złotego znajduje się poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych, na co wskazuje m.in. kształtowanie się w 2017 r. nadal na dodatnim poziomie salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. Nie stanowi on też bariery dla

Wykres 4.22 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

⁵⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

⁶⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

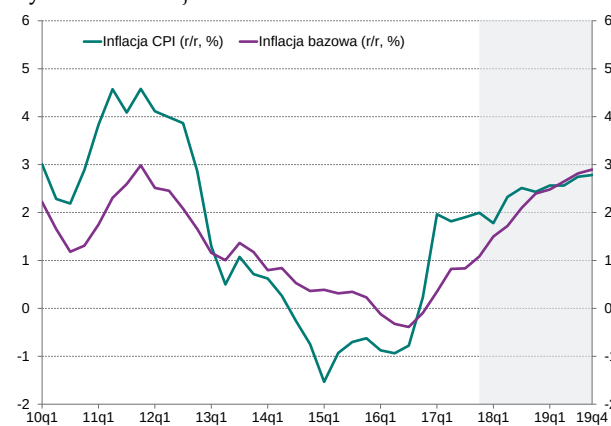
działalności eksportowej polskich przedsiębiorstw⁶¹. W horyzoncie projekcji oczekuje się, że efektywny kurs złotego będzie się nieznacznie umacniał, zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Przemawia za tym rosnący napływ transferów UE oraz wysoka nadwyżka handlowa przekładające się na utrzymanie w latach 2018–2019 dodatniego salda rachunku bieżącego i kapitałowego. W kierunku aprecjacji krajowej waluty oddziałuje także kontynuacja procesu realnej konwergencji polskiej gospodarki odzwierciedlona w szybszym wzroście produktu potencjalnego w kraju niż u głównych partnerów handlowych Polski. Skalę oczekiwanego umocnienia złotego ogranicza natomiast w części malejący dysparytet stóp procentowych. Wynika to z prognozowanych stopniowych, niewielkich podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, przy przyjętym jednocześnie założeniu o braku zmian polityki pieniężnej NBP. Ze względu na oczekiwane osłabienie dolara względem euro w horyzoncie projekcji złoty będzie relatywnie silniej umacniał się w stosunku do waluty amerykańskiej niż wspólnej waluty europejskiej.

Komponenty inflacji CPI

Wskaźnik inflacji CPI w bieżącej rundzie progностycznej będzie stopniowo rosnąć i w 2019 r. ukształtuje się nieznacznie powyżej 2,5%. Na taki przebieg ścieżki indeksu cen konsumenta składa się z jednej strony przyspieszenie wzrostu inflacji bazowej, z drugiej natomiast wygasanie czynników o charakterze przejściowym, które podwyższały inflację cen energii i żywności w 2017 r. (Wykres 4.24).

Wzrost inflacji bazowej w horyzoncie projekcji będzie następował w wyniku oddziaływania rosnącej presji kosztowej i popytowej w polskiej gospodarce (Wykres 4.24). Problemy

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

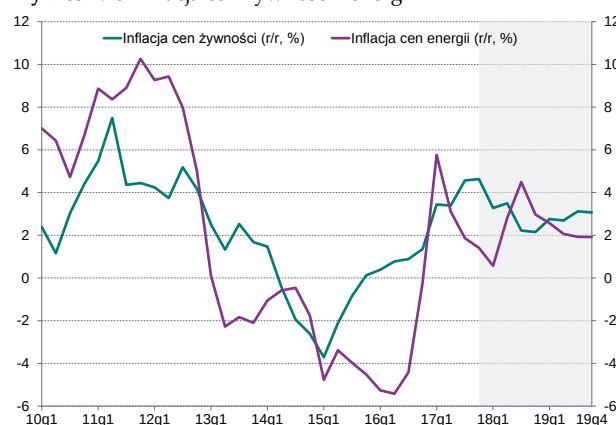
⁶¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2017 r.

przedsiębiorstw z pozyskaniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników związane z niedostateczną podażą wolnej siły roboczej będą się przekładać na dynamikę wynagrodzeń przewyższającą wzrost wydajności pracy. W konsekwencji dynamika jednostkowych kosztów pracy przyspieszy i w latach 2018–2019 przekroczy poziom 3% r/r (Wykres 4.23). W kierunku wyższej inflacji bazowej oddziaływać będzie również narastająca presja popytowa, choć wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się w ostatnich latach⁶².

Wpływ czynników krajowych na inflację CPI łagodzić będzie utrzymujące się w horyzoncie projekcji niskie tempo wzrostu cen importu wynikające z ograniczonej dynamiki cen w strefie euro oraz aprecjacji złotego. Wzrost kosztów przedsiębiorstw ograniczać będzie ponadto prognozowane stopniowe obniżenie się od przyszłego roku indeksu cen surowców energetycznych na rynkach światowych połączone z deprecjacją dolara, w której to walucie surowce te są kwotowane.

W I połowie 2017 r. inflacja cen energii ukształtowała się na podwyższonym poziomie ze względu na niską bazę cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ubiegłym roku. Efekt ten w kolejnych kwartałach będzie wygasał, co w połączeniu ze spadkiem od przyszłego roku cen surowców energetycznych wyrażonych w złotych przyczyni się do obniżenia dynamiki cen energii w latach 2018–2019 (Wykres 4.25). Inflację cen energii w 2018 r. będzie ponadto ograniczał przewidywany spadek cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych związany z prawdopodobnym zakończeniem do końca br. negocjacji PGNiG z Gazpromem w kwestii obniżenia hurtowych cen gazu.

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶² 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.

Inflacja cen żywności, która w I połowie br. wyraźnie przyspieszyła w wyniku wzrostu cen hurtowych warzyw oraz cen surowców rolnych na rynkach światowych utrzyma się na podwyższonym poziomie do końca br. (Wykres 4.25). Wskazują na to rosnące koszty produkcji związane z niższą dostępnością niektórych surowców i produktów rolnych (m.in. masła, mleka, owoców). Na wzrost cen żywności w br. wpływa także wysoki popyt ze strony gospodarstw domowych. W latach 2018–2019 wpływ czynników podwyższających inflację cen żywności wygaśnie i ulegnie ona obniżeniu. Sprzyjać temu będzie silna konkurencja na tym rynku oraz relatywnie niskie ceny energii wpływające na koszty produkcji rolnej. Dodatkowo w kierunku ograniczenia wzrostu cen żywności w najbliższych kwartałach będzie oddziaływać uwolnienie od paździenika br. rynku cukru od systemu kwotowania produkcji. Prognozowany w horyzoncie projekcji powolny wzrost notowań cen surowców rolnych na rynkach światowych będzie przy tym w znacznej mierze kompensowany przez oczekiwaną aprecjację kursu złotego względem euro.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od *cut-off date* projekcji lipcowej, przyczyniły się do podniesienia prognozy tempa wzrostu PKB w latach 2017–2018 oraz inflacji CPI w latach 2018–2019 (Tabela 4.2; Wykres 4.26; Wykres 4.28).

PKB

Rewizja w górę ścieżki wzrostu PKB w 2017 r. wynika głównie z wyższej od zakładanej w projekcji lipcowej dynamiki spożycia indywidualnego (Wykres 4.27). Złożył się na to wyższy od oczekiwań wzrost tej kategorii w II kw. br., a także korzystniejsze odczyty oraz

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2017	2018	2019
PKB (r/r, %)			
XI 2017	4,2	3,6	3,3
VII 2017	4,0	3,5	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2017	1,9	2,3	2,7
VII 2017	1,9	2,0	2,5

Źródło: obliczenia NBP.

perspektywy wzrostu wynagrodzeń i zatrudnienia w gospodarce poprawiające ocenę bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

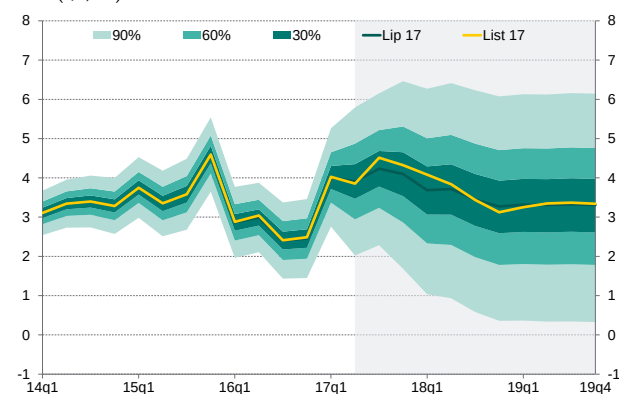
W 2017 r. zwiększono również szacunek udziału eksportu netto we wzroście gospodarczym ze względu na prawdopodobnie wyższe od oczekiwań saldo bilansu handlowego w II połowie br. Przesłanką dla tej korekty są pozytywne dane z bilansu płatniczego za lipiec i sierpień br.

Wpływ wyższego spożycia indywidualnego i eksportu netto na dynamikę PKB w krótkim horyzoncie projekcji został częściowo zniwelowany przez niższą prognozę spożycia zbiorowego. Złożył się na to zarówno wolniejszy od przyjętego w projekcji lipcowej wzrost wydatków bieżących sektora finansów publicznych w I połowie br., jak i obniżona oczekiwana dynamika tych wydatków w II połowie br., na co wskazują sprawozdania miesięczne o wykonaniu budżetu państwa.

Szacunek PKB w 2017 r. obniża też niższa prognoza akumulacji będąca skutkiem rewizji w dół prognozy zapasów w II połowie br. Przemawiają za tym wyniki *Szybkiego Monitoringu* NBP wskazujące na możliwy niższy od oczekiwań wzrost zapasów produktów gotowych. Ścieżka nakładów brutto na środki trwałe nie została przy tym zrewidowana. Niższa dynamika inwestycji publicznych oraz przedsiębiorstw, towarzysząca niższej od oczekiwań absorpcji funduszy strukturalnych UE, jest bowiem kompensowana wyższymi inwestycjami mieszkaniowymi.

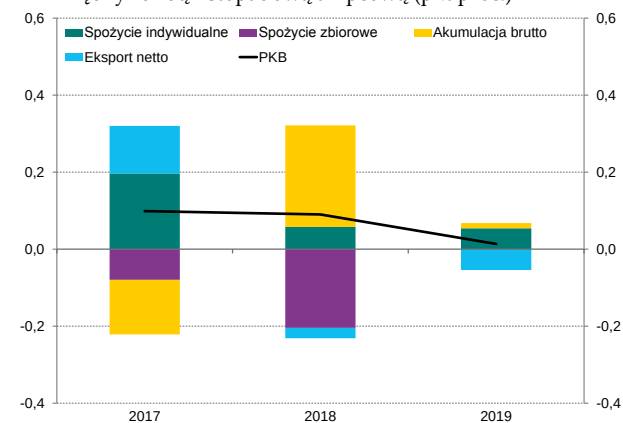
Zgodnie z wynikami bieżącej projekcji w 2018 r. dynamika inwestycji ukształtuje się na poziomie wyższym względem wcześniejszych oczekiwań. Przyczyni się do tego szybszy wzrost nakładów publicznych na skutek przesunięcia realizacji części projektów współfinansowanych przez

Wykres 4.26 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

środki UE z 2017 r. na 2018 r. W tym samym kierunku oddziałuje także wyższa dynamika inwestycji mieszkaniowych będąca konsekwencją korzystniejszej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Poniżej wcześniejszych oczekiwań będzie się natomiast kształtować spożycie zbiorowe. Korekta ta w największym stopniu wynika z przyjęcia w bieżącej rundzie progностycznej założenia o utrzymaniu zamrożenia płac w części administracji publicznej w 2018 r., na co wskazują zapisy projektu *Ustawy budżetowej na rok 2018*.

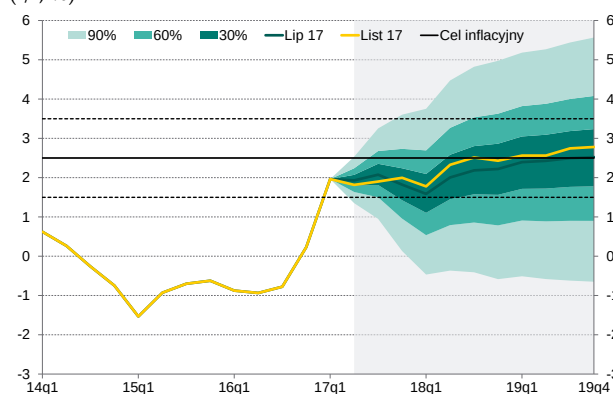
Inflacja

W 2017 r. na skutek niższej od wcześniejszych założeń oczekiwanej dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz usług transportowych niewielkiej rewizji w dół uległa prognoza inflacji bazowej (Wykres 4.29). Wpływ tej korekty na dynamikę indeksu cen konsumenta jest kompensowany przez nieco wyższą inflację cen żywności i energii. Krajowe ceny energii podnoszą wyższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, przy czym ich oddziaływanie jest w części ograniczane przez umocnienie złotego względem dolara amerykańskiego. Presję inflacyjną na krajowym rynku żywności zwiększa natomiast niższa dostępność niektórych surowców i produktów rolnych, m.in. masła i mleka.

Zgodnie z założeniami bieżącej projekcji dynamika cen surowców energetycznych utrzyma się na poziomie wyższym od założeń projekcji lipcowej także w 2018 r. Przekłada się to na rewizję w górę w tym horyzoncie prognoz krajowych cen paliw, opału oraz rachunków za gaz ziemny.

W niewielkim stopniu do podwyższenia ścieżki inflacji w 2018 r. przyczynia się również wyższa dynamika cen żywności związana z rosnącymi

Wykres 4.28 Projektja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

kosztami produkcji rolnej oraz zwiększonym popytem ze strony gospodarstw domowych.

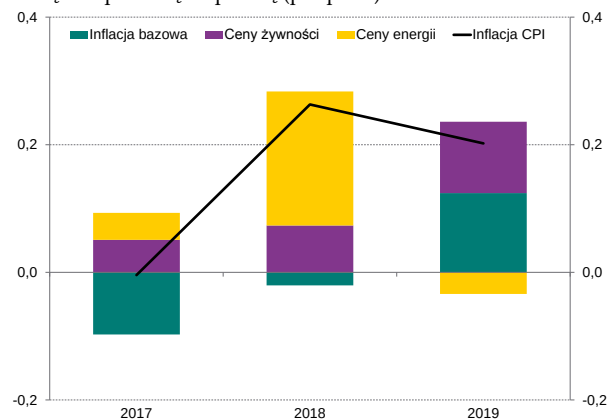
Korekta w górę dynamiki inflacji CPI w 2019 r. wynika w największym stopniu z wyższego od oczekiwań przebiegu ścieżki inflacji bazowej. Ma to związek z prognozowanym wyraźniejszym niż w poprzedniej projekcji wzrostem presji kosztowej oraz popytowej w gospodarce przekładającym się z opóźnieniem na ceny towarów i usług bazowych.

Na podwyższenie prognozy inflacji CPI w 2019 r. wpływa także wyższa dynamika krajowych cen żywności. Jest ona związana z nieco szybszym w tym okresie wzrostem cen surowców rolnych na rynkach światowych, na co wskazują notowania kontraktów terminowych, w oparciu o które formułowane są prognozy tej kategorii.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji listopadowej, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1; Wykres 4.2). Bilans jej czynników wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i dynamiki PKB (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchylen od celu inflacyjnego NBP (1,5%–3,5%) stopniowo obniża się z obecnego wysokiego poziomu do 43% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji listopadowej przedstawiono poniżej.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5–3,5%)
17q4	0,08	0,92	1,00	0,50	0,92
18q1	0,34	0,85	0,99	0,50	0,65
18q2	0,21	0,56	0,87	0,50	0,66
18q3	0,20	0,49	0,78	0,50	0,58
18q4	0,25	0,51	0,77	0,49	0,52
19q1	0,24	0,48	0,72	0,49	0,49
19q2	0,25	0,48	0,71	0,49	0,46
19q3	0,22	0,43	0,67	0,49	0,44
19q4	0,22	0,43	0,65	0,49	0,43

Źródło: obliczenia NBP.

Poprawa globalnej koniunktury

Szybszy niż w projekcji listopadowej wzrost PKB w Polsce wiązać się może z silniejszym ożywieniem za granicą, w tym w szczególności w Stanach Zjednoczonych. Scenariusz ten zakłada, że pozytywny wpływ polityki gospodarczej prezydenta Donalda Trumpa na koniunkturę w tym kraju byłby większy niż wskazują na to przyjęte w projekcji szacunki.

Reformy amerykańskiej administracji zakładają w szczególności zmiany podatkowe mające na celu zmniejszenie obciążeń fiskalnych zarówno gospodarstw domowych, jak również przedsiębiorstw. Zmiany te mogą silniej niż w scenariuszu bazowym wpłynąć na poprawę nastrojów gospodarstw domowych oraz przedsiębiorców, wspierając dalsze wzrosty wycen akcji oraz szybsze zwiększenie konsumpcji i wydatków inwestycyjnych. Perspektywy wyższej od przyjętej w projekcji aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz lepszej koniunktury na amerykańskich giełdach wiązać się mogą również z planowanym zwiększeniem wydatków infrastrukturalnych oraz zapowiadanymi zmianami prawa regulującego funkcjonowanie m.in. sektora bankowego.

Szybszy wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych wpłynąłby na przyspieszenie eksportu ze strefy euro, najważniejszego partnera handlowego Polski. Oddziaływałoby to w kierunku szybszego wzrostu inwestycji firm w unii walutowej, które od dłuższego czasu wstrzymują decyzje o powiększeniu kapitału produkcyjnego. W dalszym horyzoncie projekcji wyższe tempo wzrostu PKB w strefie euro wynikać może również z silniejszej poprawy konkurencyjności ich gospodarek w wyniku reform strukturalnych wprowadzanych w części krajów członkowskich.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Ukształtowanie się tempa wzrostu PKB w Polsce na poziomie niższym niż w głównym scenariuszu projekcyjnym mogłoby nastąpić gdyby realizacja czynników niepewności o charakterze ekonomicznym oraz zmiany geopolityczne doprowadziły do osłabienia globalnej koniunktury.

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji listopadowej jest aktywność gospodarcza w największej gospodarce świata – w Stanach Zjednoczonych. Oczekiwania względem administracji prezydenta Donalda Trumpa dotyczące planowanych działań wspierających gospodarkę, takich jak luzowanie fiskalne i zmiany deregulacyjne, przyczyniły się do wyraźnej poprawy nastrojów podmiotów gospodarczych w tym kraju odzwierciedlonych m.in. w rosnących silniej niż zyski firm indeksach giełdowych. W przypadku pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorców spowodowanego mniejszym zakresem faktycznie wprowadzonych reform lub opóźnieniem ich wdrażania oraz korekty na rynku akcji przyszłe tempo wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych uległoby obniżeniu w stosunku do założeń bazowych.

Niepewność co do perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki wiąże się dodatkowo z koniunkturą w strefie euro. Czynnikiem ryzyka pozostaje stabilność systemu finansowego w tej gospodarce w związku z wydłużonym okresem bardzo niskich stóp procentowych oraz wysokim udziałem kredytów zagrożonych w bilansach części banków. W kierunku niższej dynamiki PKB w strefie euro może oddziaływać również pogorszenie nastrojów przedsiębiorców i konsumentów w wyniku przedłużającego się okresu

niepewności dotyczącej warunków opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej. Czynniki ryzyka dla niższej aktywności gospodarczej w strefie euro powiązane są także z obserwowanymi obecnie tendencjami dezintegracyjnymi w części krajów członkowskich oraz z przyszłorocznymi wyborami we Włoszech.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki wynikać może również z rozwoju programu militarnego Korei Północnej. Ekspert z zakresu stosunków międzynarodowych wskazują, że rozpoczęcie działań zbrojnych na Półwyspie Koreańskim jest obecnie mało prawdopodobne, ale w przypadku ich wystąpienia koniunktura na świecie uległaby wyraźnemu pogorszeniu. Konflikt militarny spowodowałby bowiem istotne zakłócenia w wymianie handlowej, gdyż Korea Południowa jest jednym z najważniejszych producentów dóbr pośrednich wykorzystywanych w globalnych łańcuchach produkcji. Jednocześnie na osłabienie aktywności gospodarczej na świecie wpłynąłby znaczący wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych oraz pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw.

Podaż pracy w Polsce

Przyszły zasób siły roboczej w Polsce stanowi największe wewnętrzne źródło ryzyka dla scenariusza centralnego bieżącej projekcji. Wynika ono z trudności w ocenie skali dezaktywacji zawodowej osób, które uzyskają uprawnienia emerytalne zgodnie z obowiązującą ustawą obniżającą wiek emerytalny. W projekcji listopadowej przyjęto, że korzystna koniunktura na rynku pracy skutkująca wysoką liczbą wakatów skłoni większość z osób dotychczas aktywnych zawodowo do pozostania na rynku pracy, ale szacunki te obarczone są dużą niepewnością. Również trudno ocenić w jakim stopniu obserwowane obecnie pozytywne

zmiany strukturalne na rynku pracy prowadzące do wzrostu aktywności zawodowej osób w grupie wiekowej 45–59/64 lat będą w horyzoncie projekcji kontynuowane.

Inny czynnik ryzyka dla podaży pracy w Polsce dotyczy utrzymywania się w horyzoncie projekcji wzrostu liczby zatrudnionych migrantów z Ukrainy. Trudno ocenić skutki, jakie dla rynku pracy będą miały obowiązujące od 11 czerwca br. regulacje umożliwiające ruch bezwizowy w Unii Europejskiej dla obywateli tego kraju. W szczególności nie można wykluczyć, że część emigrantów z Ukrainy zdecyduje się na podjęcie pracy w państwach, które złagodziły wobec nich restrykcyjną dotychczas politykę wizową i migracyjną.

Realizacja powyższych czynników ryzyka skutkująca niższą podażą pracy prowadziłaby do spowolnienia w horyzoncie projekcji tempa wzrostu gospodarczego, ograniczając przestrzeń do zwiększania produkcji krajowej w reakcji na rosnący popyt konsumpcyjny i inwestycyjny.

Czynnikiem oddziałującym w przeciwnym kierunku, a więc potencjalnie zwiększającym wielkość zasobu pracy w Polsce, mogą być migracje powrotne Polaków z Wielkiej Brytanii na skutek braku możliwości przedłużenia pobytu w obliczu planowanego wystąpienia tego kraju z Unii Europejskiej. Utrudnienia w dostępie obcokrajowców do brytyjskiego rynku pracy mogą również skłaniać Polaków do wstrzymywania się z planowanymi wyjazdami.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Kolejnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji są zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Czynnikiem ryzyka dla założonej prognozy cen ropy naftowej jest wpływ zakłóceń w pozyskaniu tego surowca w Iraku w związku

ze wzrostem napięć po referendum niepodległościowym w Kurdystanie. Jednocześnie nadal nieokreślone pozostają założenia polityki podaźowej organizacji OPEC po wygaśnięciu 31 marca 2018 r. obecnie obowiązujących ograniczeń produkcji ropy naftowej. Na niepewność dotyczącą przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen tego surowca składają się także czynniki o charakterze popytowym związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej, w szczególności w azjatyckich krajach wschodzących.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2015	2016	2017	2018	2019
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,9	-0,6	1,9	2,3	2,7
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,3	-0,2	0,7	1,9	2,7
Ceny żywności (% r/r)	-1,6	0,8	4,0	2,8	2,9
Ceny energii (% r/r)	-4,2	-3,8	3,0	2,7	2,1
PKB (% r/r)	3,8	2,7	4,2	3,6	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	3,3	2,4	4,6	4,1	3,5
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,0	3,8	4,7	3,7	3,5
Spożycie publiczne (% r/r)	2,4	2,8	2,4	2,4	3,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	6,1	-7,9	5,8	7,6	5,0
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	0,6	0,3	-0,4	-0,5	-0,1
Eksport (% r/r)	7,7	9,0	6,0	5,7	5,5
Import (% r/r)	6,6	8,9	6,9	6,8	5,8
Wynagrodzenia (% r/r)	3,3	3,8	5,1	6,4	6,5
Pracujący (% r/r)	1,4	0,7	1,9	0,7	0,4
Stopa bezrobocia (%)	7,4	6,2	4,7	4,1	3,9
NAWRU (%)	6,1	5,8	5,4	5,0	4,8
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,6	56,6	56,8
Wydajność pracy (% r/r)	2,4	2,0	2,2	2,9	2,9
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	0,9	1,8	2,7	3,3	3,4
Produkt potencjalny (% r/r)	2,8	2,9	2,7	3,0	3,2
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,1	-1,3	0,1	0,7	0,8
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,88	0,90	0,92	0,89	0,92
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,51	0,50	0,64	0,64	0,61
Inflacja za granicą (% r/r)	1,5	1,0	1,3	1,4	1,7
PKB za granicą (% r/r)	2,0	1,8	2,1	1,9	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,8	0,8	0,1	0,3	0,6
WIBOR 3M (%)	1,75	1,70	1,73	1,73	1,73

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

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

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

■ Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 17 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki był nieobecny.

■ Data: 30 maja 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2017 z dnia 30 maja 2017 r. w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2016 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

E. Gatnar oraz R. Sura byli nieobecni.

■ Data: 4 lipca 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/DRF/2017 z dnia 4 lipca 2017 r. w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2017 i 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

■ Data: 19 września 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2017 z dnia 19 września 2017 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

www.nbp.pl

