

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2018 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 25 października 2018 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	12
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
Ramka 1: Zawierowania na rynkach finansowych w części gospodarek wschodzących	18
2. Gospodarka krajowa	21
2.1 Ceny dóbr i usług	21
Ramka 2: Zależności pomiędzy starzeniem się społeczeństwa a inflacją	23
2.2 Popyt i produkcja	27
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	32
2.4 Rynek pracy	33
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	35
2.6 Pieniądz i kredyt	37
2.7 Bilans płatniczy	39
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2018 r.	41
4. Projekcja inflacji i PKB	53
4.1 Synteza	54
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	56
4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020	60
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	69
4.5 Źródła niepewności projekcji	71
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie połowa maja – wrzesień 2018 r.	75

Synteza

W gospodarce światowej utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza, której sprzyja rosnący popyt konsumpcyjny, a w wielu gospodarkach również wzrost inwestycji. Niemniej w ostatnim okresie zwiększyło się zróżnicowanie wzrostu PKB między poszczególnymi grupami gospodarek. Choć koniunktura w największych gospodarkach rozwiniętych pozostała korzystna, w części gospodarek pojawiły się sygnały jej pogorszenia. Równocześnie spadek części wskaźników globalnej koniunktury, w tym obniżenie dynamiki światowego handlu towarami, wskazuje na możliwość nieznacznego spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w III kw. br.

W ostatnich miesiącach inflacja w gospodarce światowej wzrosła, co wynikało przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen energii i żywności, związanego z wyższymi cenami surowców na świecie. Równocześnie inflacja bazowa w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje na relatywnie niskim poziomie.

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, i zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. W efekcie krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego w strefie euro pozostają ujemne. Równocześnie, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, w październiku br. EBC zmniejszył skalę programu skupu aktywów z 30 do 15 mld EUR miesięcznie i planuje zakończenie zakupów netto z końcem br. Z kolei w Stanach Zjednoczonych kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2018 r. Fed trzykrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej, każdorazowo o 0,25 pkt proc. W rezultacie, po podwyżce we wrześniu br., przedział ten wynosi 2,00-2,25%.

W ostatnim okresie nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się. W Stanach Zjednoczonych wyraźnie spadły ceny akcji, na co wpłynęło pogorszenie się prognoz wyników finansowych wielu spółek oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych pod wpływem dalszego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed. Ceny akcji silnie obniżyły się również w strefie euro w warunkach podwyższonej niepewności politycznej. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości krajów tego obszaru walutowego pozostały na bardzo niskim poziomie w związku z utrzymywaniem łagodnej polityki pieniężnej przez EBC. Wyjątek stanowiły Włochy, gdzie rentowności obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosły pod wpływem czynników lokalnych. Z kolei na wielu pozaeuropejskich rynkach wschodzących ceny aktywów silnie spadły, choć w różnym stopniu w poszczególnych gospodarkach. Spadek ten był związany ze wzrostem niepewności co do perspektyw koniunktury w tych krajach oraz z dalszym wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, który w warunkach deprecjacji kursów walutowych przyczyniał się do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia denominowanego w dolarze.

W Polsce, mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac, dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. We wrześniu br. inflacja CPI wyniosła 1,9% r/r. Utrzymywaniu się umiarkowanej inflacji sprzyja stabilizacja wewnętrznej presji popytowej oraz umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski. Od publikacji poprzedniego

Raportu wzrosła natomiast dynamika cen energii ze względu na wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji przesunęły się w ostatnich miesiącach w kierunku wyższej dynamiki cen. Z kolei ekonomiści ankietowani przez NBP w dalszym ciągu spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP.

Tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie mimo jego prawdopodobnego obniżenia się w III kw. br. W II kw. br. tempo wzrostu PKB wyniosło 5,1% r/r i było zbliżone do obserwowanego w ostatnich kilku kwartałach. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, który jest wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. W kierunku wzrostu PKB oddziałuje również wzrost inwestycji, zwłaszcza publicznych – w tym współfinansowanych ze środków unijnych – oraz sektora dużych i średnich przedsiębiorstw. W II kw. br. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni, do czego przyczyniło się wyraźne przyspieszenie dynamiki eksportu, w tym głównie do strefy euro. W warunkach rosnącego popytu wewnętrznego wzrosła również dynamika importu.

Utrzymujący się wysoki wzrost popytu w gospodarce sprzyja dalszemu wzrostowi zatrudnienia, choć dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że w III kw. br. wzrost ten prawdopodobnie nieco spowolnił. Wzrost zatrudnienia oddziałuje w kierunku dalszego obniżania się stopy bezrobocia – do 3,7% w II kw. br. z 4,1% kwartał wcześniej (według BAEL, po uwzględnieniu wahań sezonowych). W warunkach umacniania się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych wynagrodzenia nominalne w gospodarce rosną szybciej niż w poprzednich latach, ale nie następuje ich dalsze przyspieszenie. Wyższej niż w poprzednich latach dynamice wynagrodzeń towarzyszy wysoka dynamika wydajności pracy. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania makroekonomiczne, Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. W ostatnich miesiącach oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych NBP nie zmieniły się istotnie i wskazują na stabilizację stóp procentowych w najbliższych kwartałach.

Rentowności obligacji skarbowych w Polsce pozostawały stabilne mimo podwyższonej zmienności cen aktywów w części gospodarek wschodzących. Wynikało to przede wszystkim z korzystnej oceny sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów i braku istotnych nierównowag makroekonomicznych, a także z oczekiwań dotyczących utrzymania stabilnych stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Równocześnie kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego – po osłabieniu się w I połowie br. – w ostatnich miesiącach ustabilizował się.

Dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce w III kw. br. wzrosła w porównaniu do poprzedniego kwartału. Podobnie jak we wcześniejszych okresach największy wkład do zmiany agregatu M3 miał wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych. Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytu dla sektora niefinansowego jest nieco niższa niż dynamika nominalnego PKB.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej potwierdzają wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki. Saldo na rachunku obrotów bieżących w II kw. 2018 r. wyniosło 0,0% PKB (w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco). Równocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w ostatnich kwartałach pozostawał stabilny, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB poprawiała 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 2018 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 21 listopada 2018 r., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie od połowy maja do września 2018 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym Raporcie zamieszczono dwie ramki: *Zawirowania na rynkach finansowych w części gospodarek wschodzących* oraz *Zależności pomiędzy starzeniem się społeczeństwa a inflacją*.

W rozdziale 4 Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 19 października 2018 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,7–1,9% w 2018 r. (wobec 1,5–2,1% w projekcji z lipca 2018 r.), 2,6–3,9% w 2019 r. (wobec 1,9–3,5%) oraz 1,9–3,9% w 2020 r. (wobec 1,7–3,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,4–5,2% w 2018 r. (wobec 4,0–5,2% w projekcji z lipca 2018 r.), 2,7–4,4% w 2019 r. (wobec 2,8–4,7%) oraz 2,3–4,2% w 2020 r. (wobec 2,4–4,3%).

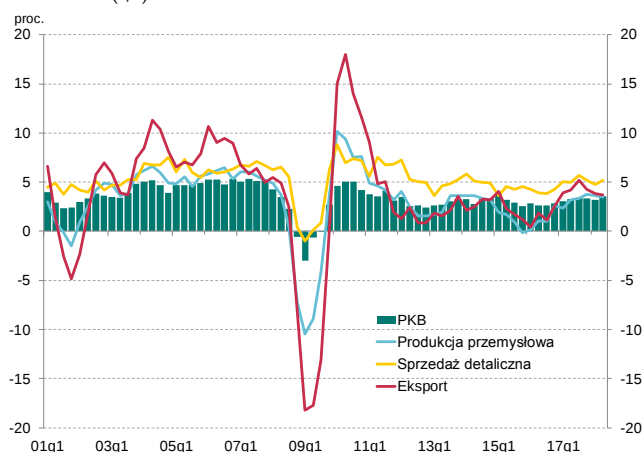
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza (Wykres 1.1), której sprzyja rosnący popyt konsumpcyjny, a w wielu gospodarkach również wzrost inwestycji. Niemniej w ostatnim okresie wzrosło jej zróżnicowanie między poszczególnymi grupami gospodarek. Choć koniunktura w największych gospodarkach rozwiniętych pozostała korzystna, w części gospodarek pojawiły się sygnały jej pogorszenia. Równocześnie, spadek części wskaźników globalnej koniunktury, w tym obniżenie dynamiki światowego handlu towarami, wskazuje na możliwość nieznacznego spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w III kw. br.

Choć koniunktura w strefie euro pozostaje korzystna, roczna dynamika PKB w tej gospodarce w II kw. br. nieco się obniżyła (wyniosła 2,2% r/r wobec 2,4% r/r w I kw. br.; Wykres 1.2), a napływające dane sygnalizują pewne jej osłabienie w ostatnich miesiącach¹. Najważniejszym źródłem wzrostu gospodarczego w II kw. pozostał popyt wewnętrzny, w szczególności konsumpcja prywatna, przy nieco większym niż w poprzednich kwartałach wkładzie nakładów inwestycyjnych do wzrostu PKB. Rosnącemu popytowi wewnętrznemu w strefie euro sprzyja relatywnie wysoki poziom optymizmu konsumentów i przedsiębiorców, rosnące zatrudnienie i przyspieszenie dynamiki płac oraz niskie stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego (por. rozdz. 1.4 *Polityka*

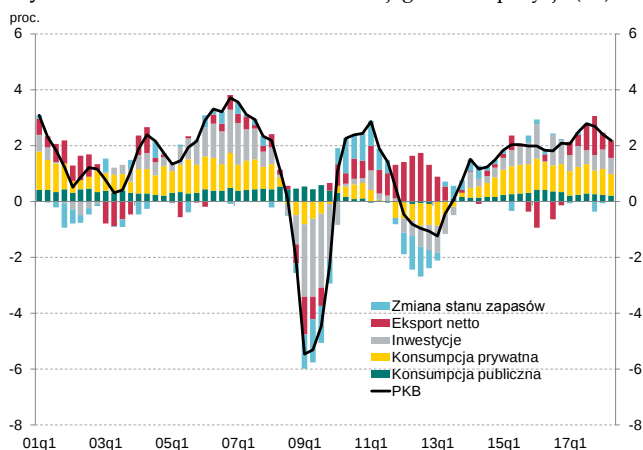
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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.

¹ W III kw. br. dynamika PKB w strefie euro wyniosła 1,7% r/r.

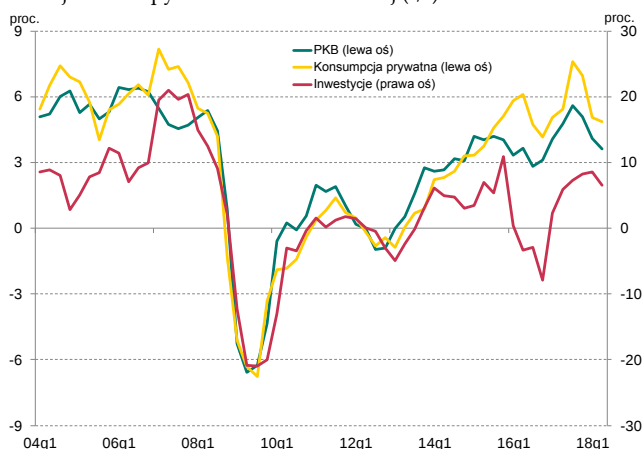
pieniężna za granicą). Równocześnie wkład eksportu netto do wzrostu pozostał w II kw. br. dodatni.

Również tempo wzrostu PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, mimo pewnego spowolnienia (ze średnio 4,1% r/r w I kw. br. do 3,6% r/r w II kw. br.), utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Głównym czynnikiem wspierającym koniunkturę w tych gospodarkach pozostawał popyt wewnętrzny (Wykres 1.3). Postępującemu wzrostowi konsumpcji, któremu sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy i wysoka dynamika płac, towarzyszyła stopniowa odbudowa popytu inwestycyjnego.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II kw. br. wzrosła do 2,9% r/r (z 2,6% w I kw. br.; Wykres 1.4)². Głównym źródłem jej przyspieszenia było nieznacznie szybsze tempo wzrostu konsumpcji prywatnej, któremu sprzyjało rosnące zatrudnienie i płace, a także zwiększający się – głównie wskutek wzrostu cen aktywów finansowych – majątek gospodarstw domowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych była wspierana przez dalszy wzrost inwestycji prywatnych, zwłaszcza przedsiębiorstw, którym sprzyjała reforma podatkowa, obejmująca m.in. obniżenie stawki podatku korporacyjnego. Przyspieszeniu inwestycji firm w II kw. br. towarzyszył również wyraźny wzrost rocznej dynamiki eksportu, częściowo związany z przejściowym silnym wzrostem eksportu niektórych produktów rolnych w reakcji na zapowiedziane zmiany w polityce handlowej Stanów Zjednoczonych i Chin.

W Wielkiej Brytanii dynamika PKB nieznacznie przyspieszyła w II kw. br., głównie wskutek nieco szybszego wzrostu popytu wewnętrznego. Głównym źródłem wzrostu PKB pozostała

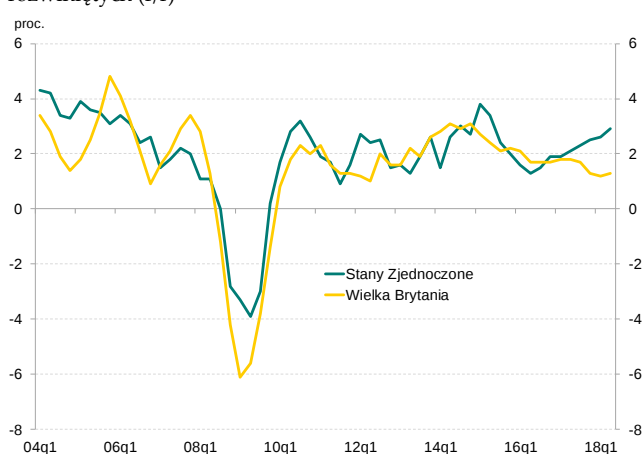
Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Bloomberg.

² W III kw. br. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych wyniosła 3,0% r/r.

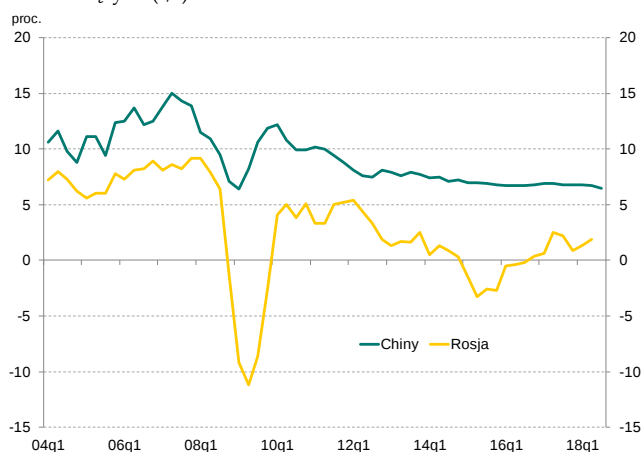
konsumpcja prywatna, choć jej dynamika była ograniczona ze względu na jedynie umiarkowany wzrost płac. Wzrost inwestycji dalej spowolniał w związku z podwyższoną niepewnością co do kształtu porozumienia w sprawie *Brexitu*. Równocześnie udział eksportu do krajów UE pozostał stabilny, co sugeruje że perspektywa *Brexitu* jak dotąd nie wywarła negatywnego wpływu na wymianę handlową z UE.

W Rosji wzrost gospodarczy w II kw. br. nieco przyspieszył (do 1,9% r/r z 1,3% w I kw. br.; Wykres 1.5). Można to wiązać przede wszystkim z odbywającymi się w tym okresie w Rosji mistrzostwami świata w piłce nożnej, jak również z wyższymi cenami ropy naftowej na rynkach światowych.

Natomiast w Chinach dynamika PKB dalej stopniowo się obniżała i w III kw. br. była najniższa od dziewięciu lat (wyniosła 6,5% r/r wobec 6,7 % r/r w II kw. br.), co wynikało głównie ze spowalniającego wzrostu inwestycji publicznych. Czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w Chinach pozostał natomiast wzrost popytu konsumpcyjnego. Również dynamika eksportu utrzymała się na relatywnie wysokim poziomie, zbliżonym do wartości odnotowanych w poprzednich kilku kwartałach.

Wyraźnie pogorszyła się natomiast koniunktura w części pozostałych gospodarek wschodzących, (zwłaszcza w Argentynie, RPA i Turcji), głównie ze względu na lokalne uwarunkowania gospodarcze i polityczne. W wielu z tych krajów spowolnienie wzrostu gospodarczego nastąpiło w warunkach zacieśnienia warunków finansowania, związanego ze wzrostem stóp procentowych i silną deprecjacją kursów walutowych względem dolara oraz wyraźnego przyspieszenia inflacji.

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



Źródło: dane Bloomberg.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

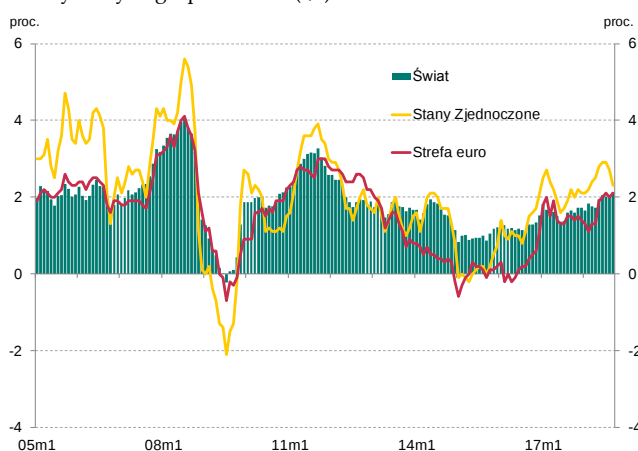
W ostatnich miesiącach inflacja w gospodarce światowej wzrosła, co wynikało przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen energii i żywności, związanego z wyższymi cenami surowców na świecie (Wykres 1.6; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Równocześnie inflacja bazowa w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie.

W strefie euro inflacja pozostaje zbliżona do poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (we wrześniu br. wyniosła 2,1% r/r). Obserwowany w 2018 r. wzrost inflacji nastąpił przede wszystkim wskutek wyraźnego przyspieszenia dynamiki cen energii. Natomiast inflacja bazowa, pomimo dobrej koniunktury, pozostaje niska (wyniosła 1,1% r/r we wrześniu br.), co można wiązać z wciąż umiarkowaną, choć stopniowo przyspieszającą, dynamiką płac. Czynnikiem ograniczającym inflację w tej gospodarce w ostatnich miesiącach była również wcześniejsza aprecjacja kursu euro.

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych pozostaje wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych, pomimo jej spadku w ostatnich miesiącach (wskaźnik CPI wyniósł we wrześniu 2,3% r/r). W kierunku wyższej inflacji oddziałuje trwające od kilku lat ożywienie gospodarcze, znajdujące odzwierciedlenie w bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach utrzymywała się na poziomie wyraźnie niższym od wieloletniej średniej, a dynamika płac przyspieszała. W tych warunkach inflacja bazowa od kilku kwartałów utrzymuje się powyżej 2% (we wrześniu br. wyniosła 2,2%).

W większości gospodarek w regionie Europy Środkowo-Wschodniej inflacja wzrastała w 2018 r. i pozostała wyższa niż w Polsce (Wykres 1.7). Wzrostowi inflacji sprzyjała relatywnie wysoka dynamika wzrostu wynagrodzeń, przekładająca

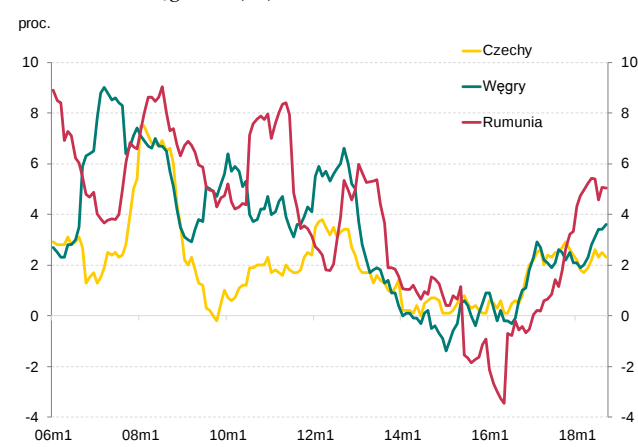
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB, ważona PKB. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Średnia roczna inflacja HICP po wyłączeniu cen żywności nieprzetworzonej oraz energii.

się na wzrost inflacji bazowej, a także wyższa dynamika cen energii, zwłaszcza paliw.

1.3 Światowe rynki surowców

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny większości surowców, w tym energetycznych i rolnych, wzrosły. W efekcie kształtują się one obecnie na wyższym poziomie niż przed rokiem.

Od początku br. ceny ropy naftowej Brent wzrosły o około 15%, przy czym w październiku wzrost ten wyhamował (Wykres 1.8). Dalszemu wzrostowi cen na rynkach światowych w ostatnim okresie sprzyjał utrzymujący się wysoki popyt na ten surowiec następujący w warunkach korzystnej sytuacji gospodarczej na świecie. W kierunku wyższych cen ropy oddziaływała także napięta sytuacja polityczna na Bliskim Wschodzie (związana z sankcjami gospodarczymi nałożonymi przez Stany Zjednoczone na Iran³ i konfliktami zbrojnymi w tym regionie), a także spadek wydobycia tego surowca w Wenezueli spowodowany kryzysem polityczno-gospodarczym oraz również amerykańskimi sankcjami gospodarczymi. Ograniczająco na dynamikę cen ropy naftowej wpływał natomiast wzrost obaw o dalsze kształtowanie się koniunktury na świecie, wzrost wydobycia ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych oraz decyzja Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową i niektórych innych eksporterów z czerwca br. o zwiększeniu limitów wydobycia.

Również ceny węgla kamiennego – pomimo ich pewnego spadku w ostatnim okresie – utrzymują się na poziomie wyższym niż przed rokiem (Wykres 1.9), czemu sprzyja wysoki popyt na to paliwo ze strony krajów azjatyckich i ograniczenie jego wydobycia w Chinach.

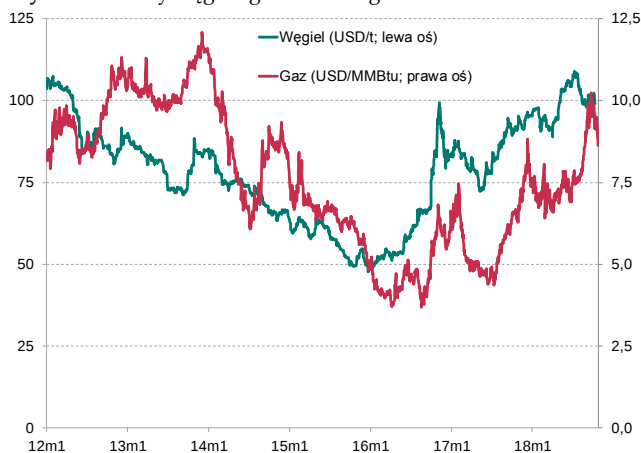
Z kolei ceny gazu ziemnego od publikacji poprzedniego *Raportu* silnie wzrosły, co wynikało

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent w dolarach amerykańskich



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Ceny węgla i gazu ziemnego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich 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).

³ Na początku listopada Stany Zjednoczone ogłosiły czasowe wyłączenie kilku państw z wchodzącego w życie zakazu importu ropy z Iranu, co oddziaływało w kierunku spadku cen tego surowca.

przede wszystkim z wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej oraz zmniejszonego wydobycia tego surowca w Norwegii. W tym samym kierunku oddziaływało także wyższe zapotrzebowanie na energię elektryczną w Europie związane z wyjątkowo wysokimi temperaturami w miesiącach letnich.

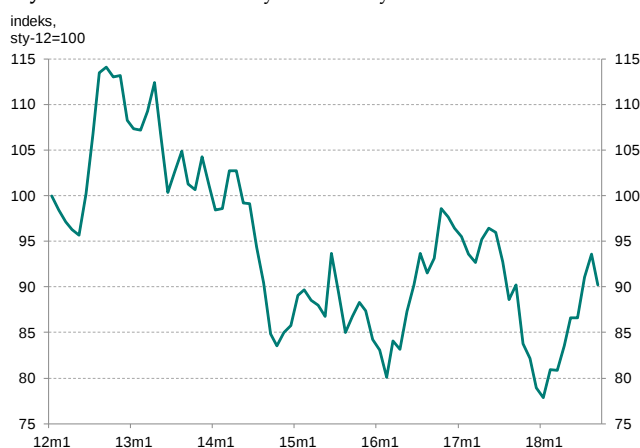
Natomiast dalszy wzrost cen na rynku surowców rolnych w ostatnich miesiącach (Wykres 1.10) związany był zarówno z korzystną koniunkturą gospodarczą na świecie, jak i z wyższymi cenami energii i kosztami produkcji oraz oczekiwaniami niższej podaży na głównych rynkach rolnych (m.in. na skutek suszy w wielu krajach).

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. W efekcie krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego w strefie euro pozostają ujemne. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w październiku br. EBC zmniejszył skalę programu skupu aktywów z 30 do 15 mld EUR miesięcznie i planuje zakończenie zakupów netto z końcem br. (Wykres 1.11). Jednocześnie EBC zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. W efekcie uczestnicy rynku nie oczekują zmian stóp w nadchodzących kwartałach (Wykres 1.12). Dodatkowo EBC deklaruje, że będzie reinwestował raty kapitałowe z papierów wartościowych zakupionych w ramach programu luzowania ilościowego jeszcze przez dłuższy czas po jego zakończeniu, co będzie przyczyniało się do utrzymania łagodnych warunków monetarnych w strefie euro.

Z kolei w Stanach Zjednoczonych kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2018 r. Fed trzykrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej, każdorazowo o 0,25 pkt proc. W rezultacie, po podwyżce we wrześniu br., przedział ten wynosi 2,00-2,25%. Mediana prognoz członków Komitetu Otwartego Rynku

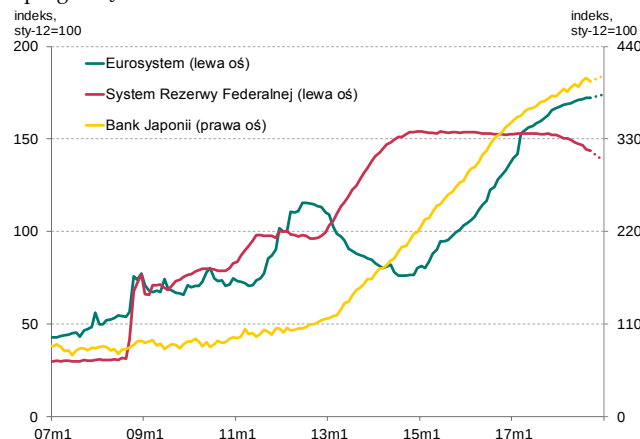
Wykres 1.10 Indeks cen artykułów rolnych



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.

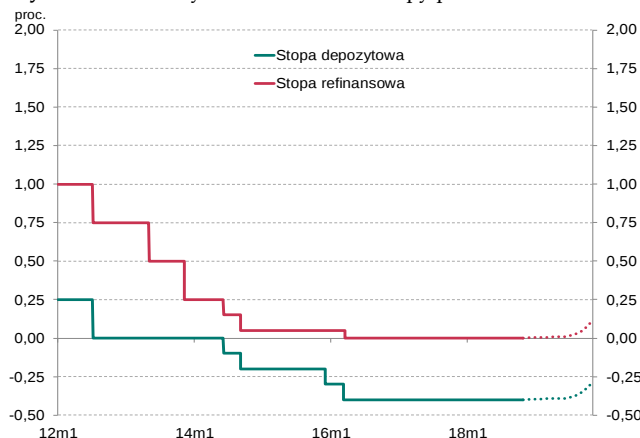
Wykres 1.11 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.12 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC



Źródło: dane Bloomberg.

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

(FOMC) z września br. wskazuje na jeszcze jedną podwyżkę stóp o 0,25 pkt proc. w 2018 r. i trzy podwyżki w 2019 r. (Wykres 1.13). Równolegle Fed stopniowo zmniejsza swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów, co dodatkowo oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych.

Stopy procentowe banków centralnych w pozostałych gospodarkach rozwiniętych w dalszym ciągu kształtują się na bardzo niskim – a w Japonii, Szwajcarii, Szwecji i Danii ujemnym – poziomie. Dodatkowo Bank Japonii kontynuuje program zakupu aktywów finansowych, a Bank Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. Natomiast w niektórych gospodarkach rozwiniętych (w Wielkiej Brytanii, Norwegii i Kanadzie) banki centralne w ostatnich miesiącach nieznacznie podniosły stopy procentowe.

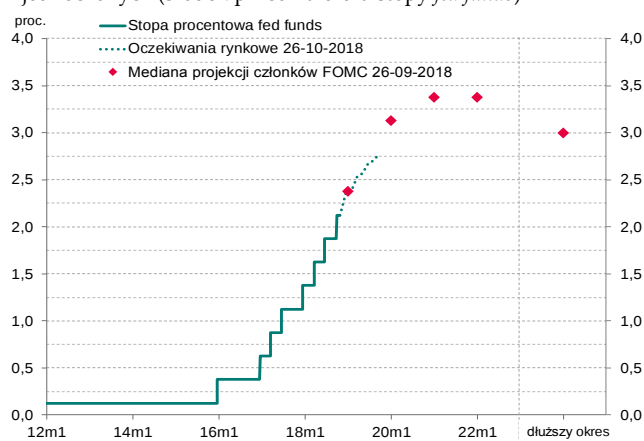
Ze względu na wzrost inflacji powyżej celu również banki centralne Czech i Rumunii podniosły stopy procentowe.

Jednocześnie banki centralne w części największych gospodarek wschodzących w ostatnich miesiącach podniosły stopy procentowe w reakcji na wyraźne osłabienie krajowych walut (przede wszystkim w Turcji i Argentynie, ale również m.in. w Indiach i Rosji; Wykres 1.14; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe* i Ramka 1 *Zawirowania na rynkach finansowych w części gospodarek wschodzących*).

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnim okresie nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się. W szczególności, w wielu gospodarkach spadły ceny akcji oraz wzrosły rentowności obligacji skarbowych, a waluty gospodarek wschodzących oraz euro osłabiły się względem dolara.

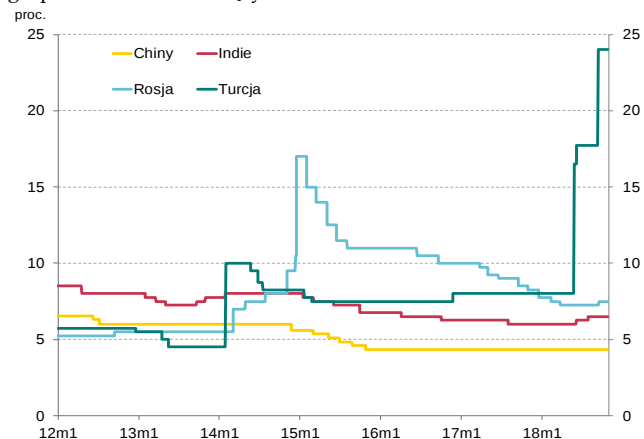
Wykres 1.13 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg i Fed.

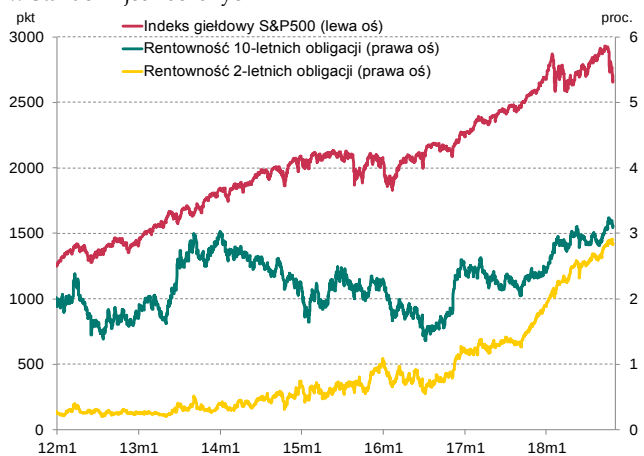
Oczekiwania rynkowe na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

Wykres 1.14 Stopy procentowe banków centralnych w wybranych gospodarkach wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.15 Ceny akcji i rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych



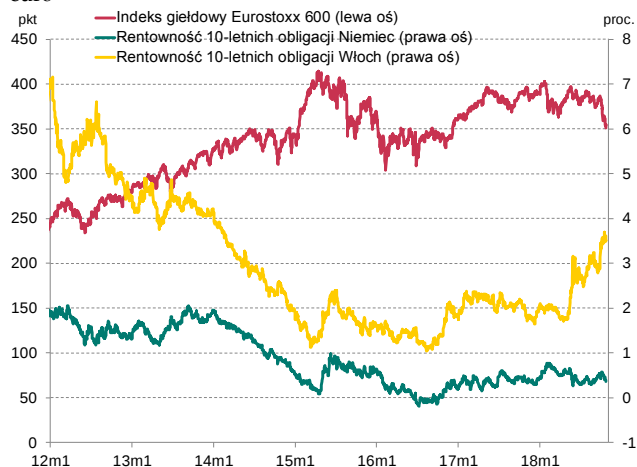
Źródło: dane Bloomberg.

Po wcześniejszym wzroście, ceny akcji w Stanach Zjednoczonych w październiku br. wyraźnie spadły (Wykres 1.15). Przyczynił się do tego wzrost rentowności obligacji skarbowych, następujący pod wpływem dalszego stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*)⁴, pogorszenie się prognoz wyników finansowych wielu spółek, a także wzrost niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się koniunktury na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

W ślad za spadkiem cen akcji w Stanach Zjednoczonych, ceny akcji w strefie euro silnie się obniżyły (Wykres 1.16). Niekorzystnie na ceny akcji w strefie euro oddziaływała dodatkowo podwyższona niepewność związana z sytuacją polityczną i perspektywami polityki fiskalnej we Włoszech oraz negocjacjami dotyczącymi *Brexitu*. Jednocześnie rentowności obligacji skarbowych w większości krajów tego obszaru walutowego pozostały na bardzo niskim poziomie w związku z utrzymywaniem łagodnej polityki pieniężnej przez EBC (rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wyniosła pod koniec października około 0,4%). Wyjątek stanowiły Włochy, gdzie rentowności obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosły pod wpływem czynników lokalnych, osiągając najwyższy poziom od początku 2014 r.⁵ Jednocześnie euro osłabiło się względem dolara (pod koniec października kurs EUR/USD wyniósł około 1,14; Wykres 1.17).

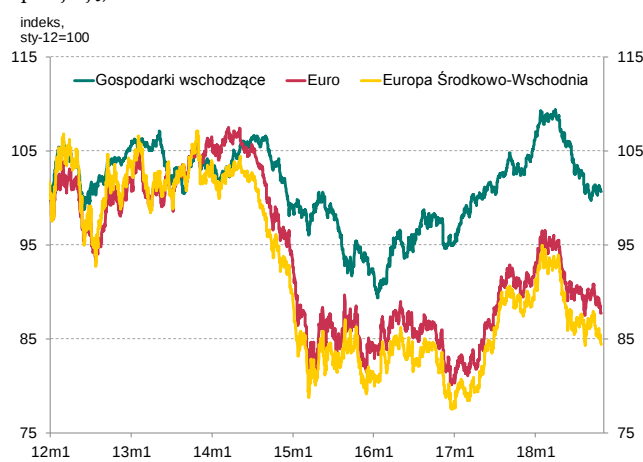
Z kolei w większości gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach

Wykres 1.16 Ceny akcji i rentowności obligacji skarbowych w strefie euro



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.17 Kurs euro oraz walut gospodarek wschodzących i Europy Środkowo-Wschodniej względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

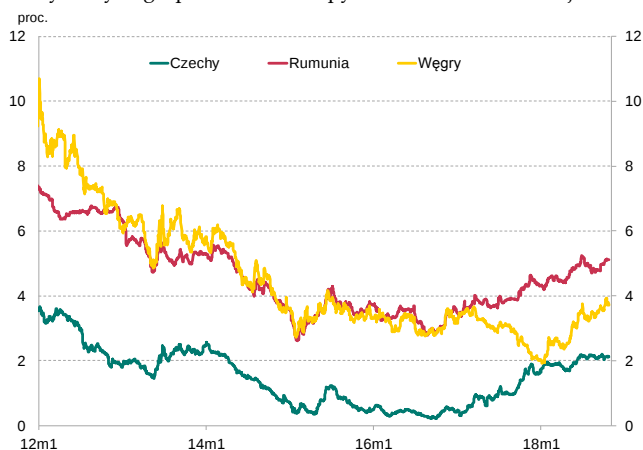
⁴ W połowie października rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych osiągnęła najwyższy poziom od siedmiu lat i pod koniec miesiąca ukształtowała się na poziomie około 3,1%. Silnie wzrosły także rentowności obligacji o krótszym terminie zapadalności, które są bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych Fed (rentowność 2-letnich obligacji sięgnęła 2,8%).

⁵ Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych we Włoszech zwiększyły się od początku maja br. o 1,7 pkt proc. do około 3,5%. Początkowo wzrost wynikał z nasilenia się niepewności w związku z problemami z uformowaniem rządu, które ostatecznie nastąpiło 1 czerwca. Pod koniec września rentowności znów zaczęły rosnąć pod wpływem sygnałów o planowanym zwiększeniu deficytu budżetowego przez nowy rząd wbrew zaleceniom Rady UE umotywowanym między innymi utrzymywaniem się bardzo wysokiego długu publicznego Włoch (131,8% PKB w 2017 r.).

rentowności obligacji skarbowych ustabilizowały się po wcześniejszym wzroście (Wykres 1.18). Rentowności 10-letnich obligacji Czech, Węgier i Rumunii wyniosły pod koniec października odpowiednio 2,1%, 3,7% i 5,1%. Jednocześnie kursy walut gospodarek regionu osłabiły się do dolara w ślad za deprecjacją euro względem tej waluty.

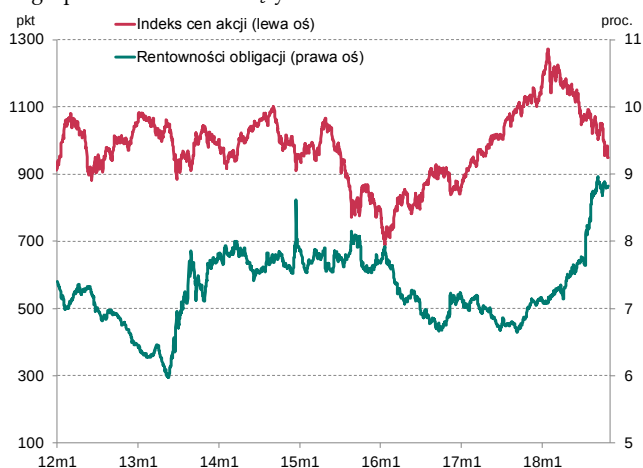
Na wielu pozaeuropejskich rynkach wschodzących ceny aktywów wyraźnie spadły (Wykres 1.19). Było to związane ze wzrostem niepewności co do perspektyw koniunktury w tych krajach między innymi ze względu na zmiany w polityce handlowej największych gospodarek. W kierunku spadku cen aktywów oddziaływał również dalszy wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, który – przy jednoczesnym osłabieniu kursów walut gospodarek wschodzących – przyczyniał się do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia denominowanego w dolarze. W tych warunkach ceny akcji w gospodarkach wschodzących spadły, a rentowności obligacji wzrosły, choć skala tych zmian w poszczególnych gospodarkach była wyraźnie zróżnicowana (por. Ramka 1 *Zawirowania na rynkach finansowych w części gospodarek wschodzących*).

Wykres 1.18 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w wybranych gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.19 Ceny akcji i rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach wschodzących



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

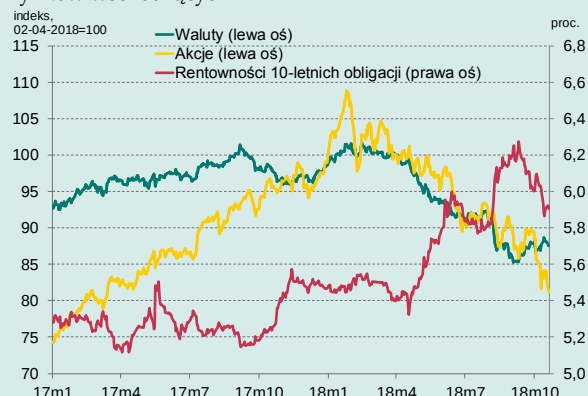
Indeks cen akcji – MSCI Emerging Markets Equity Index; rentowności obligacji – średnia rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Indiach, Rosji, Indonezji, Meksyku, Turcji, Tajlandii, Maleszji i na Filipinach, ważona PKB.

Ramka 1: Zawirowania na rynkach finansowych w części gospodarek wschodzących

W ostatnich miesiącach wystąpiły zawirowania na rynkach finansowych gospodarek wschodzących. Przejawiały się one odpływem kapitału z tych gospodarek, czemu towarzyszyło osłabienie się kursów walutowych, spadek cen akcji oraz wzrost rentowności obligacji skarbowych (Wykres R.1.1). Skala zaburzeń w poszczególnych gospodarkach była jednak zróżnicowana i zależała przede wszystkim od oddziaływania lokalnych czynników gospodarczych i politycznych. W niektórych gospodarkach ceny aktywów finansowych silnie spadły, natomiast w innych – charakteryzujących się niskimi nierównowagami makroekonomicznymi – pozostały relatywnie stabilne (Wykres R.1.2, Wykres R.1.3).

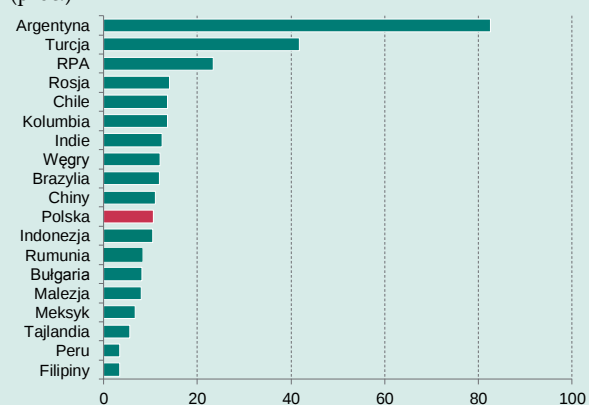
Zaburzenia na rynkach finansowych części gospodarek wschodzących nasiliły się na początku kwietnia br. Nastąpiły one wraz z ogłoszeniem nowych cel na chińskie produkty przez Stany Zjednoczone, co przyczyniło się do wzrostu niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. Równocześnie stopniowe podnoszenie stóp procentowych przez Fed oraz związana z tym aprecjacja dolara oddziaływała w kierunku zacieśnienia warunków finansowania oraz wzrostu kosztów obsługi zadłużenia w krajach o istotnym zadłużeniu denominowanym w dolarze.

Wykres R.1.1 Kurs walut, ceny akcji i rentowności obligacji rynków wschodzących



Źródło: dane Bloomberg i Bank Światowy, obliczenia NBP.
Waluty – indeks JP Morgan Rynki Wschodzące; wzrost oznacza aprecjację. Akcje – indeks MSCI Rynki Wschodzące. Rentowności obligacji – średnia ważona zadłużeniem publicznym dla 19 rynków wschodzących.

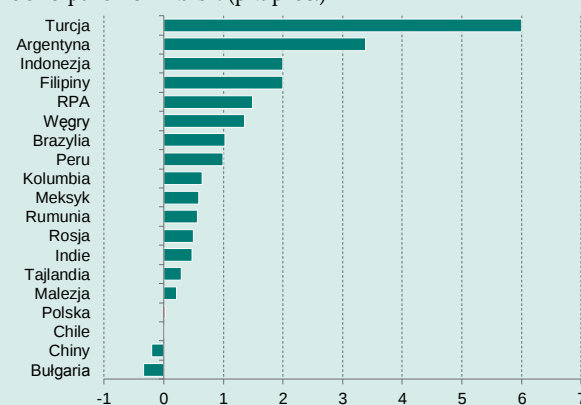
Wykres R.1.2 Deprecjacja walut rynków wschodzących względem dolara od początku kwietnia do 25 października br. (proc.)



Źródło: dane Bloomberg.

Deprecjacja oznacza wzrost kursu rozumianego jako cena dolara wyrażona w danej walucie.

Wykres R.1.3. Wzrost rentowności 10-letnich obligacji skarbowych na rynkach wschodzących od początku kwietnia do 25 października br. (pkt proc.)



Źródło: dane Bloomberg.

W przypadku Argentyny dane dotyczą obligacji denominowanych w dolarze.

Wobec tych uwarunkowań postrzegane przez inwestorów ryzyko lokowania kapitału w części gospodarek wschodzących wyraźnie wzrosło, prowadząc do odpływu kapitału. Szczególnie podatne były na to kraje charakteryzujące się wysokimi nierównowagami makroekonomicznymi (przejawiającymi się m.in. wysoką inflacją lub wysokim deficytem na rachunku obrotów bieżących), znaczną niepewnością co do perspektyw polityki fiskalnej i pieniężnej oraz podwyższonym ryzykiem politycznym.

Najsilniejszy spadek cen aktywów nastąpił w Argentynie i Turcji. Od kwietnia br. argentyńskie peso osłabiło się względem dolara o ponad 80%. Spadek zaufania inwestorów do argentyńskiej gospodarki nastąpił w warunkach wysokiej inflacji, problemów z refinansowaniem zadłużenia zagranicznego i związanej z nimi konieczności wystąpienia o pomoc finansową do Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W tym samym okresie turecka

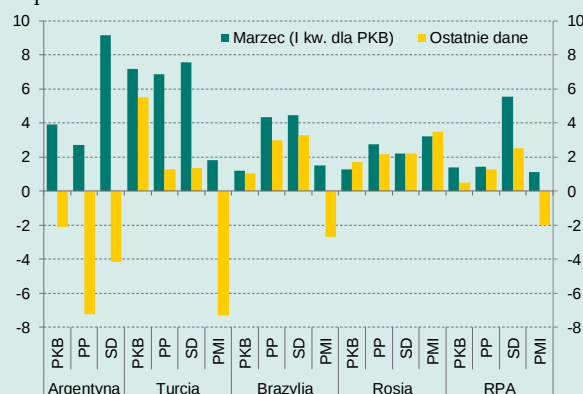
waluta osłabiła się względem dolara o ponad 40%, a rentowności tureckich 10-letnich obligacji wzrosły o 6 pkt proc. Odpływ kapitału z Turcji należy wiązać przede wszystkim ze wzrostem napięć politycznych⁶ oraz wysokimi nierównowagami zewnętrznymi (w tym wysokim deficytem na rachunku obrotów bieżących) i wewnętrznymi (w tym zwłaszcza trwale podwyższoną inflacją). Ceny aktywów wyraźnie obniżyły się również w części innych gospodarek wschodzących, przede wszystkim w Brazylii, RPA i Rosji, choć ich spadek był tam dużo mniejszy⁷. W reakcji na odpływ kapitału i deprecjację kursów walutowych banki centralne niektórych gospodarek wschodzących podniosły stopy procentowe⁸.

Opisywane zaburzenia na rynkach finansowych przyczyniły się do istotnego pogorszenia koniunktury w tych gospodarkach. Zacieśnienie warunków finansowania, deprecjacja walut oraz przyspieszenie inflacji przyczyniło się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych. Pogorszenie koniunktury nastąpiło przede wszystkim w Argentynie (gdzie dynamika PKB w II kw. br. była ujemna) i Turcji (Wykres R.1.4). Wpływ pogorszenia koniunktury w tych dwóch krajach na globalną aktywność gospodarczą jest jednak ograniczony ze względu na relatywnie niewielki ich udział w światowym PKB (1,8%) i światowym imporcie (1,7%). Można szacować, że spowolnienie wzrostu PKB w tych krajach obniżyło światowe PKB w II kw. br. o około 0,09%⁹. Choć od września br. sytuacja na rynkach finansowych gospodarek wschodzących nieco się ustabilizowała, ewentualna eskalacja napięć w tych gospodarkach w przyszłości, w przypadku gdy towarzyszyć jej będzie efekt zarażania pozostałych dużych gospodarek wschodzących, może jednak stanowić czynnik ryzyka dla wzrostu PKB na świecie.

Polska pozostała odporna na zaburzenia na rynkach finansowych. Rentowności obligacji i ceny akcji w Polsce nie zmieniły się istotnie od kwietnia br., a osłabienie złotego względem dolara (o 10,7%) wynikało przede wszystkim z deprecjacji euro, z którym kurs złotego jest silnie związany (kurs złotego względem euro od kwietnia br. osłabił się jedynie o 2,5%). Niemniej zaangażowanie nierezydentów na rynku krajowych obligacji skarbowych zmniejszyło się od początku kwietnia br. (z 203 mld zł do 188 mld zł na koniec sierpnia).

Odporności polskiej gospodarki na zaburzenia na rynkach finansowych sprzyjały korzystne dane dotyczące koniunktury, przy braku nierównowag makroekonomicznych (o czym świadczy zbliżone do zera saldo na rachunku obrotów bieżących, umiarkowana inflacja i tempo wzrostu kredytu oraz dobra sytuacja sektora finansów publicznych, w tym obniżający się deficyt; Tabela R.1.1) i stabilnych stopach procentowych. Równocześnie bezpośrednie powiązania Polski z gospodarkami najbardziej dotkniętymi odpływem kapitału są

Wykres R.1.4 Wskaźniki koniunktury gospodarczej w wybranych gospodarkach wschodzących przed odpływem kapitału i obecnie



Źródło: dane Bloomberg i OECD.

PP – produkcja przemysłowa, SD – sprzedaż detaliczna. Dla PKB, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej roczna dynamika w procentach; dla PMI odległość w punktach od wartości 50 oznaczającej stagnację. Ostatnie dane: PKB za II kw., PMI, produkcja przemysłowa w Argentynie i Rosji oraz sprzedaż detaliczna w Rosji za wrzesień, pozostałe dane za sierpień. Dla Turcji PMI w przemyśle, dla Brazylii, Rosji i RPA PMI composite.

⁶ Napięcia polityczne w Turcji wynikały z nałożenia na Turcję sankcji przez Stany Zjednoczone oraz niepewności co do dalszej polityki prezydenta Erdoğan po wygranych wyborach prezydenckich, w tym co do niezależności banku centralnego w przyszłości.

⁷ W Brazylii negatywnie na kurs walutowy i rentowności obligacji oddziaływała niepewność dotycząca wyników wyborów prezydenckich. W Rosji natomiast deprecjację kursu można wiązać z wprowadzeniem sankcji amerykańskich.

⁸ W szczególności Bank Turcji podniósł stopy procentowe z 12,75% do 27%, a Bank Argentyny z 27,25% do 72%.

⁹ Szacunek ten uwzględnia zarówno bezpośredni wpływ spowolnienia wzrostu gospodarczego w tych krajach na światowe PKB, jak i pośredni wpływ na inne gospodarki wynikający ze spadku popytu na import.

niewielkie. Wśród gospodarek najsilniej dotkniętych zaburzeniami na rynkach finansowych istotnymi partnerami handlowymi Polski są jedynie Rosja i Turcja, a ich udział w polskim eksporcie wynosi odpowiednio 3% i 1,6%.

Tabela R.1.1 Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w grupie gospodarek wschodzących (kraje zostały uszeregowane zgodnie ze skalą deprecjacji ich walut od kwietnia br.).

Kraj	Inflacja (% r/r)	Saldo na rachunku obrotów bieżących (% PKB)	Rezerwy walutowe (% PKB)	Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	Dług sektora finansów publicznych (% PKB)
Argentyna	25,6	-4,8	8,6	-6,5	59,4
Turcja	10,2	-5,6	12,7	-2,3	31,2
RPA	3,8	-2,5	14,5	-4,5	54,5
Rosja	2,4	2,2	28,3	-1,5	15,2
Brazylia	2,7	-0,5	18,2	-7,8	84,5
Indie	4,3	-1,5	16,0	-6,9	69,2
Chile	1,8	-1,5	13,6	-2,7	24,7
Kolumbia	3,1	-3,4	15,2	-3,1	48,3
Indonezja	3,4	-1,7	12,6	-2,5	29,4
Węgry	2,0	2,7	16,7	-2,1	78,3
Chiny	2,1	1,3	26,9	-4,0	47,8
Polska	1,3	0,3	21,6	-1,4	50,6
Malezja	1,3	3,0	32,6	-2,9	51,4
Rumunia	5,0	-3,4	21,5	-2,8	36,8
Bulgaria	2,2	4,6	51,0	0,9	23,9
Tajlandia	0,8	10,6	44,5	-0,6	32,8
Filipiny	4,3	-0,8	26,0	-0,3	39,9
Meksyk	5,0	-1,7	15,3	-1,1	35,5
Peru	0,4	-1,3	29,6	-3,1	25,4

Źródło: dane Banku Światowego, Bloomberg, MFW, Eurostat, BIS i MF, obliczenia NBP.

Odcieniami koloru czerwonego zaznaczono wartości wskaźników wyróżniających się negatywnie na tle analizowanej grupy krajów (tj. przyjmujących wartość powyżej średniej dla inflacji i długu sektora finansów publicznych oraz poniżej średniej dla salda na rachunku obrotów bieżących, rezerw walutowych i salda sektora finansów publicznych) i które tym samym mogły oddziaływać w kierunku zwiększenia skali deprecjacji walut. W analogiczny sposób, odcieniami koloru zielonego oznaczono wartości wskaźników, które wyróżniają się pozytywnie na tle grupy i zwiększały odporność gospodarek na zaburzenia na rynkach finansowych. Intensywność koloru czerwonego/zielonego zależy od odległości wartości danej zmiennej od jej średniej, mierzonej w odchyleniach standardowych (im dalej dana wartość leży od średniej, tym intensywniejszy kolor).

Dane o inflacji za marzec 2018 r., zadłużeniu sektora finansów publicznych, saldzie na rachunku obrotów bieżących, rezerwach walutowych i saldzie sektora finansów publicznych za 2017 r.

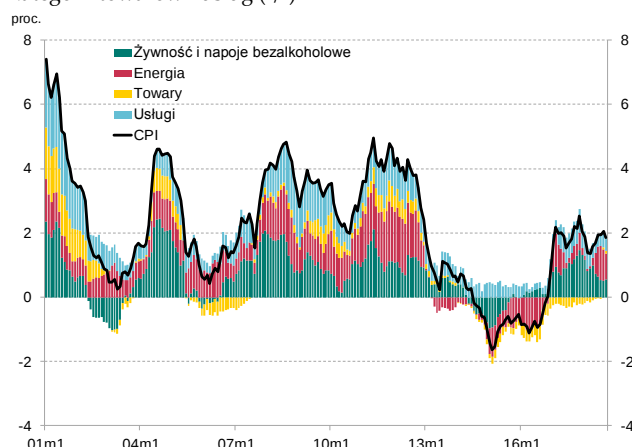
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce pozostaje umiarkowana (we wrześniu br. inflacja CPI wyniosła 1,9% r/r; Wykres 2.1). Sprzyja temu stabilizacja wewnętrznej presji popytowej (Wykres 2.3) oraz umiarkowana – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski¹⁰. Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosła natomiast dynamika cen energii ze względu na wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Z kolei roczna dynamika cen żywności obniżyła się.

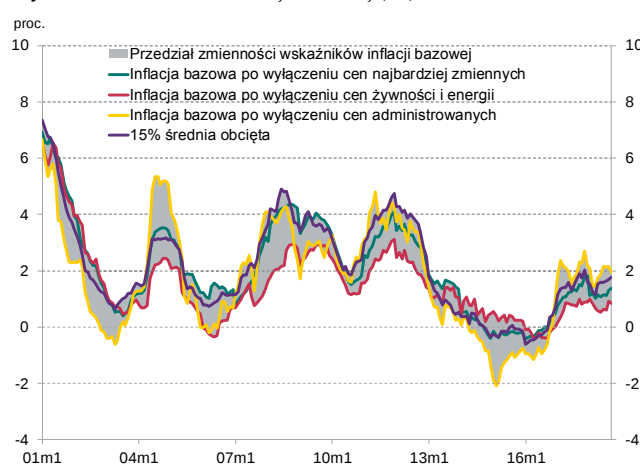
Inflacja bazowa – choć nieznacznie wzrosła w ostatnich miesiącach – jest nadal niska (Wykres 2.2). W szczególności wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w dalszym ciągu kształtuje się poniżej 1% r/r. Przyczynia się do tego utrzymywanie się niskiej dynamiki cen towarów nieżywnościowych (0,3% r/r we wrześniu)¹¹, przy umiarkowanej dynamice cen usług (1,4% r/r we wrześniu). Na niewielkie przyspieszenie wzrostu cen usług składają się głównie podwyżki opłat za ubezpieczenia pojazdów silnikowych oraz wzrost dynamiki cen w zakresie użytkowania mieszkania.

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.

¹⁰ Inflacja HICP w strefie euro wyniosła we wrześniu br. 2,1% r/r. Roczna dynamika cen importu w II kw. br. wzrosła do 3,2% r/r (wobec -0,6% r/r w poprzednim kwartale), a w lipcu br. do 4,6% r/r, głównie w następstwie wyższych cen surowców na rynkach światowych.

¹¹ Nieznaczny wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych nastąpił przede wszystkim wskutek szybszego wzrostu cen towarów związanych z rekreacją i kulturą oraz wyposażeniem mieszkania, a także słabszego niż przed rokiem sezonowego spadku cen odzieży i obuwi, których dynamika jest nadal ujemna.

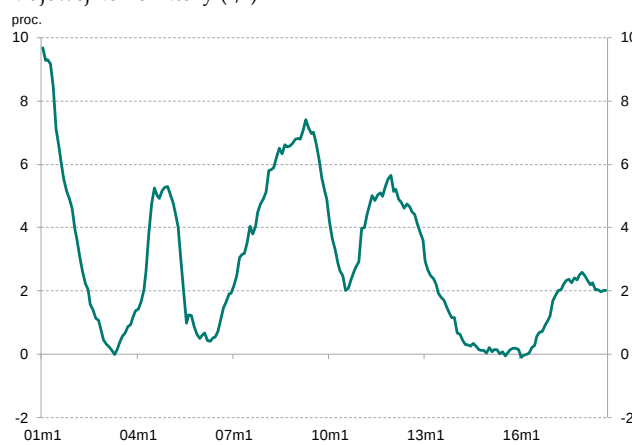
Dynamika cen energii utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie (4,9% r/r we wrześniu) głównie ze względu na wzrost cen ropy naftowej na rynku światowym i związany z tym wyższy poziom krajowych cen paliw. Dodatkowo w kierunku wzrostu cen energii oddziaływała wprowadzona w sierpniu podwyżka taryf na sprzedaż gazu ziemnego dla gospodarstw domowych (Wykres 2.4).

Natomiast roczna dynamika cen żywności w ostatnich miesiącach obniżyła się (do 2,3% we wrześniu) wskutek wysokiej podaży niektórych surowców rolnych oraz wysokiej bazy odniesienia sprzed roku. Najsilniej w kierunku spadku dynamiki cen żywności oddziaływał spadek cen owoców oraz obniżenie się dynamiki cen masła, nabiału i mięsa. Z kolei dynamika cen warzyw oraz pieczywa i produktów zbożowych wzrosła w następstwie suszy i związanego z nią spadku produkcji.

Po wyraźnym przyspieszeniu w II kw. br. roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się (do 2,9% we wrześniu; Wykres 2.5). Do relatywnie wysokiej dynamiki PPI przyczyniają się głównie wyższe niż przed rokiem ceny ropy i węgla oraz słabszy kurs złotego. Jednocześnie spadek cen miedzi na rynkach światowych oddziałuje w kierunku jej obniżania. Dynamika cen produkcji sprzedawanej na rynku krajowym jest nadal wyższa niż produkcji eksportowanej.

W ostatnich miesiącach ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji przesunęły się w kierunku wyższej dynamiki cen (Wykres 2.6). Równocześnie ekonomiści ankietowani przez NBP w dalszym ciągu spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

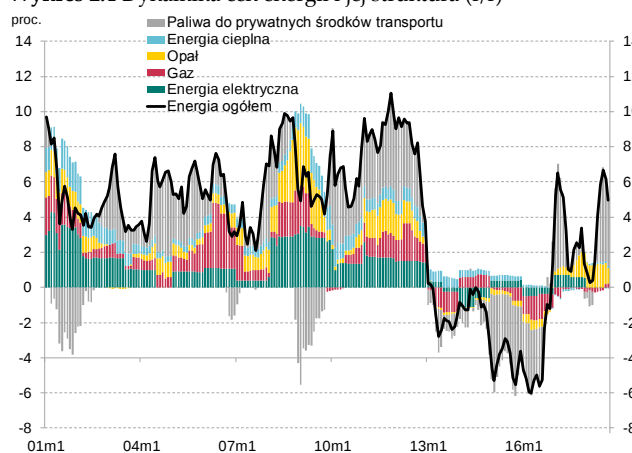
Wykres 2.3 Wskaźnik inflacji dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

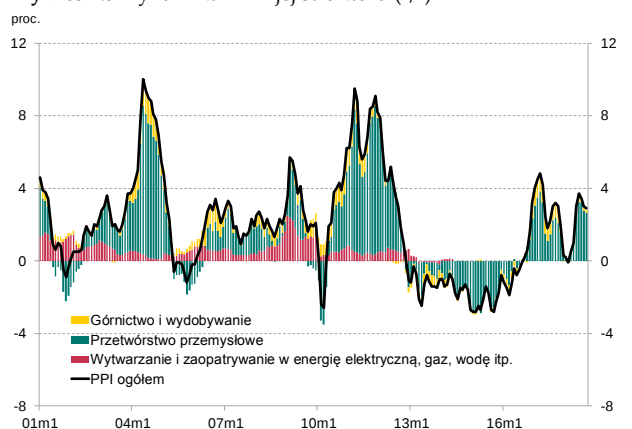
Agregat komponentów CPI reagujących na zmiany krajowej aktywności gospodarczej. Szerzej nt. metodyki liczenia wskaźnika: Halka, A. i Kotłowski, J. (2014): Does the Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy, Eastern European Economics, vol. 52.

Wykres 2.4 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

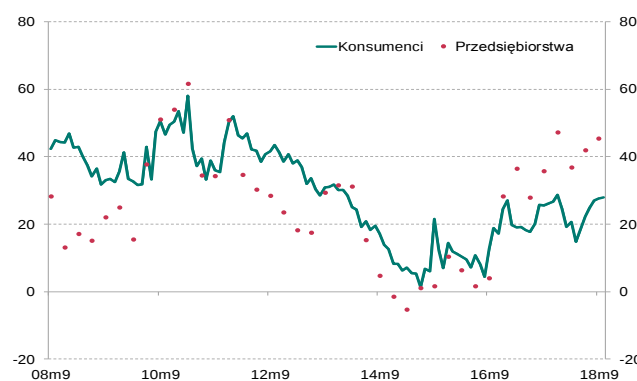
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	17q4	18q1	18q2	18q3	18q4
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,4	2,2	2,1	2,4	2,4
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,4	2,1	2,2	2,3	–
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6	2,4	2,5	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. br., gdy podano prognozę z października br. Oczekiwanie inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

Wykres 2.6 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.

Ramka 2: Zależności pomiędzy starzeniem się społeczeństwa a inflacją

Starzenie się społeczeństw¹² staje się zjawiskiem charakterystycznym dla coraz większej liczby krajów, w tym również dla Polski. Prognozy ONZ (2017) wskazują, że w XXI wieku struktura demograficzna większości społeczeństw istotnie się zmieni (Wykres R.2.1). Nasilenie się obserwowanych tendencji demograficznych sprawia, że coraz większego znaczenia nabiera ocena wpływu starzenia się społeczeństw na wzrost gospodarczy, poziom konsumpcji, stopę oszczędności czy produktywność. Jednocześnie przedmiotem zainteresowania staje się także znaczenie tego zjawiska dla długookresowych tendencji inflacyjnych¹³. Wnioski z analiz teoretycznych i empirycznych wskazują, że starzenie się społeczeństwa może być ważnym czynnikiem kształtującym procesy inflacyjne.

Przegląd literatury teoretycznej sugeruje, że wpływ zmian demograficznych na inflację jest bardzo kompleksowy i różnokierunkowy. W długim okresie starzenie się społeczeństwa może prowadzić do wyższej inflacji na skutek:

1. *Spadku oszczędności i wzrostu naturalnej stopy procentowej.* Zgodnie z teorią dochodu permanentnego wzrost odsetka osób starszych finansujących swoją konsumpcję z zakumulowanych w trakcie trwania życia oszczędności prowadzi do spadku zagregowanych oszczędności w gospodarce (tzw. efekt kohortowy). Może to skutkować wyższą naturalną stopą procentową¹⁴ i wzrostem inflacji.
2. *Spadku zasobów siły roboczej na rynku pracy¹⁵.* W wyniku wydłużania się przewidywanej długości życia, czemu nie towarzyszy proporcjonalne opóźnienie wieku przejścia na emeryturę, relatywnie większy odsetek społeczeństwa będzie pozostawał poza rynkiem pracy, co może prowadzić do obniżenia się produktu potencjalnego. W sytuacji gdy zagregowana konsumpcja – zgodnie z hipotezą cyklu życia (Modigliani, 1966) – pozostanie na niezmiennym poziomie, nastąpi otwieranie się dodatniej luki

¹² Poprzez starzenie się społeczeństwa należy rozumieć rosnącą medianę wieku ludności na skutek spadku wskaźników dzietności i umieralności, co skutkuje wzrostem dalszego przeciętnego trwania życia oraz udziału starszych roczników w populacji (ONZ, 2017).

¹³ Anderson i in. (2014), Yoon i in. (2014), Aksoy i in. (2016), Goodhart i Pradhan (2017), Bobeica i in. (2017), Eggertson i in. (2017).

¹⁴ Naturalna stopa procentowa jest tutaj rozumiana jako realna krótkoterminowa stopa procentowa, przy której, po wygaśnięciu krótkookresowych szoków, nastąpi domknięcie luki popytowej (Laubach, Williams, 2003). W literaturze stosowane są również inne definicje naturalnej stopy procentowej, m.in. stopa równoważąca inwestycje z oszczędnościami w gospodarce (Wicksel, 1898), czy stopa równowagi, która występowałaby w gospodarce w warunkach braku sztywności cen (Woodford 2003).

¹⁵ Goodhart i Pradhan (2017) wskazują, że jednym z czynników przyczyniającym się do szybszego wzrostu cen w ujęciu globalnym będzie pogarszająca się struktura demograficzna, zwłaszcza w krajach silnie zintegrowanych w ramach globalnych sieci podaży.

popytowej. Jednocześnie relatywnie mniejszy zasób siły roboczej będzie oddziaływać w kierunku silniejszego wzrostu płac. W efekcie presja inflacyjna może być wyższa, choć rozwój nowoczesnych technologii i robotyzacja rynku pracy mogą ją częściowo osłabiać (Acemoglu i Restrepo, 2018).

3. *Spadku przeciętnej produktywności.* Znaczny wzrost mediany wieku pracowników, przy spadku udziału najbardziej innowacyjnych młodych osób na rynku pracy, może prowadzić do niższej przeciętnej wydajności pracy. Spadek produktywności może przyczynić się do wyższych kosztów wytwarzania dóbr, wywierając presję na wzrost cen dóbr konsumpcyjnych.
4. *Zmian struktury konsumpcji.* Wzrost udziału osób najstarszych w społeczeństwie może prowadzić do większej konsumpcji tych usług, które odznaczają się wysoką pracochłonnością (m.in. opieka społeczna i medyczna), kosztem nabywania dóbr trwałych, których ceny rosną relatywnie wolniej lub spadają. Duże zmiany struktury konsumpcji w przypadku braku wystarczającej elastyczności po stronie podaży (w tym podaży siły roboczej o odpowiednich kwalifikacjach) mogą sprzyjać wzrostowi inflacji (Botman, 2015).
5. *Wzrostu podatków wynikającego z rosnących wydatków i transferów społecznych.* W starzejącej się populacji wzrasta przyzwolenie na zwiększanie wydatków socjalnych i wydatków na zdrowie zgodnie z preferencjami dominującej grupy wyborców (Vlandas, 2016). W środowisku kurczącej się bazy podatkowej może to powodować zwiększanie deficytu i długu publicznego lub zwiększanie obciążenia podatkowego. Wzrost podatków wynikający z konieczności bilansowania wyższych wydatków budżetowych może sprzyjać wyższej inflacji w gospodarce, która działa przy pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych.

Z drugiej strony niekorzystne zmiany struktury demograficznej mogą oddziaływać w kierunku spadku presji inflacyjnej w wyniku:

1. *Wzrostu stopy oszczędności i spadku naturalnej stopy procentowej.* Spodziewając się istotnego wydłużenia dalszego trwania życia po przejściu na emeryturę, gospodarstwa domowe mogą decydować się na gromadzenie większych oszczędności w trakcie pracy zawodowej. W skali gospodarki może się to przełożyć na wzrost stopy oszczędności (tzw. efekt długowieczności) i spadek zagregowanego popytu, a w konsekwencji spowodować obniżenie się naturalnej stopy procentowej i spadek inflacji.
2. *Oczekiwań związanych z wydłużaniem się życia.* W przypadku gdy kumulowaniu oszczędności towarzyszą utrwalające się pesymistyczne oczekiwania dotyczące spadku tempa wzrostu gospodarczego, wzrostu obciążenia podatkowego czy spadku cen aktywów, zagregowany popyt może obniżyć się silniej od zagregowanej podaży, otwierając ujemną lukę popytową i prowadząc do narastania presji deflacyjnej.
3. *Wystąpienia sekularnej stagnacji.* Przejście na emeryturę kohort wyżów demograficznych oddziałuje w kierunku gwałtownego spadku liczby osób w wieku produkcyjnym. Prowadzi to do wzrostu technicznego uzbrojenia pracy i może powodować spadek popytu inwestycyjnego. Jednocześnie spadek stopy zwrotu z inwestycji (na skutek obniżenia się krańcowej produktywności kapitału) skutkuje dalszym obniżaniem się inwestycji, ograniczając tempo wzrostu PKB i zatrudnienia. W efekcie realne stopy procentowe musiałyby pozostawać w długim okresie ujemne, by zbilansować oszczędności i inwestycje. Jeśli dodatkowo dolne ograniczenie dla nominalnych stóp procentowych jest wiążące, to efektywność polityki pieniężnej może okazać się niska (Carvahlo i in., 2016; Eggertsson i in., 2017; Bielecki i in., 2018). W takim środowisku makroekonomicznym inflacja może kształtować się na trwale niskim poziomie, a gospodarka może być narażona na ryzyko wpadnięcia w pułapkę deflacyjną.
4. *Oddziaływania efektu majątkowego.* Jeżeli efekt kohortowy związany ze wzrostem udziału osób starszych w społeczeństwie przeważa nad efektem długowieczności, to w gospodarce zmniejsza się zasób oszczędności. Może to prowadzić do nadpodaży aktywów finansowych, obniżając ich dochodowość i wpływając na spadek naturalnej stopy procentowej. Jednocześnie wzrost znaczenia transferów międzypokoleniowych (m.in. w postaci mieszkań) w perspektywie kurczącej się populacji może skutkować

spadkiem popytu na nowe mieszkania i niższymi cenami aktywów rzeczowych (Heo, 2018). W efekcie prawdopodobny staje się spadek presji inflacyjnej.

5. *Zmiany skłonności do ryzyka.* Osoby starsze cechują się na ogół większą awersją do ryzyka i preferują inwestowanie w bezpieczne aktywa (zwłaszcza w długoterminowe obligacje skarbowe). Zmiana struktury popytu na rynku finansowym może determinować wzrost cen obligacji i trwały spadek długoterminowych stóp procentowych. Obniżenie się długookresowej stopy procentowej sprzyja podejmowaniu inwestycji, jednak trwały wzrost awersji do ryzyka może zmniejszać chęć do finansowania bardziej ryzykownych, ale też bardziej produktywnych inwestycji, prowadząc w efekcie do niższego tempa wzrostu produktywności i wolniejszego tempa wzrostu cen.
6. *Zmian preferencji społecznych względem inflacji i stóp procentowych.* W starszych społeczeństwach banki centralne mogą przejawiać tendencje do większej restrykcyjności polityki pieniężnej, która prowadzi do niższej inflacji ze względu na preferencje dominującej grupy społecznej (Bullard i in., 2012). Starzeniu się społeczeństwa powinna towarzyszyć niska inflacja lub deflacja, gdyż osoby starsze finansują swoją konsumpcję z dochodów czerpanych ze zgromadzonych aktywów. W efekcie, w przeciwieństwie do osób młodych, będą one preferować niskie tempo wzrostu płac i inflacji oraz wysoką stopę zwrotu z aktywów.

Wyniki badań empirycznych dla krajów OECD dotyczące związku pomiędzy demografią a inflacją nie są jednoznaczne. Część ekonomistów pokazuje, że starzenie się społeczeństwa obniża inflację, wiążąc to ze wzrostem długowieczności (Tachibanaki i Shimoto, 1986; Anderson i in., 2014; Yoon i in., 2014; Bobeica i in., 2017). Wskazują na to m.in. doświadczenia Japonii z przełomu XX i XXI wieku. Badania dla krajów OECD (m.in. Lindh i Malmberg, 1998, 2000; Juselius i Takats, 2018; Aksoy i in., 2015) postulują przy tym, że zależność pomiędzy strukturą wiekową a inflacją jest nieliniowa i niemonotoniczna, co wynika z różnej siły oddziaływania kanałów w zależności od grupy wiekowej. W kierunku wyższej inflacji oddziałuje wzrost udziału w populacji najmłodszych – mniej produktywnych i mniej oszczędzających – roczników oraz osób w wieku przedemerytalnym i młodych emerytów, co może być związane ze wspomnianą zmianą preferencji dotyczących konsumpcji i oszczędzania. Z kolei większy udział wydajnych osób w wieku produkcyjnym (od 20 do 64 lat) w społeczeństwie sprzyja spadkowi inflacji. Co istotne, wzrost liczności roczników najstarszych (powyżej 75 roku życia) oddziałuje silnie deflacyjnie (Juselius i Takats, 2015, 2018; Gajewski, 2015), prawdopodobnie na skutek oczekiwań związanych z wydłużaniem się życia i konieczności znacznego ograniczenia konsumpcji. Należy podkreślić, że wyniki prowadzonych analiz empirycznych w dużym stopniu zależą od przyjętych założeń teoretycznych, metody badawczej oraz scenariusza dalszych zmian demograficznych wpływających na strukturę wiekową społeczeństw.

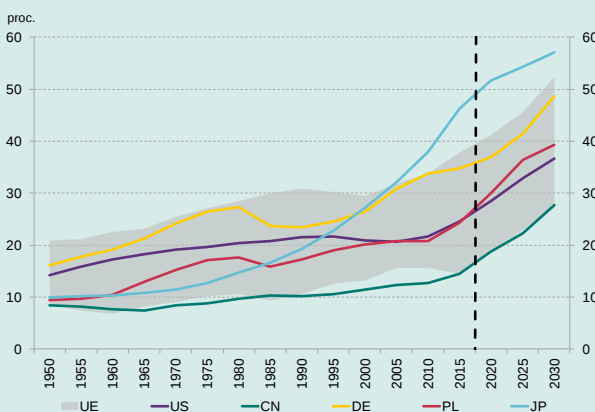
Wyniki scenariuszowe dla Polski

W celu określenia długookresowego wpływu oczekiwanych zmian demograficznych w Polsce na inflację CPI w okresie do 2030 r. w porównaniu do 2017 r. posłużono się symulacją z panelowego modelu ekonometrycznego oszacowanego dla krajów OECD (Juselius i Takats, 2018).

Wyniki symulacji wskazują, że pod wpływem prognozowanych zmian demograficznych długookresowa inflacja w Polsce do 2030 r. może się obniżyć, choć szacunki te są obarczone znaczną niepewnością. Zgodnie z wynikami uwzględniającymi projekcję zmian demograficznych według głównego scenariusza ONZ spadek rocznego wskaźnika CPI może wynieść 0,8 pkt. proc. (Wykres R.2.2). Najsilniej w kierunku osłabienia presji inflacyjnej oddziałuje wzrost odsetka osób starszych w populacji (według prognoz wyniesie on 23% w 2030 r. wobec 17% w 2017 r.). Spadek udziału osób w wieku produkcyjnym w populacji (z 63% w 2017 r. do 59% w 2030 r.) nieco złagodzi tendencje deflacyjne wynikające z większej liczności osób starszych, które ograniczą konsumpcję. Z kolei wpływ udziału najmłodszych roczników na tempo zmian cen w gospodarce pozostanie zbliżony do neutralnego. Niepewność i widoczna asymetria uzyskanych wyników jest efektem przyjęcia różnych założeń co do dalszego kształtowania się procesów demograficznych (m.in. współczynnika urodzeń i zgonów). W efekcie długookresowy wpływ starzenia się polskiego społeczeństwa na inflację CPI może być zarówno ujemny, jak i dodatni. W zależności

od przyjętego scenariusza może się on kształtować w przedziale od -2,1 do 1,8 pkt proc. Zatem, o ile prawdopodobne jest zmniejszanie się presji inflacyjnej w Polsce wskutek starzenia się społeczeństwa, to skala niepewności wpływu zmian demograficznych na inflację jest znaczna.

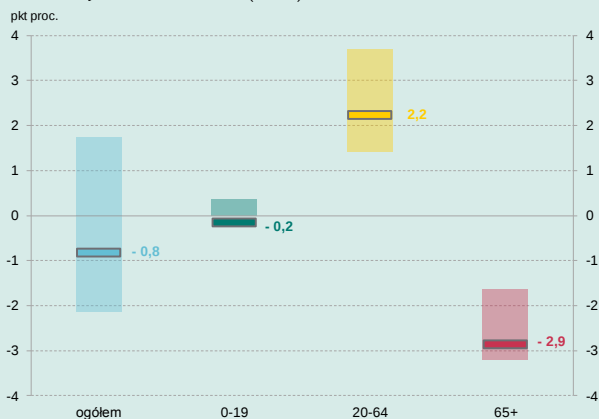
Wykres R.2.1 Wskaźnik obciążenia demograficznego osobami starszymi dla wybranych gospodarek świata



Źródło: dane ONZ, obliczenia NBP.

Na rysunku przedstawiono kształtowanie się wskaźnika obciążenia demograficznego dla wybranych gospodarek świata według bazowego scenariusza ONZ. Wskaźniki obciążenia demograficznego zostały obliczone jako stosunek osób w wieku przekraczającym 64 lat do osób w wieku produkcyjnym (20-64). Prognozy na lata 2020-2030 zostały oddzielone linią przerywaną. Przyjęte skróty: UE – zakres dla krajów Unii Europejskiej, US – Stany Zjednoczone, JP – Japonia, CN – Chiny, DE – Niemcy, PL – Polska.

Wykres R.2.2 Wpływ przewidywanych zmian demograficznych w horyzoncie do 2030 r. na inflację CPI w Polsce w podziale na 3 grupy wiekowe według oszacowań modelu Juselius i Takats (2018)



Źródło: dane GUS, ONZ, obliczenia NBP.

Na rysunku przedstawiono wpływ zmian demograficznych (ogółem i w wybranych grupach wiekowych) na inflację CPI zgodnie z głównym scenariuszem projekcji demograficznej ONZ (gruba linia) oraz zakres wpływu pozostałych scenariuszy ONZ (zacięzione przedziały) różniących się przyjętymi założeniami co do kształtowania się m.in. wskaźników urodzeń i zgonów, co ma wpływ na strukturę populacji w horyzoncie prognozy.

Literatura

- Acemoglu D., P. Restrepo, 2018, *Demographics and Automation*, NBER Working Paper 24421, National Bureau of Economic Research.
- Anderson D., D. Botman, B. Hunt, 2014, *Is Japan's Population Aging Deflationary?*, IMF Working Paper, WP/14/139, Research Department and Asia and Pacific Department, International Monetary Fund.
- Bielecki M., M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, 2018, *Demographics, monetary policy and the zero lower bound*, NBP Working Paper No. 284, Narodowy Bank Polski.
- Bobeica E., E. Lis, C. Nickel, Y. Sun, 2017, *Demographics and inflation*, ECB Working Paper Series No 2006, Task Force on Low Inflation (LIFT), European Central Bank.
- Botman D., 2015, *Can Abenomics overcome the headwinds from population ageing*, rozdział w Botman, D., Danninger, S., Schiff, J., *Can Abenomics succeed. Overcoming the legacy of Japan's Lost Decade*, International Monetary Fund.
- Bullard J., C. Garriga, C. J. Waller, 2012, *Demographics, Redistribution and Optimal Inflation*, *Federal Reserve Bank of St. Luis Review*, 94(6):419-39.
- Carvahlo C., A. Ferrero, F. Nechio., 2016, *Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism*, *European Economic Review*, 88:208-226.
- Eggertsson G. B., N. R. Mehrotra, J. A. Robbins, 2017, *A model of secular stagnation: Theory and Quantitative Evaluation*, NBER Working Paper 23093, National Bureau of Economic Research.
- Gajewski P., 2014, *Is ageing deflationary? Some evidence from OECD countries*, *Applied Economics Letters*, 22(11): 916-919.
- Goodhart C., M. Pradhan, 2017, *Demographics will reverse three multi-decade global trends*, BIS Working Papers No 656, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements.
- Heo Y.J., 2018, *Population aging and housing prices: who are we calling old?*, NBP Working Paper No. 288, Narodowy Bank Polski.
- Juselius M., E. Takats, 2015, *Can demography affect inflation and monetary policy*, BIS Working Papers No 485, Monetary and Economics Department, Bank for International Settlements.
- Juselius M., E. Takats, 2018, *The enduring link between demography and inflation*, BIS Working Papers No 722, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements.
- Laubach, T., Williams, J., 2003, *Measuring the Natural Rate of Interest*. *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.
- Lindh T., B. Malmberg, 1998, *Age structure and inflation – a Wicksellian interpretation of the OECD data*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 36(1):19-37.
- Lindh T., B. Malmberg, 2000, *Can age structure forecast inflation trends?*, *Journal of Economics and Business*, 52(1-2):31-49.
- Modigliani F., 1966, *The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital*, *Social Research*, 33(2): 160-217.
- ONZ, 2017, *World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables*, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, ESA/P/WP/248.
- Tachibanaki T., K. Shimono, 1986, *Saving and the life-cycle: A Cohort analysis*, *Journal of Public Economics*, 31(1):1-24.
- Wicksell, K., 1898, *Interest and Prices*. English translation New York 1936: Sentry Press, p. 102.
- Woodford, M., 2003, *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2011.
- Vlandas T., 2016, *The Political Effects of Ageing on Inflation*, *Intereconomics*, 51(5):266-271.
- Yoon J.-W., J. Kim, J. Lee, 2014, *Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy*, IMF Working Paper, WP/14/210, Office of the Executive Director, International Monetary Fund.

2.2 Popyt i produkcja

Tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie, mimo jego prawdopodobnego obniżenia w III kw. br.

W II kw. br. tempo wzrostu PKB wyniosło 5,1% r/r (wobec 5,2% r/r w I kw. br.) i było zbliżone do obserwowanego w ostatnich kilku kwartałach (Wykres 2.7). Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, który jest wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów.

W kierunku wzrostu PKB oddziałuje również wzrost inwestycji, zwłaszcza publicznych, w tym współfinansowanych ze środków unijnych, oraz w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw.

W II kw. br. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni. Przyczyniło się do tego wyraźne przyspieszenie dynamiki eksportu, w tym zwłaszcza do strefy euro. W warunkach rosnącego popytu wewnętrznego wzrosła również dynamika importu.

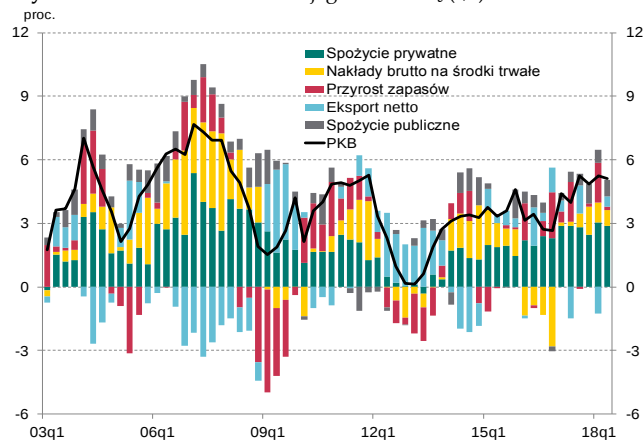
2.2.1 Konsumpcja

Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym czynnikiem wzrostu PKB w Polsce.

W II kw. br. dynamika spożycia prywatnego pozostała zbliżona do obserwowanej w poprzednich kwartałach i wyniosła 4,9% r/r (wobec 4,8% r/r w I kw. br.; Wykres 2.8). Do utrzymania wysokiej dynamiki spożycia prywatnego przyczyniał się wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z wysokiej dynamiki funduszu płac, a także bardzo dobre nastroje konsumentów (Wykres 2.9). Wzrostowi konsumpcji sprzyjał również wyraźny przyrost kredytu dla gospodarstw domowych.

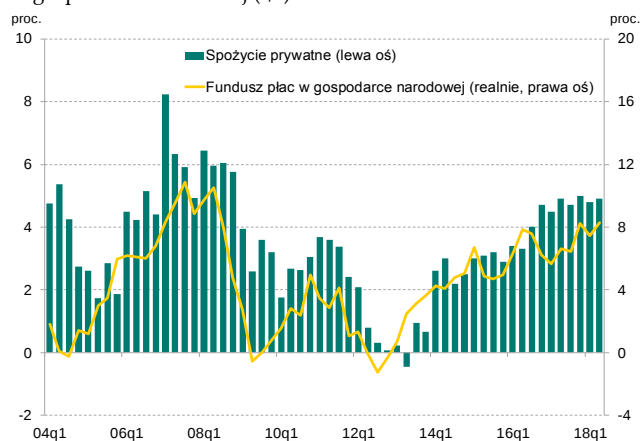
Napływające w ostatnich miesiącach dane, w tym utrzymujące się w pobliżu najwyższych historycznie poziomów wskaźniki ufności konsumentów oraz wysoki wzrost sprzedaży

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



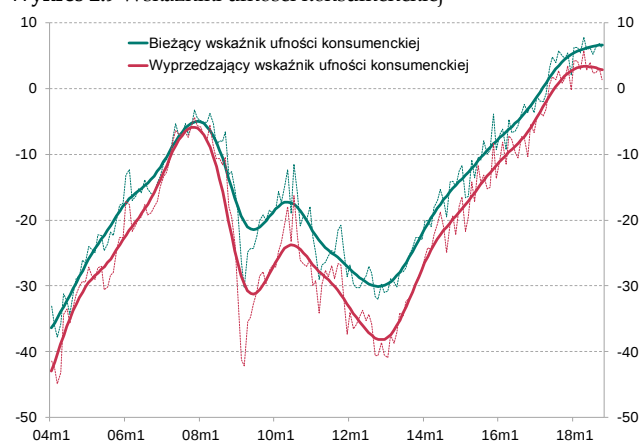
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.8 Dynamika spożycia prywatnego i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

detalicznej, wskazują na utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki konsumpcji również w III kw. br.¹⁶

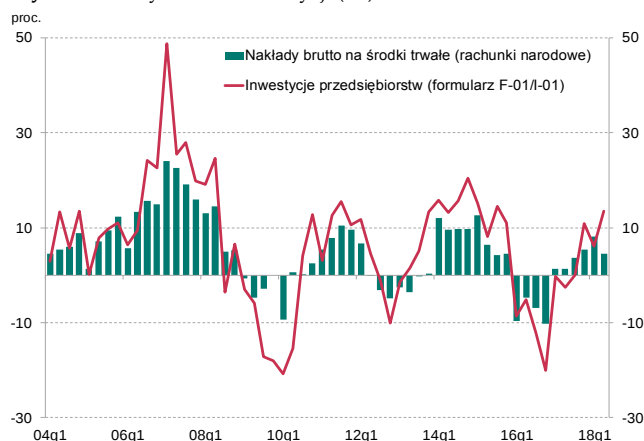
2.2.2 Inwestycje

W II kw. br. inwestycje w gospodarce wzrosły, choć ich dynamika obniżyła się wobec poprzedniego kwartału. Wzrost ten dotyczył przede wszystkim inwestycji sektora publicznego współfinansowanych ze środków unijnych oraz sektora dużych i średnich przedsiębiorstw. Dostępne dane wskazują na wzrost dynamiki inwestycji w III kw. br.¹⁷

W II kw. br. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 4,5% r/r (wobec 8,1% w I kw. br.; Wykres 2.10). Według szacunków NBP szczególnie silny wzrost inwestycji w II kw. br. nastąpił w sektorze publicznym, a głównym źródłem tego wzrostu pozostały nakłady inwestycyjne samorządów. Wzrosły one nominalnie o 89,2% r/r (wobec 83,1% r/r w I kw. br.). Samorządy finansowały wydatki inwestycyjne zarówno ze środków krajowych, czemu sprzyjały wysokie wpływy podatkowe, jak i unijnych, nie zwiększając przy tym swojego zadłużenia.

Równocześnie przyspieszył wzrost inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw (zatrudniających co najmniej 50 pracowników¹⁸). W II kw. br. wzrost ten nastąpił w każdym sektorze gospodarki i wyniósł w ujęciu nominalnym 13,9% r/r (wobec 6,1% r/r w I kw. br.; Wykres 2.11). W szczególności wzrosła dynamika inwestycji przedsiębiorstw sektora prywatnego, w tym przedsiębiorstw krajowych. Przedsiębiorstwa najszybciej zwiększały inwestycje budowlane oraz nakłady na maszyny i urządzenia. Ożywienie inwestycji firm prywatnych wynikało w dużym stopniu z intensyfikacji działań zmierzających do

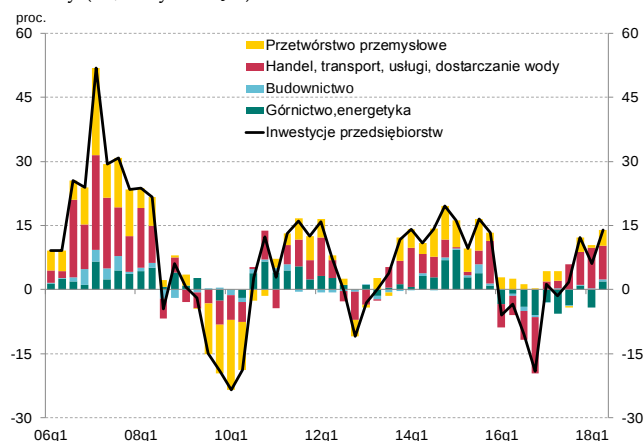
Wykres 2.10 Dynamika inwestycji (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



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

¹⁶ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w III kw. br. średnio o 5,8% r/r, wobec 6,1% r/r w II kw. br.

¹⁷ Na dalszy wzrost inwestycji w III kw. br. wskazują m.in. dane ankietowe z sektora przedsiębiorstw (por. *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, październik 2018 r.) oraz wysoka (pomimo spowolnienia) dynamika produkcji budowlano-montażowej oraz produkcji maszyn i urządzeń w III kw. br.

¹⁸ Na podstawie danych z formularza F-01/I-01.

zwiększania zdolności produkcyjnych, których stopień wykorzystania pozostaje bardzo wysoki (nakłady na maszyny i urządzenia w cenach bieżących wzrosły w II kw. br. o 14,3% r/r, wobec wzrostu o 1,5% r/r w I kw. br.; Wykres 2.12).

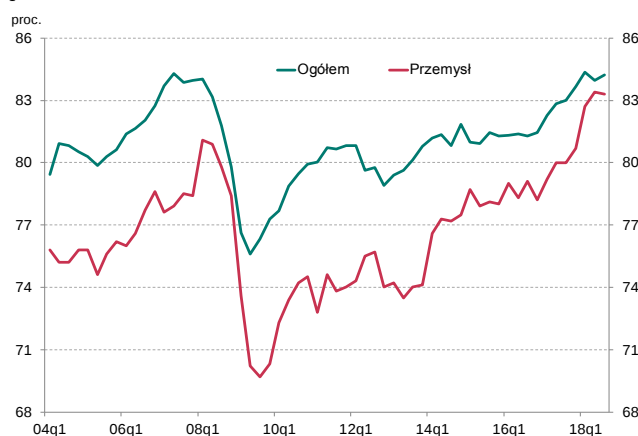
Tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych w II kw. br. utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie. Inwestycjom mieszkaniowym w dalszym ciągu sprzyja wysoka aktywność na rynku mieszkaniowym, związana ze wzrostem dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i stabilnym poziomem stóp procentowych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości* i rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Sytuacja bieżąca sektora finansów publicznych pozostaje bardzo dobra. W pierwszym półroczu br. po raz pierwszy w ostatnich dwudziestu latach została odnotowana nadwyżka całego sektora¹⁹ (wyniosła ona około 0,3% PKB; Wykres 2.13).

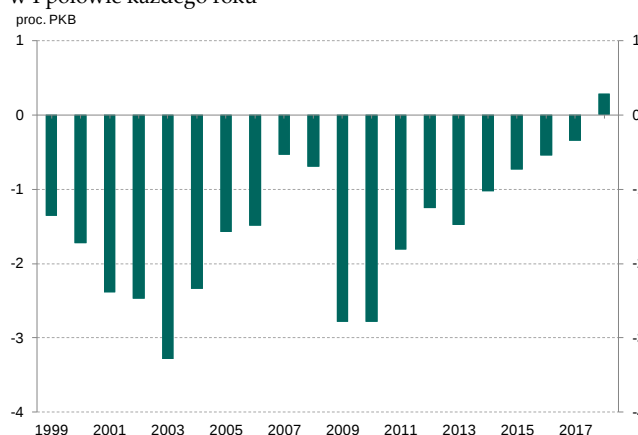
Wysokiej dynamice aktywności gospodarczej w I połowie br. towarzyszył dynamiczny wzrost dochodów podatkowych sektora (o 9,1% r/r) oraz składek na ubezpieczenia społeczne (o 8,6% r/r). Jednocześnie utrzymywał się umiarkowany wzrost wydatków publicznych ogółem (5,4% r/r), przy wzroście inwestycji publicznych o 24,2% r/r. Szczególnie silnie zwiększyły inwestycje jednostki samorządu terytorialnego (o ponad 87,3% r/r²⁰), jednak dzięki szybko rosnącym dochodom podatkowym i wykorzystaniu środków unijnych, nie wiązało się to z pogorszeniem ich wyniku w porównaniu z poprzednim rokiem. W konsekwencji, deficyt sektora finansów publicznych (ESA2010) w 2018 r. może okazać się niższy niż w 2017 r. (gdy wyniósł on 1,4% PKB), a wpływ polityki fiskalnej na popyt zagregowany będzie najprawdopodobniej bliski neutralnemu.

Wykres 2.12 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



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

Wykres 2.13 Wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA w I połowie każdego roku



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

¹⁹ W ujęciu ESA2010. Dane są dostępne od 1999 r.

²⁰ Dane ze sprawozdawczości krajowej (w ujęciu kasowym).

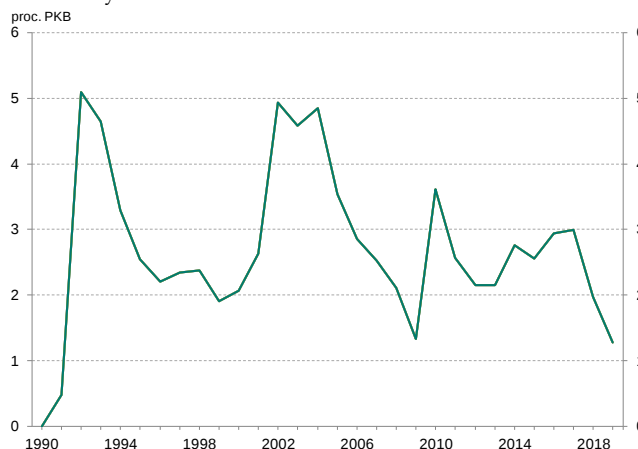
Projekt *Ustawy budżetowej na rok 2019*, skierowany przez Radę Ministrów do Sejmu pod koniec września br., przewiduje najniższą relację limitu deficytu budżetu państwa do PKB od 1991 r. (1,3% PKB; Wykres 2.14)²¹. Po stronie dochodowej projekt uwzględnia kontynuację działań mających na celu uszczelnienie systemu podatkowego, które mają przynieść dodatkowe wpływy na poziomie około 0,4% PKB, przy braku zmian podstawowych stawek podatkowych (z wyjątkiem obniżenia stawki CIT z 15% do 9% dla małych i średnich przedsiębiorstw). Jednocześnie projekt przewiduje umiarkowane przyspieszenie dynamiki wydatków budżetu państwa (4,8% r/r wobec 3,2% w 2018 r., porównując limity ustawowe), związane m.in. ze wzrostem wynagrodzeń w sektorze publicznym.

2.2.4 Handel zagraniczny²²

W II kw. 2018 r. – pomimo osłabienia dynamiki światowego handlu – wzrost polskiego eksportu oraz importu przyspieszył. Szybsze tempo wzrostu w handlu zagranicznym dotyczyło większości grup krajów oraz kategorii towarów. Wstępne dane za III kw. br. wskazują na dalsze przyspieszenie dynamiki importu oraz utrzymanie wzrostu eksportu na poziomie zbliżonym do obserwowanego w II kw. br.²³

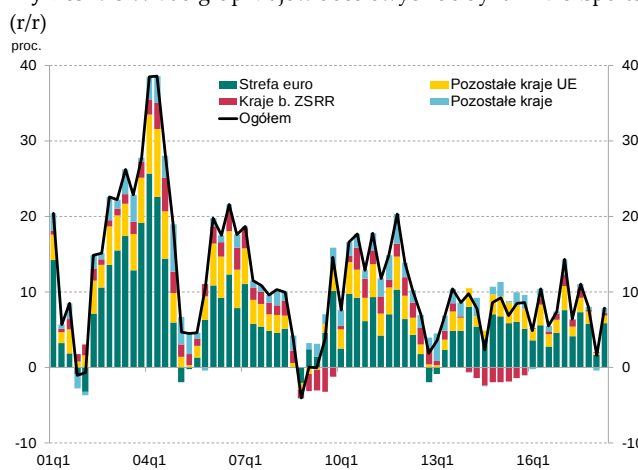
Dynamika wartości eksportu, po spowolnieniu w I kw. br., w II kw. br. wzrosła i była zbliżona do średniej notowanej w ostatnich kilku latach (wzrost do 7,8% r/r z 1,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.15). Szybszy wzrost eksportu wynikał przede wszystkim z ożywienia eksportu do strefy euro. W ujęciu towarowym wzrost dynamiki eksportu dotyczył przede wszystkim kategorii dóbr pośrednich, w tym towarów zaopatrzeniowych oraz części i akcesoriów do środków transportu.

Wykres 2.14 Limit deficytu budżetowego zapisany w ustawach budżetowych



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

Wykres 2.15 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²¹ W ujęciu nominalnym przewidziany limit deficytu budżetu państwa wynosi 28,5 mld zł.

²² 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.

²³ W okresie lipiec-sierpień dynamika eksportu wyniosła 7,9% r/r, a dynamika importu 10,3% r/r.

Wzrost dynamiki eksportu w II kw. br. nastąpił w warunkach osłabienia kursu złotego (Wykres 2.16), które oddziaływało w kierunku poprawy konkurencyjności cenowej polskich towarów. Wzrosła zarówno opłacalność eksportu rozliczanego w dolarze amerykańskim, jak i – choć w nieco mniejszym stopniu – opłacalność eksportu rozliczanego w euro. Jednocześnie rzeczywisty kurs złotego względem euro i dolara kształtował się powyżej kursu opłacalności eksportu deklarowanego przez przedsiębiorstwa, a odsetek firm wskazujących na nieopłacalność eksportu zbliżył się do historycznych minimów²⁴.

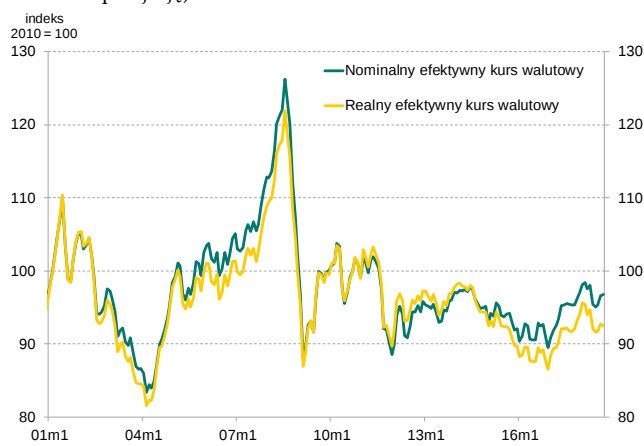
Dynamika importu również wzrosła w II kw. br. (do 8,6% r/r z 5,2% r/r w I kw.) i pozostała wyższa niż wzrost eksportu (Wykres 2.17). Import był nadal wspierany przez wysoki wzrost popytu wewnętrznego, choć przyspieszenie jego dynamiki w II kw. br. można wiązać przede wszystkim z szybszym wzrostem wartości importu dóbr pośrednich, w tym paliw, związanym ze wzrostem cen ropy naftowej. Dynamika importu dóbr inwestycyjnych i konsumpcyjnych pozostała natomiast umiarkowana.

2.2.5 Produkcja

Wzrost aktywności gospodarczej obejmuje wszystkie sektory (Wykres 2.18). Relatywnie stabilnej dynamice produkcji w przemyśle i usługach towarzyszy spowolnienie wzrostu produkcji w budownictwie, choć wzrost w budownictwie pozostaje bardzo wysoki.

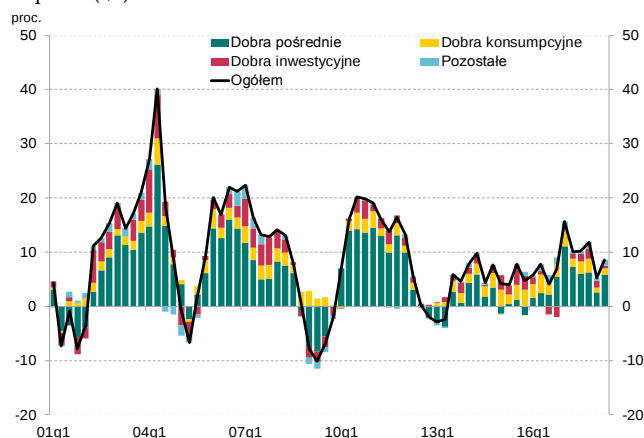
W przemyśle utrzymuje się dobra koniunktura. W II i III kw. br. dynamika produkcji w tym sektorze pozostała relatywnie wysoka, czemu sprzyjał stabilny wzrost popytu krajowego i eksportu²⁵. Stopniowe pogorszenie ankietowych wskaźników koniunktury i spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*)

Wykres 2.16 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

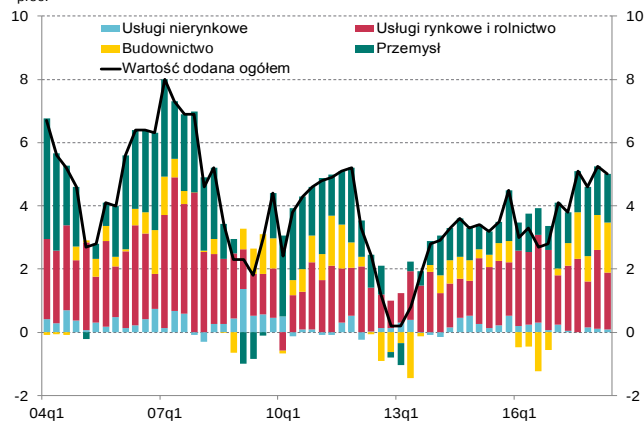
Wykres 2.17 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.18 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

²⁵ Produkcja przemysłowa wzrosła średnio o 6,0% r/r w III kw. br. wobec 7,2% w II kw. i 5,9% w I kw.

wskazuje jednak na możliwe obniżenie się dynamiki produkcji w kolejnych miesiącach.

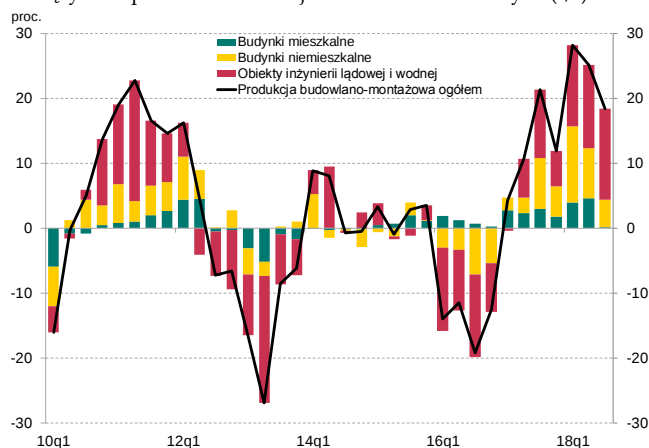
Choć wzrost produkcji w budownictwie pozostaje bardzo wysoki, w II i III kw. br. dynamika aktywności się obniżyła, co było związane z pogorszeniem koniunktury w budownictwie komercyjnym i mieszkaniowym (Wykres 2.19)²⁶. Spowolnienie dynamiki produkcji w tych segmentach nastąpiło pomimo korzystnych uwarunkowań wynikających z dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych i stabilnych stóp procentowych. Mogło być ono przy tym związane z ograniczeniami po stronie podaży, w tym problemami z dostępnością pracowników budowlanych oraz wzrostem cen materiałów budowlanych (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Bardzo wysoki wzrost produkcji utrzymuje się z kolei w budownictwie infrastrukturalnym, co wynika ze stopniowo rosnącego wykorzystania środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2014-2020.

Korzystna koniunktura utrzymuje się także w usługach rynkowych, choć wzrost wartości dodanej w II kw. br. nieco spowolnił (Wykres 2.20). Spowolnienie to nastąpiło przede wszystkim wskutek niższej dynamiki aktywności gospodarczej w handlu. Dobra koniunktura utrzymuje się natomiast w transporcie oraz działalności finansowej i ubezpieczeniowej. Dotychczas dostępne dane za III kw. br. wskazują na utrzymanie się dynamiki wartości dodanej w usługach na poziomie zbliżonym do obserwowanego w II kw.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

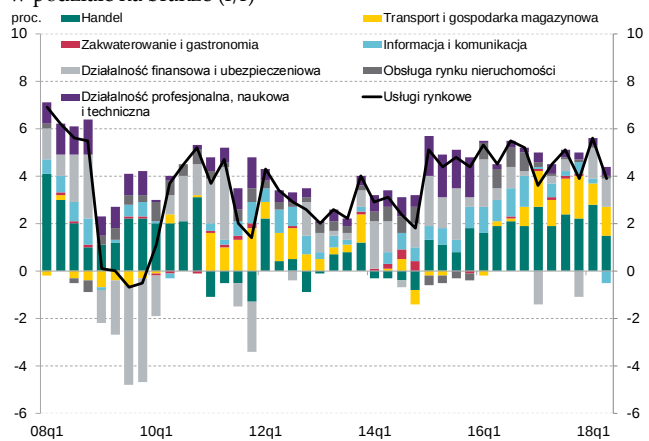
W warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego sytuacja finansowa i płynnościowa przedsiębiorstw pozostaje bardzo dobra.

Wykres 2.19 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.20 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁶ Produkcja budowlano-montażowa wzrosła średnio o 18,6% r/r w III kw. br. wobec średnio 21,7% r/r w II kw. br. i średnio 27,4% r/r w I kw. br.

W II kw. br. sektor przedsiębiorstw odnotował zyski we wszystkich kategoriach działalności, a wynik finansowy brutto utrzymał się na wysokim poziomie (Wykres 2.21).

W II kw. br. dynamika przychodów ze sprzedaży wzrosła, co wynikało zarówno z przyspieszenia wzrostu sprzedaży krajowej, jak i eksportu (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Choć dynamika kosztów sprzedaży również wzrosła, głównie wskutek wyższych kosztów surowców i wynagrodzeń, była ona niższa od dynamiki przychodów ze sprzedaży²⁷. W efekcie, dynamika wyniku na sprzedaży wyraźnie przyspieszyła (do 21,2% r/r, wobec -0,8% r/r w I kw. br.).

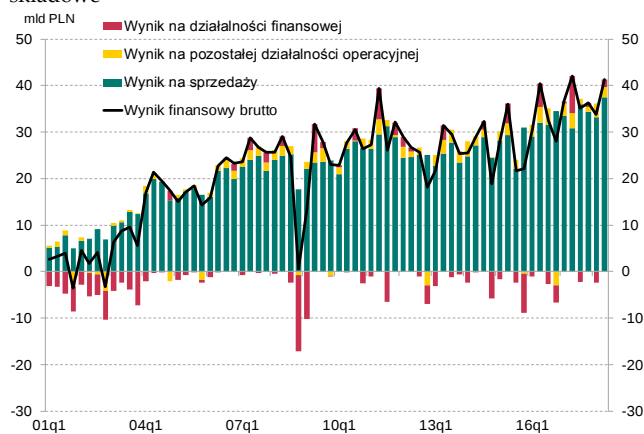
Pomimo tych uwarunkowań wynik finansowy brutto z całokształtu działalności w II kw. br. nieznacznie spadł (o 1,8% r/r, wobec spadku o 7,7% w I kw. br.). Wynikało to z obniżenia zysku z działalności finansowej, przede wszystkim wskutek ujemnych różnic kursowych i niższych otrzymanych dywidend.

Ze względu na poprawę wyniku na sprzedaży wskaźnik rentowności sprzedaży wzrósł, czemu towarzyszył wyższy wskaźnik płynności przedsiębiorstw (w odniesieniu do analogicznego kwartału roku poprzedniego; Tabela 2.2). Równocześnie, pomimo nieznacznego obniżenia wskaźnika rentowności obrotu netto na skutek wysokiej dynamiki kosztów całkowitych, odsetek firm rentownych oraz mediana rozkładu rentowności wzrosły (zarówno liczone dla wskaźnika rentowności obrotu netto, jak i sprzedaży).

2.4 Rynek pracy

Utrzymujący się wysoki wzrost popytu w gospodarce sprzyja dalszemu wzrostowi zatrudnienia, choć dane z sektora przedsiębiorstw

Wykres 2.21 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

²⁷ W II kw. br. przychody ze sprzedaży wzrosły o 9,2% r/r, a koszty sprzedaży o 8,7% r/r.

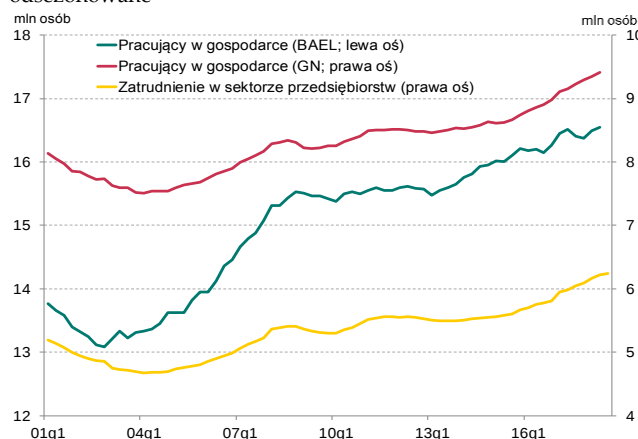
wskazują, że w III kw. br. wzrost ten prawdopodobnie nieco spowolnił (Wykres 2.22)²⁸.

Według danych BAEL wzrost zatrudnienia następuje w warunkach stopniowo obniżającej się liczby osób aktywnych w wieku produkcyjnym (liczba osób aktywnych zawodowo w wieku 15 lat i więcej zmniejszyła się o 1,0% r/r w II kw. br.). Spadek liczby aktywnych zawodowo wynika ze zmniejszania się populacji w wieku produkcyjnym przy relatywnie stabilnym współczynniku aktywności zawodowej. Dane BAEL nie uwzględniają jednak czasowych pracowników z zagranicy, których liczba szacowana jest obecnie na około 1 mln osób²⁹.

Wzrost zatrudnienia oddziałuje w kierunku dalszego obniżenia się stopy bezrobocia, choć spadek ten stopniowo spowalnia. Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się do 3,7% w II kw. br. z 4,1% kwartał wcześniej (po uwzględnieniu wahań sezonowych; Wykres 2.23). W sytuacji niskiego bezrobocia wiele przedsiębiorstw napotyka trudności ze znalezieniem pracowników, na co wskazuje relatywnie wysoki odsetek firm informujących o nieobsadzonych stanowiskach (45,9% w III kw. br.)³⁰.

W warunkach umacniania się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych odsetek przedsiębiorców prognozujących wzrost płac pozostaje relatywnie wysoki (22,3% w III kw. br.), choć obniżył się w ostatnich kwartałach³¹. W rezultacie wynagrodzenia nominalne w gospodarce rosną w tempie szybszym niż w poprzednich latach, ale nie następuje ich dalsze

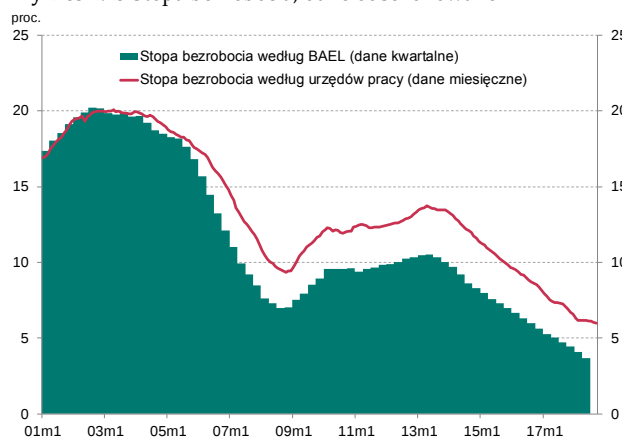
Wykres 2.22 Liczba pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.23 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.

²⁸ We wrześniu Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w Internecie wzrósł o 10,4% r/r. Jednocześnie liczba ofert pracy w urzędach pracy spadła o 24,6% r/r, co było jednak najprawdopodobniej związane z rezygnacją od początku 2018 r. z konieczności zamieszczania ofert w urzędach pracy w przypadku chęci zatrudnienia cudzoziemców na podstawie zezwolenia na pracę sezonową.

²⁹ BAEL uwzględnia osoby przebywające w Polsce od co najmniej 12 miesięcy i z tego względu badanie to nie uwzględnia osób pracujących na podstawie oświadczeń o powierzeniu wykonywania pracy cudzoziemcom, które są wystawiane na okres do 6 miesięcy. Zgodnie z danymi Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej łączna liczba takich oświadczeń i wniosków o pozwolenie na pracę sezonową dla cudzoziemców wydanych w I połowie br. wyniosła około 0,9 mln i była zbliżona do liczby oświadczeń wydanych w I połowie 2017 r. Z kolei liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS wzrosła do 569 tys. w III kw. br. z 423 tys. w III kw. 2017 r.

³⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

³¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

przyspieszenie (7,1% r/r w II kw. br.; Wykres 2.24). Jednocześnie poprawiają się pozapłacowe warunki pracy. W szczególności nadal rośnie liczba pracujących na czas nieokreślony (o 2,7% r/r w II kw. br.), a liczba pracujących na czas określony spada (o 7,1% r/r w II kw. br.).

Wyższej niż w poprzednich latach dynamice wynagrodzeń towarzyszy wysoka dynamika wydajności pracy związana z silnym wzrostem PKB. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (2,3% w II kw. br.; Wykres 2.25).

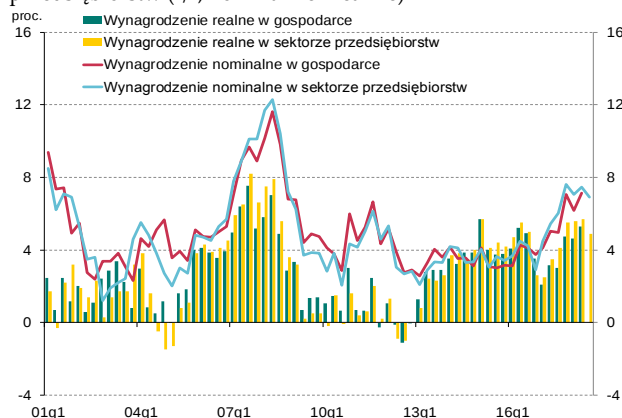
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Równocześnie oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych NBP nie zmieniły się istotnie w ostatnich miesiącach i wskazują na stabilizację stóp procentowych w najbliższych kwartałach (Wykres 2.26).

2.5.1 Rynki finansowe

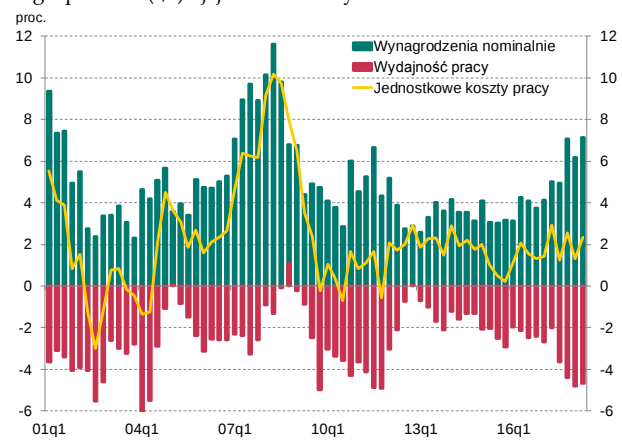
Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Polsce były stabilne pomimo podwyższonej zmienności cen aktywów w części gospodarek wschodzących. Wynikało to przede wszystkim z korzystnej oceny sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów³² i braku istotnych nierównowag makroekonomicznych, a także z oczekiwań dotyczących utrzymania stabilnych stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. W rezultacie, rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w październiku była zbliżona do poziomu z czerwca br. (wynosząc średnio 3,3%; Wykres 2.27).

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



Źródło: dane GUS.

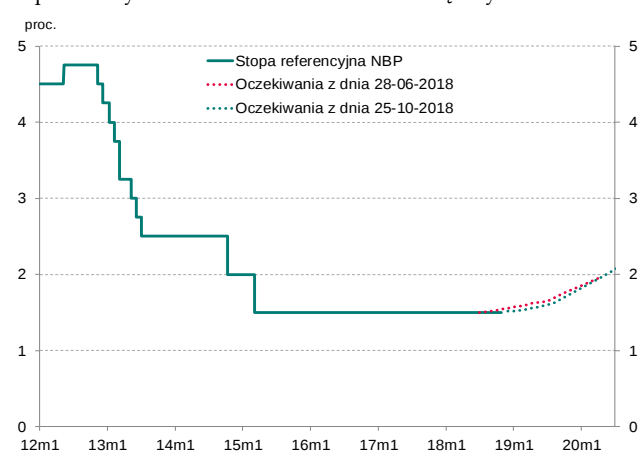
Wykres 2.25 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

³² Świadczy o tym m.in. podwyżka ratingu Polski dla długoterminowych zobowiązań w walucie zagranicznej w październiku 2018 r. przez agencję S&P Global Ratings z BBB+ do A-.

Ceny akcji po niewielkich wzrostach w lipcu i sierpniu, w kolejnych miesiącach obniżyły się do poziomów wyraźnie niższych niż na początku br. (Wykres 2.28). Spadek cen akcji nastąpił pomimo korzystnej koniunktury w polskiej gospodarce i dobrych wyników finansowych przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*) i wynikał głównie z pogarszających się nastrojów na światowych rynkach finansowych.

Niewielkim zmianom cen polskich papierów wartościowych w ostatnich miesiącach towarzyszył stabilny kurs złotego (Wykres 2.29). Pomimo występującej w tym czasie podwyższonej zmienności na rynkach wschodzących, średni kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego w październiku pozostał zbliżony do kursów notowanych w czerwcu br.

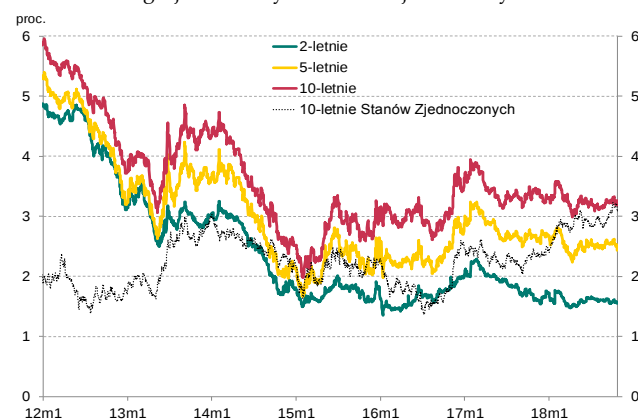
2.5.2 Rynek nieruchomości³³

W II kw. br. rynek mieszkaniowy nadal znajdował się w fazie wysokiej aktywności, odzwierciedlonej w wysokich poziomach produkcji oraz sprzedaży mieszkań (Wykres 2.30). Dotychczas aktywność ta nie generowała nadmiernych napięć. Zwiększonej aktywności rynku towarzyszył wzrost cen mieszkań, związany w części ze wzrostem kosztów produkcji (Wykres 2.31).

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

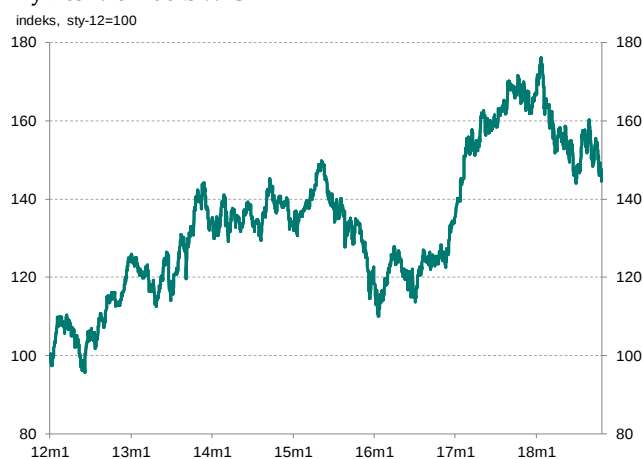
Wysoki popyt na mieszkania przyczynia się do utrzymania na wysokim poziomie liczby

Wykres 2.27 Rentowności polskich obligacji skarbowych na tle 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych



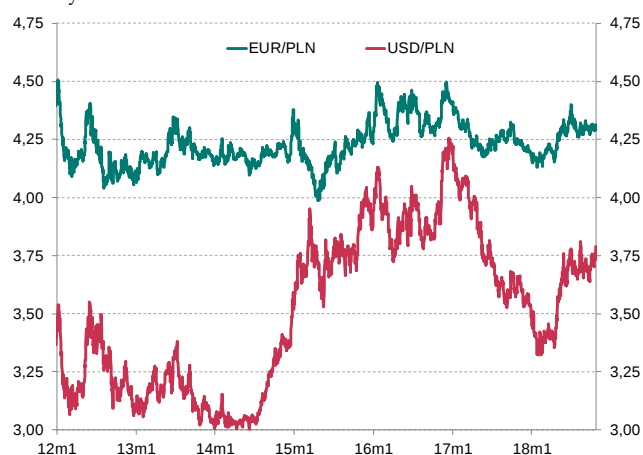
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.28 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Nominalny kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

³³ 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 2018 r.*, NBP, październik 2018 r.

wydanych pozwoleń na budowę oraz liczby mieszkań oddanych do użytkowania³⁴. Niemniej, wzrost podaży mieszkań pozostaje nieznacznie wolniejszy od wzrostu popytu. W tych warunkach mieszkania są nabywane na coraz wcześniejszych etapach inwestycji.

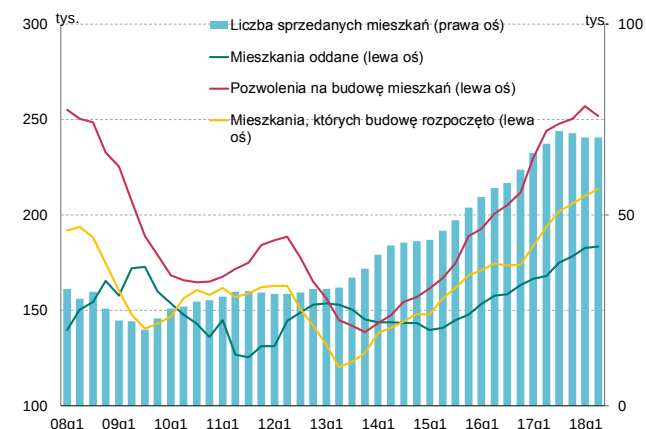
Osiągnięty poziom produkcji może jednak powodować problemy z dalszym jej zwiększaniem, zwłaszcza z uwagi na rosnące ograniczenia deweloperów po stronie podażowej. Ze względu na wysoką aktywność w całym sektorze budownictwa³⁵, obserwowane są zmiany w zakresie czynników produkcji, takie jak problemy z dostępnością pracowników budowlanych oraz wzrosty cen materiałów i szacowanych cen terenów budowlanych. Istniejące zasoby gruntu będące w posiadaniu firm deweloperskich powinny jednak zapewnić podaż nowych mieszkań w najbliższych latach.

Na rynku nieruchomości komercyjnych silnie rośnie podaż, czemu sprzyjają wyższe stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż za granicą, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca z bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Jednocześnie na rynku nieruchomości biurowych oraz handlowo-usługowych popyt utrzymał się w 2018 r. na stabilnym poziomie.

2.6 Pieniądz i kredyt

W III kw. br. dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce wzrosła w porównaniu do poprzedniego kwartału (7,6% r/r w III kw., wobec 6,5% r/r w II kw. br.)³⁶. Podobnie jak we

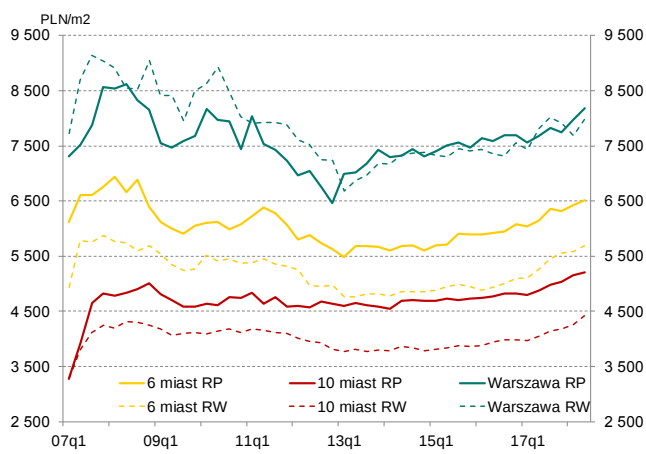
Wykres 2.30 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.31 Ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

³⁴ Zgodnie z danymi GUS, w II kw. br. uzyskano pozwolenia na budowę 65,5 tys. mieszkań, tj. o 7,0% mniej niż w II kw. 2017 r.; oddano do użytkowania 38,3 tys. mieszkań, tj. o 1,0% więcej niż w II kw. 2017 r., natomiast liczba rozpoczętych budów wzrosła o 65,7 tys., tj. 6,2% w stosunku do II kw. 2017 r.

³⁵ Budownictwo mieszkaniowe i komercyjne stanowią każde około 25%, a obiekty inżynierii lądowej i wodnej około 50% całego sektora.

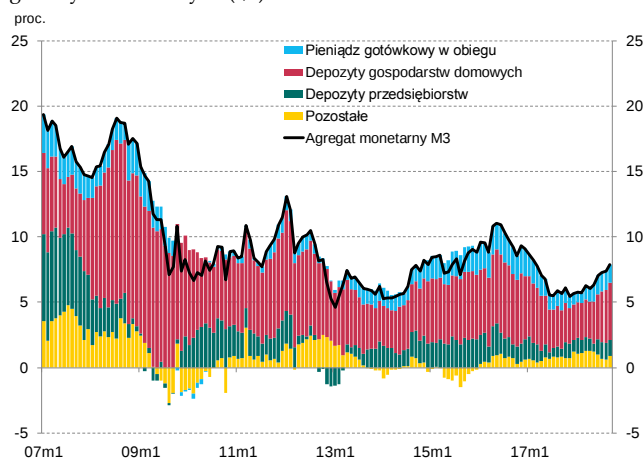
³⁶ W niniejszym rozdziale dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów przytaczana w tekście definiowana jest jako dynamika roczna zmian transakcyjnych uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale.

wcześniejszych okresach, największy wkład do zmiany agregatu M3 miał wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych (Wykres 2.32). Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego³⁷. Od kilku kwartałów dynamika kredytu jest nieco niższa niż dynamika nominalnego PKB (Wykres 2.33).

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej w III kw. br. były kredyty dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów od kilku lat kształtuje się na zbliżonym poziomie i w III kw. br. wyniosła 5,6% r/r (wobec 5,3% r/r w II kw.; Wykres 2.34). Przyrost wartości kredytów dla gospodarstw domowych w tym okresie wynikał zarówno ze wzrostu kredytów mieszkaniowych³⁸, jak i konsumpcyjnych. Dynamika kredytów konsumpcyjnych była jednak wciąż wyraźnie wyższa od dynamiki kredytów mieszkaniowych (odpowiednio 9,2% r/r i 4,3% r/r w III kw. br.). Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjają stabilne stopy procentowe oraz korzystna sytuacja na rynku pracy przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Czynnikiem wspierającym wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych mogło być także nieznaczne złagodzenie polityki kredytowej przez banki, w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych³⁹.

Istotny wkład do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego miały także kredyty dla przedsiębiorstw. W III kw. br. dynamika tych kredytów utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale i wyniosła średnio 6,5% r/r (wobec 6,1% r/r w II kw. br.; Wykres 2.35). Złożyło się na to przyspieszenie

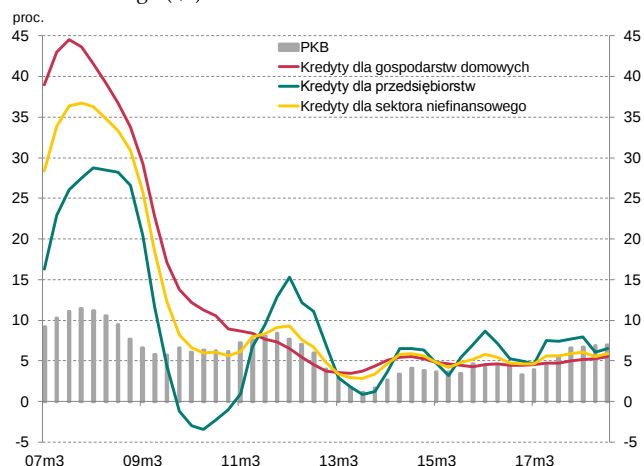
Wykres 2.32 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.33 Dynamika nominalnego PKB i kredytów dla sektora niefinansowego (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

³⁷ W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako dynamika roczna zmian transakcyjnych należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

³⁸ Utrzymuje się relatywnie wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych złotych (w III kw. br. wyniosła 11,0%) oraz spadek kredytów mieszkaniowych walutowych (w III kw. br. wyniósł on 8,2% r/r).

³⁹ W II i III kw. br. banki nieznacznie złagodziły kryteria i niektóre warunki udzielania kredytów konsumpcyjnych (m.in. zwiększyły maksymalną kwotę kredytu oraz wydłużyły maksymalny okres kredytowania). Łagodzenie polityki kredytowej w tym segmencie rynku w znacznym stopniu wynika z presji konkurencyjnej w sektorze bankowym. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2018 r.*, NBP, październik 2018 r.

dynamiki kredytów o charakterze bieżącym (do 10,0% r/r), przy spadku dynamiki kredytów inwestycyjnych (do 2,8% r/r). Do osłabienia wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym przyczyniło się – oprócz spadku kredytów na inwestycje – także obniżenie dynamiki kredytów przeznaczonych na nieruchomości po kilku kwartałach jej wyraźnego przyspieszania. Zmniejszenie tempa wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym może wynikać z finansowania nowych inwestycji głównie ze środków własnych firm, co przekłada się na niższe zainteresowanie przedsiębiorstw finansowaniem nakładów inwestycyjnych kredytem. W ostatnim okresie banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, przy czym w większym stopniu w stosunku do małych i średnich przedsiębiorstw.

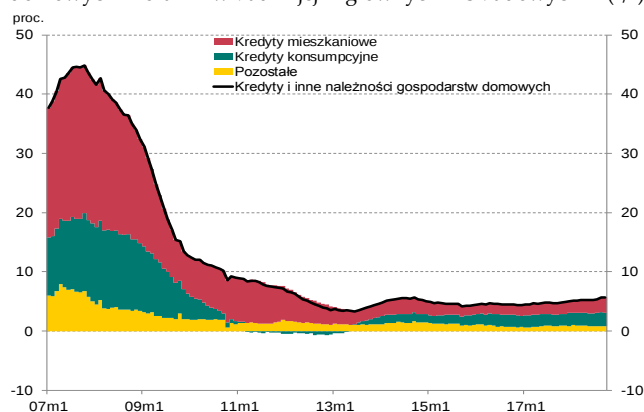
2.7 Bilans płatniczy

Saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, co wskazuje na wysoki stopień zrównoważenia zewnętrznego polskiej gospodarki.

W II kw. 2018 r. saldo na rachunku obrotów bieżących nieco wzrosło w porównaniu do I kw. br. i wyniosło 0,0% PKB w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco (Wykres 2.36)⁴⁰. W kierunku wyższego salda oddziaływał wzrost nadwyżki w handlu usługami, jak również poprawa salda dochodów pierwotnych, które jednak pozostało znacząco ujemne, ze względu na dochody inwestorów bezpośrednich w Polsce. Równocześnie saldo obrotów towarowych w II kw. br. było nieznacznie ujemne (-0,2% PKB)⁴¹.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym nieznacznie wzrosła w związku z wyższym napływem

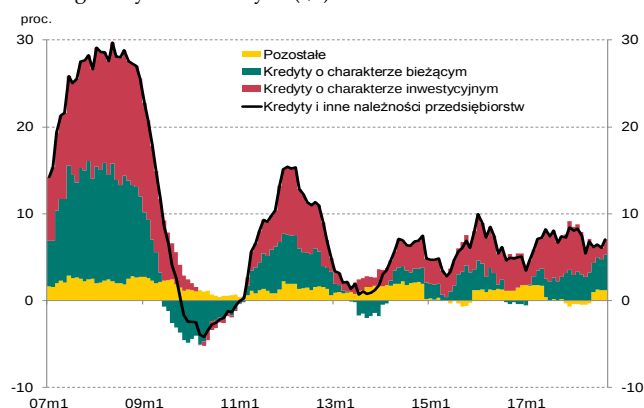
Wykres 2.34 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

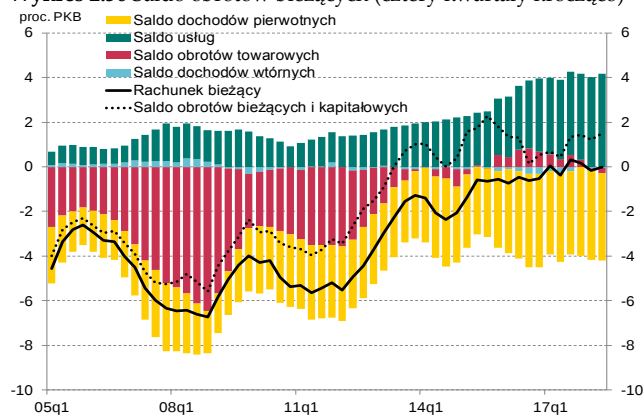
Wykres 2.35 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.36 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP

⁴⁰ Dane o bilansie płatniczym są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

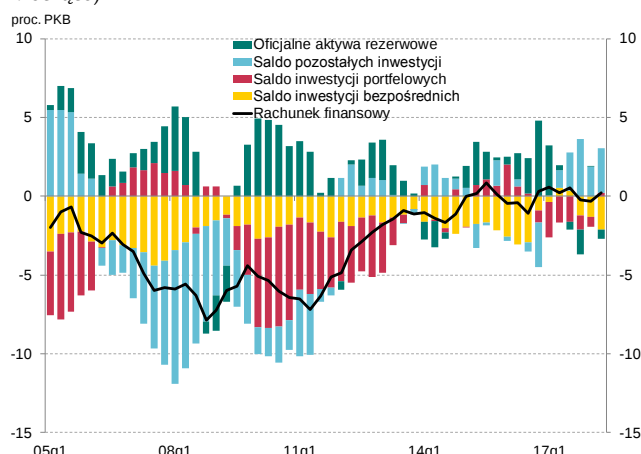
⁴¹ Dane za lipiec i sierpień 2018 r. wskazują, że w III kw. br. saldo na rachunku obrotów bieżących mogło się obniżyć w związku ze spadkiem salda obrotów towarowych.

środków unijnych w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego oraz Funduszu Spójności⁴². W konsekwencji łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych ukształtowało się w II kw. br. na poziomie 1,5% PKB (wobec 1,2% w I kw. br.).

Również saldo na rachunku finansowym w II kw. br. nieco się zwiększyło i wyniosło 0,2% PKB (Wykres 2.37). Wynikało to ze znacznej zmiany salda transakcji w pozostałych inwestycjach⁴³. Zwiększył się natomiast napływ inwestycji bezpośrednich, a saldo inwestycji portfelowych było zbliżone do zera. Z kolei oficjalne aktywa rezerwowe obniżyły się na skutek transakcji (*repo* i *reverse repo*) przeprowadzanych przez NBP.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki. Oprócz zbliżonego do zera salda na rachunku obrotów bieżących, poziom zadłużenia zagranicznego w ostatnich kwartałach pozostawał stabilny, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB poprawiała się (Tabela 2.3).

Wykres 2.37 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

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

	2016				2017				2018	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/ PKB	-0,7	-0,5	-0,6	-0,5	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,2	0,0
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/ PKB	1,3	1,3	0,1	0,5	0,7	0,4	1,3	1,4	1,2	1,5
Saldo obrotów towarowych i usług/ PKB	3,1	3,6	3,9	4,0	4,0	3,9	4,3	4,2	3,9	3,9
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	6,1	5,9	6,4	5,7	5,2	5,0	4,7	4,8	4,8
Zadłużenie zagr./PKB	71	76	74	76	73	71	70	67	67	67
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/ PKB	-63	-62	-62	-62	-62	-63	-62	-61	-59	-57
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	107	114	115	116	115	108	100	102	100	95
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r.	107	116	114	116	116	108	103	106	107	103

Źródło: dane NBP.

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

⁴² Dane za pierwsze dwa miesiące III kw. br. wskazują na dalszy wzrost salda na rachunku kapitałowym.

⁴³ Do wzrostu aktywów w tej kategorii przyczyniły się transakcje polskich banków za granicą, które wpłynęły na wzrost ich depozytów w zagranicznych bankach. Z kolei na spadek pasywów złożyły się transakcje NBP i sektora bankowego (spłata kredytów i wycofanie depozytów przez nierezydentów).

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2018 r.

Na posiedzeniach w okresie od lipca do listopada br. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmienionym 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 22 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 lipca 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna mimo prognozowanego stopniowego obniżania się dynamiki PKB w tej strefie w 2018 r. oraz w kolejnych latach. Wskazywano na ryzyko silniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego w tym obszarze walutowym w przypadku ewentualnej eskalacji napięć w handlu ze Stanami Zjednoczonymi. Część członków Rady oceniała jednak, że ryzyko to jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wzrost gospodarczy w strefie euro może być nawet szybszy od prognozowanego ze względu na poluzowanie polityki fiskalnej w części krajów tej strefy. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w bieżącym roku będzie prawdopodobnie wyższy niż w 2017 r. Zaznaczano, że niepewność dotycząca perspektyw globalnego wzrostu jest obecnie podwyższona. Głównym czynnikiem ryzyka dla koniunktury światowej jest – obok zmian w międzynarodowej polityce handlowej –

kształtowanie się cen ropy naftowej. Podkreślano, że podwyższona niepewność co do perspektyw globalnego wzrostu przyczynia się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji wielu gospodarek rozwijających się i osłabieniu kursów ich walut.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są nadal wyraźnie wyższe niż przed rokiem, a w ostatnim okresie podlegały znacznym wahaniom. Zaznaczano, że do podwyższonej zmienności tych cen przyczyniały się decyzje polityczne i gospodarcze podejmowane przez część krajów eksportujących ropę (kraje tzw. OPEC+ oraz Stany Zjednoczone). Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w dłuższym terminie ceny ropy naftowej mogą się ustabilizować na poziomie zbliżonym do obecnego.

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

utrzymywaniu się niskiej inflacji w tych gospodarkach w ostatnich latach mogły sprzyjać następujące czynniki: postępujący proces globalizacji, w tym rozwój globalnych sieci produkcji oraz wzrost międzynarodowego przepływu pracowników oraz osłabienie siły przetargowej pracowników w negocjacjach płacowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że oddziaływanie części z tych czynników na dynamikę cen może w przyszłości osłabnąć.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiedział zmniejszenie skali skupu od października br. i zakończenie tego programu z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że stopy procentowe w strefie euro pozostaną na niskich poziomach jeszcze przez dłuższy czas. Jednocześnie zwracano uwagę na podwyżki stóp procentowych w Czechach i Rumunii. Część członków Rady podkreślała jednak, że sytuacja gospodarcza w tych krajach jest inna niż w Polsce: inflacja w Czechach i Rumunii kształtuje się powyżej celu, inflacja bazowa jest podwyższona i utrzymuje się szybszy niż w Polsce wzrost wynagrodzeń. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna podniosła w czerwcu stopy procentowe i kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, co – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych, a także pogorszenia koniunktury na świecie.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. było relatywnie wysokie i prawdopodobnie zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez

zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika inwestycji w II kw. br. wzrosła, do czego – obok nadal silnie rosnących inwestycji publicznych – przyczyniło się prawdopodobne ożywienie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Oceniano, że w II kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wzrost eksportu, czemu – zdaniem większości członków Rady – sprzyjało pewne osłabienie złotego w ostatnim okresie. Zaznaczano, że deprecjacja złotego – podobnie jak wielu innych walut gospodarek rozwijających się – była związana z podwyższoną niepewnością na światowych rynkach finansowych. Niepewność ta przyczyniała się także do spadku cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że – według lipcowej projekcji – dynamika PKB w bieżącym roku będzie relatywnie wysoka i wyższa niż oczekiwano w marcu, a w kolejnych latach wzrost gospodarczy będzie stopniowo spowalniać. Część członków Rady wyrażała opinię, że głównym źródłem niepewności dla prognozowanej dynamiki PKB jest sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dominuje ryzyko pogorszenia sytuacji gospodarczej za granicą i – w efekcie – silniejszego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że prawdopodobieństwo zrealizowania się niekorzystnych scenariuszy oraz skala ich wpływu na polską gospodarkę mogą być niższe od oczekiwanych. Ponadto pozytywnie na sytuację gospodarczą w strefie euro może oddziaływać oczekiwane poluzowanie polityki fiskalnej prowadzone w części gospodarek tej strefy. W efekcie dynamika PKB w Polsce w kolejnych latach może – według tych członków Rady – być wyższa, niż wynika z lipcowej projekcji.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady podkreśliła jednak, że dynamika wynagrodzeń od początku bieżącego roku pozostaje stabilna. Członkowie ci zaznaczali, że wyniki lipcowej projekcji wskazują na stabilizację dynamiki płac także w kolejnych kwartałach. Oceniali oni, że sprzyjać temu będzie wysoki – i rosnący – udział przedsiębiorstw nie planujących podwyżek w najbliższej przyszłości. Podkreślali też, że czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu płac jest utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wzrost płac w kolejnych kwartałach może przyspieszyć, szczególnie w przypadku nasilenia się – pojawiających się już obecnie wśród niektórych grup zawodowych – żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Członkowie ci oceniali, że ewentualne podwyżki w sferze budżetowej mogą z kolei przyczyniać się do wzrostu nacisków na wzrost wynagrodzeń w sektorze prywatnym.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w czerwcu br. wzrosła, przy czym wzrost ten wynikał z rosnących cen paliw. Natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była niższa niż na początku roku, a wzrost cen usług spowolnił. W ocenie części członków Rady wskazuje to na nadal słabą wewnętrzną presję inflacyjną w Polsce, utrzymującą się mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac. Inni członkowie Rady oceniali, że spadek dynamiki cen usług w ostatnim okresie miał prawdopodobnie przejściowy charakter.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według lipcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 1,8%. Część członków Rady podkreślała, że prognoza inflacji w bieżącym roku

została obniżona, mimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Zaznaczali oni, że rewizja w dół dynamiki cen wynika z wyraźnego obniżenia prognoz inflacji bazowej, następującego mimo wyższej niż wcześniej oczekiwano dynamiki PKB. Członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych latach inflacja – według lipcowej projekcji – ma stopniowo rosnąć. Większość członków Rady uznała, że zgodnie z wynikami lipcowej projekcji inflacja pozostanie zbliżona do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych może być szybszy niż wskazuje projekcja lipcowa, ze względu na wyższą od prognozowanej dynamikę PKB w kraju, szybszy wzrost wynagrodzeń oraz ponowny wzrost dynamiki cen usług. Członkowie ci wyrażali opinię, że inflację może dodatkowo podwyższać silniejsza reakcja cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie, wynikająca z polityki cenowej polskich producentów paliw. Podkreślali oni także prognozowany wzrost inflacji bazowej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być niższa niż wynika z lipcowej projekcji ze względu na wolniejszy wzrost inflacji bazowej. Wyrażali oni opinię, że dotychczasowy brak wzrostu inflacji bazowej mimo bardzo dobrej koniunktury zwiększa prawdopodobieństwo jej ograniczonego wzrostu w kolejnych kwartałach, szczególnie wobec oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB.

Członkowie Rady zaznaczali także, że w gospodarce brak jest obecnie wyraźnych oznak nierównowag. W szczególności podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie, a realne oprocentowanie kredytów utrzymuje się na wyraźnie dodatnim poziomie. Umiarkowana pozostaje także dynamika głównych agregatów pieniężnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymujący się poziom stopy referencyjnej, który w ujęciu realnym jest ujemny, może zwiększać

ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce, w szczególności na rynku kredytowym i rynku nieruchomości. Zwracali oni uwagę na relatywnie szybki – w ich ocenie – wzrost kredytów konsumpcyjnych i wysoki na tle innych krajów europejskich poziom zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu.

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

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

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 września 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że w Niemczech w II kw. br. wzrost aktywności gospodarczej przyspieszył, wspierany głównie przez silny popyt konsumpcyjny. Oceniano, że perspektywy koniunktury w tej gospodarce są dobre, choć czynnikiem niepewności jest odnotowany w poprzednim miesiącu spadek zamówień w przemyśle. Utrzymującym się korzystnym uwarunkowaniom dla niemieckiego popytu wewnętrznego towarzyszy niepewność dotycząca dynamiki eksportu Niemiec w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała jednak, że ze względu na możliwość porozumienia pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską obniżyło się ryzyko wprowadzenia ceł na import samochodów z Europy przez Stany Zjednoczone. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB jest obecnie wyższy niż przed rokiem. W II kw. br. dynamika PKB w tej gospodarce wyraźnie wzrosła, do czego przyczyniło się głównie ożywienie konsumpcji oraz przyspieszenie eksportu. Zaznaczano, że ryzyko dla globalnej koniunktury związane z polityką handlową

Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie nieco się obniżyło, co oddziaływało w kierunku poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Wskazywano jednak, że – w związku ze złą sytuacją gospodarczą w Argentynie i Turcji – obniżyła się skłonność inwestorów do lokowania kapitału w części gospodarek rozwijających się. Wpływało to negatywnie na ceny aktywów tych gospodarek i przyczyniało się do osłabienia ich walut.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyraźnie wyższe niż przed rokiem i w ostatnim okresie podlegały znacznym wahaniom. Zaznaczano, że do podwyższonej zmienności cen tego surowca przyczyniały się decyzje polityczne podejmowane przez część krajów eksportujących ropy naftową oraz zdarzenia jednorazowe. Wskazywano, że w dłuższym terminie poziom jej cen będzie determinowany przez koniunkturę w gospodarce globalnej, zmiany technologiczne i skalę inwestycji nakierowanych na zwiększenie wydobycia tego surowca.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej koniunktury w gospodarce globalnej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano przy tym, że wzrost cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach przyczynił się do podwyższenia wskaźników cen w wielu krajach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że z tego względu także w kolejnych kwartałach inflacja za granicą może być wyższa niż wcześniej prognozowano. Jednocześnie wskazywano, że wyższe ceny ropy będą negatywnie wpływały na dynamikę PKB w krajach importujących ten surowiec.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć podtrzymuje zapowiedź zmniejszenia skali skupu od października br. i

zakończenia tego programu z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – biorąc pod uwagę oczekiwane stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego i nadal umiarkowaną inflację w strefie euro – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać na niskich poziomach przez dłuższy czas. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej, przy czym niektórzy członkowie Rady oceniali, że jego tempo może być wolniejsze niż wcześniej oczekiwano. Wskazywano, że choć zacieśnianie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oddziałuje w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału z gospodarek rozwijających się, to ryzyko silnego odpływu kapitału z gospodarek o korzystnej sytuacji gospodarczej i braku nierównowag zewnętrznych jest ograniczone.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że dane o PKB w II kw. br. wskazują na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji, zarówno w sektorze publicznym, jak i w sektorze dużych przedsiębiorstw, choć dynamika nakładów na środki trwałe w II kw. br. była niższa niż w poprzednim kwartale. Oceniano, że trudno wskazać źródła spowolnienia wzrostu inwestycji w gospodarce, biorąc pod uwagę bardzo silny wzrost inwestycji samorządów oraz przyspieszenie nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że pomiar nakładów inwestycyjnych firm może być utrudniany przez zmiany wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa źródeł finansowania tych nakładów oraz zmieniający się charakter realizowanych inwestycji. Podkreślano jednocześnie, że w II kw. br. nastąpił wyraźny

wzrost dynamiki eksportu, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – dynamika PKB w bieżącym roku pozostanie relatywnie wysoka, a w kolejnych latach będzie stopniowo się obniżać. Część członków Rady oceniała przy tym, że tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie nieco niższe niż w II kw. br. Niektórzy z tych członków Rady wyrażali opinię, że negatywnie na dynamikę PKB w kolejnych kwartałach mogą oddziaływać rosnące ceny energii oraz ograniczenia podażowe na rynku pracy. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach powinna być stabilna, a w dalszej perspektywie wzrost gospodarczy może być wyższy od oczekiwań. Oceniano, że głównym źródłem niepewności dla prognozowanej dynamiki PKB jest sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano, że w II kw. br. utrzymał się stabilny wzrost zatrudnienia i niski poziom bezrobocia. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady zaznaczała jednak, że zarówno dane z gospodarki narodowej, jak i sektora przedsiębiorstw potwierdzają, że dynamika wynagrodzeń ustabilizowała się i nie ma oznak jej dalszego przyspieszenia. Oceniali oni, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie także w kolejnych kwartałach. Wskazuje na to spadek udziału firm planujących podwyżki oraz udziału przedsiębiorstw odczuwających nasilenie presji płacowej. Członkowie ci wyrażali opinię, że ograniczająco na wzrost płac oddziałuje dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych oraz utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się, co wraz z nasilającymi

się żądaniami płacowymi w sferze budżetowej może przyczyniać się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach. Członkowie ci oceniali, że ewentualne podwyżki płac w sferze budżetowej oraz wzrost płacy minimalnej, następujące w warunkach stabilnej inflacji, mogą oddziaływać w kierunku przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze prywatnym.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że – mimo utrzymującego się szybkiego wzrostu gospodarczego – roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana i w sierpniu br. pozostała na poziomie 2,0%. Zaznaczano, że w kierunku wyższych niż przed rokiem cen oddziaływały głównie wyższe ceny paliw, a więc czynnik znajdujący się w dużej mierze poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii – choć w ostatnim miesiącu nieznacznie wzrosła – pozostaje niska, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są stabilne.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w perspektywie roku nieco wzrośnie, ale będzie zbliżona do 2,5%. Większość członków Rady oceniała, że także w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inflację może podwyższać silniejszy wzrost cen energii, związany ze znaczną – i wynikającą z polityki cenowej polskich producentów – reakcją cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie oraz kosztów wynikających z konieczności dostosowania infrastruktury energetycznej do wymogów UE. Członkowie ci oceniali także, że w kolejnych miesiącach wzrosnąć może dynamika cen żywności w związku z suszą w miesiącach letnich. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu cen w przyszłym roku mogą oddziaływać także wprowadzane zmiany

legislacyjne oraz indeksacja niektórych świadczeń. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że prawdopodobieństwo silniejszego wzrostu inflacji jest ograniczane przez dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które – wraz z silną konkurencją na rynku – zmniejszają skłonność firm do podnoszenia cen. Zaznaczali oni także, że inflacja bazowa będzie rosła w kolejnych miesiącach jedynie stopniowo.

Członkowie Rady podkreślali, że w gospodarce brak jest obecnie wyraźnych oznak nierównowag. Wskazywano, że saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, a wkład eksportu netto do PKB w II kw. br. był dodatni. Podkreślano także, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie, a realne oprocentowanie kredytów utrzymuje się na wyrażnie dodatnim poziomie. Część członków Rady oceniała, że wzrost dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych – w tym kredytów konsumpcyjnych – wynika z ich poprawiającej się sytuacji finansowej, przekładającej się na wyższą zdolność kredytową. Członkowie ci wskazywali także na jedynie stopniowy wzrost dynamiki kredytów mieszkaniowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymujący się poziom stopy referencyjnej, który w ujęciu realnym jest ujemny, może zwiększać ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce. Zwracali oni uwagę na relatywnie szybki – w ich ocenie – wzrost kredytów konsumpcyjnych oraz wysokie na tle krajów europejskich zadłużenie gospodarstw domowych z tego tytułu. Inni członkowie oceniali, że wobec wysokiego popytu na kredyty dla gospodarstw domowych – które charakteryzują się wyższymi marżami – banki mogą być mniej skłonne do finansowania aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo

oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

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

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

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 października 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Zwracano uwagę, że uwarunkowania dalszego wzrostu konsumpcji w strefie euro pozostają korzystne, co powinno przemawiać za jedynie stopniowym spowolnieniem dynamiki PKB w tej strefie w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zaznaczała jednak, że w ostatnim okresie prognozy wzrostu dla strefy euro były obniżane, co – jeżeli będzie kontynuowane – może świadczyć o ryzyku silniejszego spowolnienia aktywności gospodarczej u najważniejszego partnera handlowego Polski. Podkreślano, że negatywnie na wzrost PKB w strefie euro oddziałuje pewne spowolnienie w handlu międzynarodowym, widoczne w szczególności w słabszym wzroście sprzedaży zagranicznej Niemiec. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dodatkowym ryzykiem dla koniunktury w najbliższym otoczeniu Polski są nasilające się okresowo napięcia związane z problemami silnie zadłużonej gospodarki włoskiej. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy utrzymuje się na wysokim poziomie, do czego przyczynia się nadal bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, wysokie ceny aktywów oraz stymulacja fiskalna.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że są one wyraźnie wyższe niż przed rokiem. W ostatnim okresie odnotowano wzrost cen ropy naftowej, węgla i gazu. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej pozostają pod znaczącym wpływem czynników geopolitycznych. Dalszemu wzrostowi cen sprzyja oczekiwany spadek podaży ropy

wynikający z nałożenia sankcji na Iran oraz Wenezuelę, przy braku deklaracji zwiększenia wydobycia w krajach OPEC+, a także rosnący popyt na paliwa będący efektem wciąż korzystnej globalnej koniunktury. Na notowania cen ropy w ostatnim okresie miały ponadto wpływ informacje o zapasach i wydobyciu tego surowca w gospodarce amerykańskiej oraz oczekiwania co do ewentualnego rozpoczęcia sprzedaży ropy z zapasów strategicznych Stanów Zjednoczonych.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, wskazywano, że istotny wzrost cen surowców energetycznych przyczynił się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednak inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana mimo utrzymującej się tam dobrej koniunktury. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach może być wyższa niż wcześniej prognozowano. Inni członkowie Rady zaznaczali dodatkowo, że w warunkach zwiększonych napięć w handlu międzynarodowym i wprowadzania ceł przez największe gospodarki dezinflacyjne oddziaływanie globalizacji na ceny może być słabsze niż dotychczas.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć od października w zmniejszonej skali, i podtrzymuje zapowiedź zakończenia programu łagodzenia ilościowego z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – jeżeli oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie silniejsze niż wskazują na to aktualne prognozy – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać niskie dłużej niż to obecnie sygnalizuje EBC. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej i zgodnie z oczekiwaniami we wrześniu po raz

kolejny podniosła stopy procentowe. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć oddziałuje to w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału z gospodarek wschodzących, to ryzyko silnego odpływu kapitału z krajów charakteryzujących się korzystną sytuacją gospodarczą i brakiem nierównowag zewnętrznych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych może zakończyć się wcześniej niż się obecnie oczekuje.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane sugerują, że wzrost PKB w III kw. był nadal dość wysoki, choć nieco niższy niż w I połowie 2018 r. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że część danych o aktywności w sektorze przedsiębiorstw – w tym indeks PMI oraz dynamika produkcji przemysłowej – w ostatnim okresie osłabiła się. Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo obniżać w ślad za słabnącym tempem wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Zaznaczano, że na dynamikę PKB wciąż korzystnie wpływa rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń i bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji i prognozowane jest jego przyspieszenie w III kw. br. Zwracano uwagę, że oprócz inwestycji publicznych rosną także nakłady na środki trwałe firm prywatnych, co potwierdzają dane z sektora dużych przedsiębiorstw za II kw.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano, że roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest nadal wysoka, choć stopniowo się obniża. Jednocześnie stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac, która jednak nie

przyspiesza. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach. Ich zdaniem wskazuje na to spadek odsetka firm planujących podwyżki oraz umiarkowany wzrost płac w sferze budżetowej zakładany w projekcie ustawy budżetowej, a także utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się, co wraz z prawdopodobnym nasilaniem się żądań płacowych w sferze budżetowej może przyczynić się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że pomimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB, roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Według szybkiego szacunku GUS we wrześniu inflacja wyniosła 1,8% wobec 2,0% w poprzednich kilku miesiącach. Zaznaczano równocześnie, że inflacja bazowa jest niska, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu nieco się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że w ostatnim okresie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostały stabilne, natomiast oczekiwania przedsiębiorstw wzrosły.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w I połowie 2019 r. będzie wyższa niż obecnie. Członkowie Rady zaznaczali, że do wzrostu inflacji przyczynią się głównie wyższe ceny energii związane z wyższymi cenami surowców energetycznych, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku wzrostu cen paliw może także oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji będzie również oczekiwana wyższa roczna dynamika cen

części produktów żywnościowych będąca efektem tegorocznej suszy. Podkreślano, że źródłami podwyższonej inflacji będą zatem szoki podażowe, które jednocześnie będą negatywnie wpływały na rentowność firm i sytuację gospodarstw domowych. Z kolei inflacja bazowa ma rosnąć jedynie stopniowo i w I połowie 2019 r. powinna utrzymać się na poziomie niższym niż cel inflacyjny NBP.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost cen energii może podwyższać inflację nie tylko w krótkim, ale także w dłuższym okresie. Przyczynić się do tego może – w ich opinii – konieczność modernizacji dotychczasowej infrastruktury energetycznej, związana m.in. z dążeniem do dywersyfikacji źródeł pozyskania energii. Zdaniem tych członków Rady, choć podwyżki cen energii dla gospodarstw domowych prawdopodobnie będą w najbliższym czasie nieznaczne, to dla przedsiębiorstw mogą być istotne i zwiększą koszty działalności firm. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrosty cen energii mogą podwyższyć oczekiwania inflacyjne w gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że prawdopodobieństwo silnego wzrostu inflacji ze względu na wzrost kosztów energii jest ograniczane przez silną konkurencję wśród przedsiębiorstw, która może zwiększać skłonność firm do redukcji marż lub innych kosztów w celu zachowania udziału w rynku, a także oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. W odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych członkowie Ci zaznaczali, że w dłuższym okresie nie widać ryzyka ich nadmiernego wzrostu.

Większość członków Rady oceniała, że mimo szoków podażowych, które mogą podwyższyć inflację w I połowie 2019 r., w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku ograniczenia inflacji w kolejnych latach będzie oddziaływać obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Niektórzy

członkowie Rady argumentowali jednak, że oczekiwana skala spowolnienia dynamiki PKB jest relatywnie niewielka, przez co w niewielkim stopniu może ograniczać presję inflacyjną.

Członkowie Rady podkreślali, że w polskiej gospodarce nie występują obecnie wyraźne nierównowagi zewnętrzne i wewnętrzne. Wskazywano, że saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, a dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostaje umiarkowana, tj. niższa od wzrostu nominalnego PKB. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że choć rynek mieszkaniowy jest obecnie w fazie wysokiej aktywności, to kredyty mieszkaniowe nie rosną w nadmiernym tempie. Ponadto w II kw. sprzedaż mieszkań była niższa niż w I kw., co może znaczyć, że ceny mieszkań osiągnęły poziom, który zaczyna ograniczać popyt na nie ze strony gospodarstw domowych.

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

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

monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki oraz podwyższona niepewność co do perspektyw koniunktury w gospodarce światowej.

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

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

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 6-7 listopada 2018 r.

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

W gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, choć w części gospodarek pojawiły się sygnały jej osłabienia. W strefie euro wzrost PKB w III kw. obniżył się oraz pogorszyły się niektóre wskaźniki koniunktury. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy nieznacznie przyspieszył, co potwierdza, że koniunktura w tej gospodarce jest wciąż bardzo dobra. Z kolei w Chinach tempo wzrostu aktywności gospodarczej stopniowo się obniża.

Zwiększenie się niepewności dotyczącej perspektyw globalnej koniunktury przyczyniło się do pewnego pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednocześnie obniżyły się nieco ceny surowców energetycznych, po ich wcześniejszym silnym wzroście. Relatywnie wysoki poziom tych cen nadal przyczynia się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zmniejszył skalę skupu i zapowiada jego zakończenie z końcem 2018 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej.

W Polsce napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury, choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r. Wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii jest nadal niska.

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 1,7–1,9% w 2018 r. (wobec 1,5–2,1% w projekcji z lipca 2018 r.), 2,6–3,9% w 2019 r.

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

W ocenie Rady bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się wzrostu PKB. Zgodnie z projekcją, w 2019 r. m.in. w wyniku pozostającego poza oddziaływaniem polityki pieniężnej wzrostu cen energii inflacja prawdopodobnie przekroczy 2,5%, choć pozostanie w przedziale odchyień od celu. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego.

Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

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

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2018 r. do IV kw. 2020 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2018 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 19 października 2018 r.

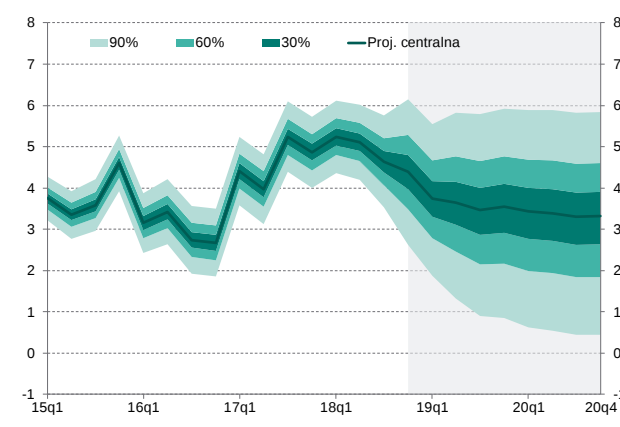
4.1 Synteza

W III kw. 2018 r. gospodarka polska wciąż znajdowała się w fazie silnego ożywienia przy utrzymującym się relatywnie szybkim wzroście popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. W okresie tym nastąpiło jednak niewielkie osłabienie krajowej aktywności gospodarczej względem I połowy br. W III kw. br. nadal wysokiemu wzrostowi PKB towarzyszyła dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost zatrudnienia i utrzymanie się stosunkowo wysokiej dynamiki wynagrodzeń.

W latach 2019-2020 dynamika krajowego PKB będzie się jednak stopniowo obniżać. Ważnym czynnikiem wzrostu popytu krajowego pozostanie spożycie gospodarstw domowych, do czego przyczyni się utrzymująca się poprawa sytuacji na rynku pracy pozytywnie oddziałująca na dochody do dyspozycji i nastroje konsumentów. Nastąpi jednocześnie dalszy wzrost stopy inwestycji związany z odtworzeniem potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz rosnącą absorpcją funduszy strukturalnych UE z bieżącej perspektywy finansowej 2014-2020. Zgodnie ze scenariuszem bazowym projekcji maksymalna w tym cyklu dynamika nakładów brutto na środki trwałe nie osiągnie jednak poziomu z poprzednich cykli koniunkturalnych. Korzystnie na popyt krajowy oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu. Ograniczeniem dla wzrostu gospodarczego będzie natomiast prognozowany w latach 2019-2020 wzrost cen energii oraz obniżenie dynamiki PKB w strefie euro.

Przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP inflacja cen konsumenta w horyzoncie projekcji wzrośnie i ukształtuje się na poziomie 3,2% w 2019 r. oraz 2,9% w 2020 r. Wzrost inflacji CPI będzie spowodowany – oddziałującą z opóźnieniem na ceny – rosnącą presją kosztową i popytową w polskiej gospodarce. Koszty przedsiębiorstw zwiększać będzie utrzymująca się

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



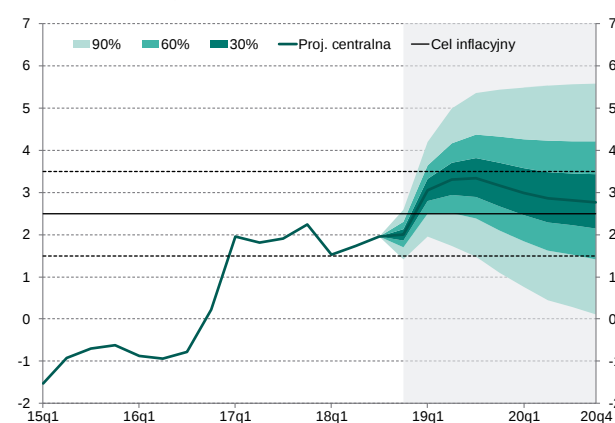
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

na podwyższonym poziomie dynamika wynagrodzeń, przewyższająca w ujęciu realnym wzrost wydajności pracy. W kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać również zwiększona presja popytowa, co znajduje wyraz w utrzymującej się w latach 2018-2020 dodatniej luce popytowej (przy czym wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się w ostatnich latach). Inflację cen konsumenta, jak i koszty przedsiębiorstw, podwyższać będzie również wzrost cen energii. W scenariuszu bazowym projekcji założono, że najsilniejszy wzrost inflacji CPI z tego tytułu nastąpi w 2019 r. Ze względu jednak na wysoki udział komponentu regulowanego w detalicznych cenach energii, określenie skali i rozłożenia w czasie przełożenia na nie czynników kosztowych obarczone jest znaczną niepewnością.

Na oczekiwany kształt scenariusza projekcyjnego istotny wpływ będzie miała przyszła koniunktura w gospodarce światowej. Do potencjalnych czynników niepewności należy zaostrzenie obecnych sporów handlowych i dalszy rozwój protekcjonizmu w handlu światowym. Najważniejszym ryzykiem dla krajowej inflacji jest natomiast przyszły rozwój sytuacji na rynku surowców energetycznych oraz przełożenie rosnących cen energii na koszty przedsiębiorstw oraz ceny dóbr i usług konsumpcyjnych. Materializacja wskazanych ryzyk wpłynęłaby na niższy niż w scenariuszu centralnym przebieg ścieżki dynamiki PKB przy nieco wyższej inflacji CPI, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

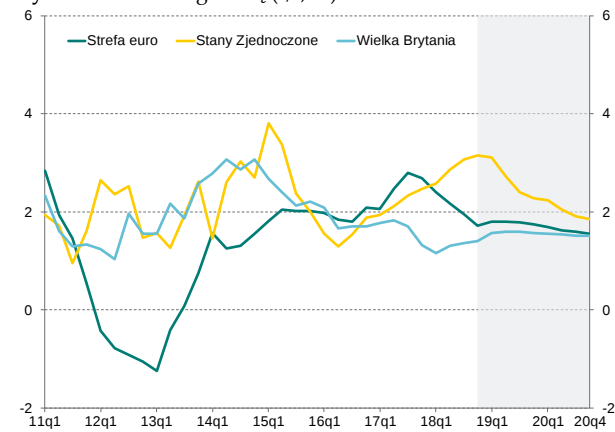
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

W bieżącej projekcji przyjęto, że ożywienie gospodarcze w strefie euro osiągnęło swój szczyt w 2017 r. i w kolejnych latach jego skala będzie się stopniowo zmniejszać (Tabela 4.1, Wykres 4.3). Do osłabienia dynamiki aktywności w tej gospodarce w br. przyczyni się wyraźne spowolnienie w handlu światowym i zwiększona niepewność wynikająca z zaostrzenia sporów handlowych. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w strefie euro w latach 2018-2020 pozostanie spożycie prywatne, wspierane przez utrzymującą się korzystną z punktu widzenia gospodarstw domowych sytuację na rynku pracy oraz rosnącą wartość ich majątku netto.

Korzystniej niż w strefie euro kształtować się będzie w latach 2018-2020 aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. Główną siłą napędową gospodarki amerykańskiej będzie popyt wewnętrzny stymulowany dodatkowo w latach 2018-2019 przez reformę podatkową ograniczającą obciążenia fiskalne gospodarstw domowych i przedsiębiorców. Trwające od początku 2018 r. zaostrzenie polityki handlowej Stanów Zjednoczonych miało jak dotąd niewielki wpływ na wielkość produkcji w tej gospodarce. Nie doprowadziło ono również do istotnego pogorszenia nastrojów amerykańskich przedsiębiorców. W centralnej ścieżce projekcji przyjęto zatem, że uwarunkowania wzrostu konsumpcji i inwestycji w amerykańskiej gospodarce pozostaną korzystne, pomimo wzrostu niepewności związanego z możliwą dalszą eskalacją sporów handlowych.

Na tle wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii będzie się kształtowała w najbliższych latach na relatywnie niskim poziomie, w dużym stopniu ze względu na niepewność związaną z warunkami opuszczenia przez ten kraj Unii Europejskiej. W projekcji przyjęto, że brytyjski rząd osiągnie porozumienie

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

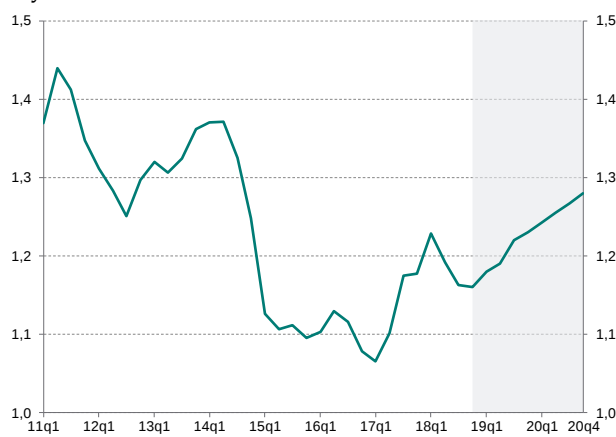
z UE i relacje pomiędzy tymi gospodarkami pozostaną w dużym stopniu niezmienione przynajmniej do 2020 r., tj. do końca okresu przejściowego.

Przyjęte założenia dotyczące stanu koniunktury u najważniejszych partnerów handlowych Polski obciążone są niepewnością, z przewagą ryzyka wolniejszego wzrostu gospodarczego. Do potencjalnych czynników niepewności należy zaostrzenie sporów handlowych i dalszy rozwój protekcyjizmu w handlu światowym, a także warunki opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Ze względu na międzynarodowe powiązania handlowe i finansowe, czynnikiem ryzyka dla założeń projekcyjnych jest również dalszy rozwój sytuacji w gospodarkach wschodzących, które w ostatnich miesiącach doświadczyły silnej deprecjacji kursów walut (Indie, Argentyna, Turcja, RPA, Rosja).

W listopadowej projekcji przyjęto, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi wyznaczonymi w oparciu o kwotowania walutowych kontraktów opcyjnych, że odnotowane w br. umocnienia dolara względem euro jest przejściowe i w kolejnych latach trend ten ulegnie odwróceniu (Wykres 4.4). Stopniowe osłabienie dolara w horyzoncie projekcji będzie odzwierciedlać relatywnie większe ryzyka narastania nierównowag w gospodarce amerykańskiej niż w strefie euro. Jednocześnie niższa aktywność gospodarcza w strefie euro oraz oczekiwane szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną (Wykres 4.5) będą ograniczać skalę tego osłabienia. Przyjęty w projekcji kurs dolara do euro obciążony jest jednak wysoką niepewnością związaną z przyszłym rozwojem sytuacji w gospodarce światowej.

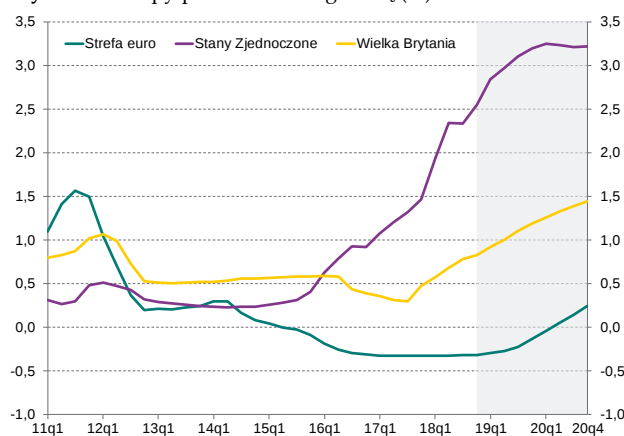
Ze względu na wzrost notowań cen ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego, indeks cen surowców energetycznych w III kw. br. ukształtował się na poziomie wyższym niż w poprzedniej rundzie progностycznej (Wykres

Wykres 4.4 Kurs EUR/USD



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.5 Stopy procentowe za granicą (%)

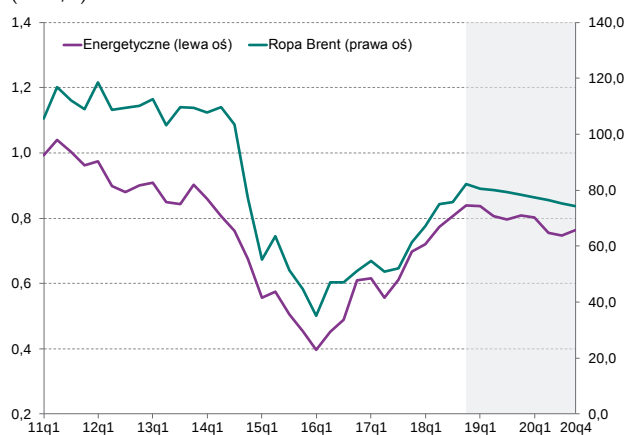


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

4.6). W horyzoncie bieżącej prognozy oczekiwany jest stopniowy spadek cen tych surowców, ale w dalszym ciągu będą się one kształtowały powyżej poziomu przyjętego w projekcji lipcowej.

Obserwowany dalszy wzrost cen ropy naftowej w III kw. br. był związany z utrzymującą się spadkową tendencją światowych zapasów tego surowca, wynikającą z szybko rosnącego popytu, w szczególności ze strony państw azjatyckich, przy jednoczesnym wolniejszym wzroście jej globalnej produkcji. Ważnym czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu podaży ropy naftowej było dalsze systematyczne zmniejszanie wydobycia w Wenezueli na skutek niestabilnej sytuacji politycznej i gospodarczej w tym państwie. Negatywnie na światową produkcję tego surowca wpłynęło również zerwanie przez Stany Zjednoczone porozumienia nuklearnego z Iranem. Choć amerykańskie sankcje obowiązują dopiero od listopada 2018 r., koncerny naftowe już w III kw. br. istotnie ograniczyły produkcję ropy naftowej w Iranie, a w kolejnych miesiącach oczekiwana jest kontynuacja tej tendencji. Dodatkowo, ze względu na utrzymujące się problemy logistyczne z transportem ropy naftowej pochodzącej ze złóż niekonwencjonalnych w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie, nieznacznie obniżono względem rundy lipcowej obecne i przyszłe tempo wzrostu produkcji w tych krajach. W rezultacie oddziaływania tych czynników, notowania cen ropy naftowej w bieżącej projekcji kształtują się powyżej założeń przyjętych w poprzedniej rundzie nie tylko w III kw. br., ale również w dalszym horyzoncie prognozy. W ciągu najbliższych dwóch lat oczekiwane ceny tego surowca, zgodnie z notowaniami kontraktów terminowych, mają się jednak obniżyć względem obecnego podwyższonego poziomu (Wykres 4.6), czemu sprzyjać będzie dalszy wzrost wydobycia w Stanach Zjednoczonych. Podobny kształt ma założona w projekcji ścieżka cen gazu ziemnego, co w znacznym stopniu wynika z silnej współzależności cen obu surowców.

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



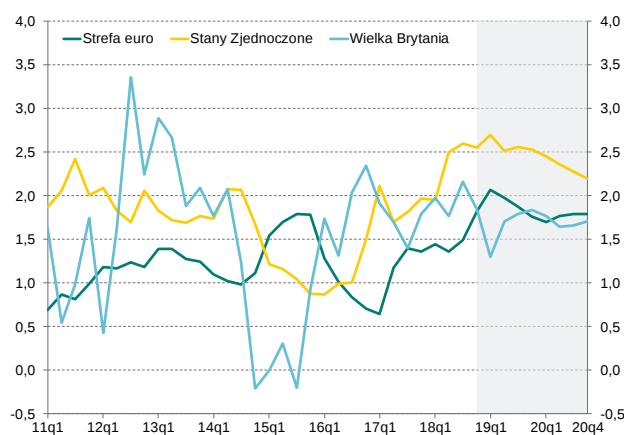
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Do wzrostu cen węgla kamiennego w br. przyczynił się przede wszystkim rosnący popyt na ten surowiec ze strony szybko rozwijających się gospodarek azjatyckich, dodatkowo wzmacniany przez gorące lato w tym rejonie, zwiększające zapotrzebowanie na energię do urządzeń chłodzących. W horyzoncie projekcji ceny tego surowca będą się stopniowo obniżać pod wpływem pogarszających się perspektyw w handlu światowym oraz polityki klimatycznej prowadzonej przez kraje rozwinięte, zakładającej ograniczenia zużycia węgla jako źródła energii.

Po istotnym spadku w 2017 r., indeks cen surowców rolnych w pierwszych trzech kwartałach br. wyraźnie wzrósł i obecnie kształtuje się powyżej oczekiwań z projekcji lipcowej. W kierunku wyższych cen surowców rolnych oddziaływała susza w Europie, która ograniczyła podaż pszenicy, ziemniaków i rzepaku. Wartość indeksu podwyższył także wzrost ceny wieprzowiny, do czego przyczyniły się cła odwetowe nałożone przez UE na import ze Stanów Zjednoczonych, przy utrzymującym się wysokim globalnym popycie na ten towar. Oczekuje się, że ze względu na bezpieczne poziomy światowych zapasów, wzrost indeksu cen surowców rolnych jest przejściowy i w horyzoncie projekcji powróci do poziomu zakładanego w poprzedniej rundzie projekcyjnej.

Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski inflacja (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej, por. Wykres 4.7) nieznacznie wzrośnie, utrzymując się jednak na umiarkowanym poziomie. W kierunku szybszego wzrostu cen za granicą oddziaływać będzie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń oraz rosnące marże przedsiębiorstw. W Stanach Zjednoczonych stopę inflacji dodatkowo podnosić będzie prowadzona przez ten kraj polityka celna oraz deprecjacja waluty amerykańskiej.

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020

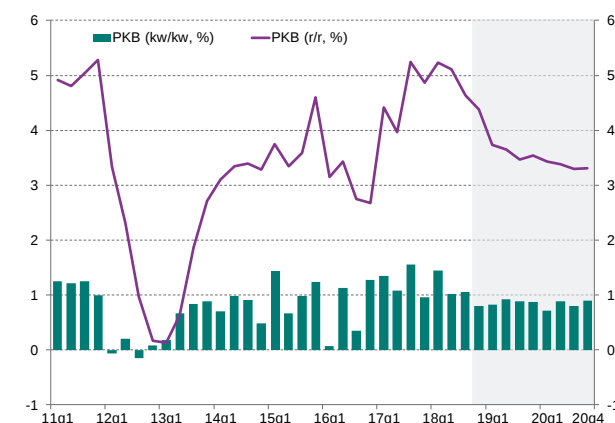
Po wysokim wzroście gospodarczym, przekraczającym 5% r/r w I poł. 2018 r., w horyzoncie projekcji dynamika PKB będzie się stopniowo obniżać w ślad za słabnącym ożywieniem w strefie euro oraz wzrostem cen energii (Wykres 4.8). Spadkowi dynamiki spożycia w latach 2019-2020 będzie towarzyszyć wzrost stopy inwestycji powiązany z odtworzeniem potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz z napływem środków z budżetu UE (Wykres 4.9).

W horyzoncie projekcji wskaźnik inflacji CPI wzrośnie i ukształtuje się na poziomie 3,2% w 2019 r. i 2,9% w 2020 r. Wpłynie na to – oddziałująca z opóźnieniem na ceny – rosnąca presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce. Odzwierciedleniem zwiększonej presji popytowej będzie utrzymująca się w horyzoncie projekcji dodatnia luka popytowa. Jednocześnie problemy przedsiębiorstw związane z niedostateczną podażą pracy będą przyczyniać się do utrzymania podwyższonej dynamiki wynagrodzeń, co przy jednoczesnym ograniczaniu wzrostu produkcji prowadzić będzie do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy (Wykres 4.23). Inflację cen konsumenta (jak i koszty przedsiębiorstw) podwyższać będzie również istotny wzrost cen energii.

Popyt krajowy

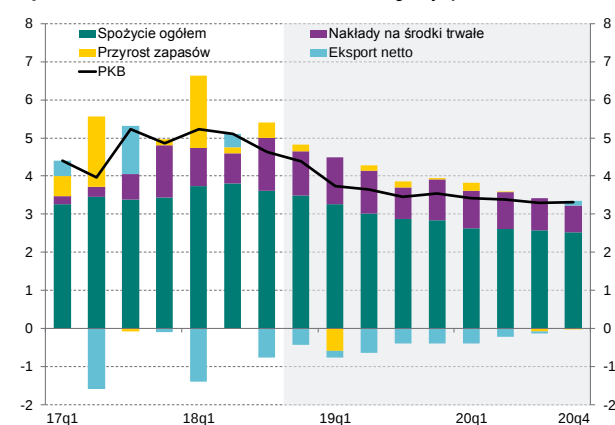
W horyzoncie projekcji spożycie gospodarstw domowych pozostanie głównym źródłem wzrostu gospodarczego (Wykres 4.9, Wykres 4.11). Relatywnie wysokiej konsumpcji będzie sprzyjać korzystny z punktu widzenia pracowników rozwój sytuacji na rynku pracy skutkujący utrzymaniem dynamiki funduszu płac na wysokim poziomie. Sytuacja na rynku pracy, jak również wypłaty świadczeń z programu „Rodzina 500 plus”, wpływają pozytywnie na nastroje

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

gospodarstw domowych⁴⁴, zwiększając ich skłonność do konsumpcji. Do wzrostu spożycia prywatnego przyczyniać się będzie również niski poziom stóp procentowych obniżający koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem.

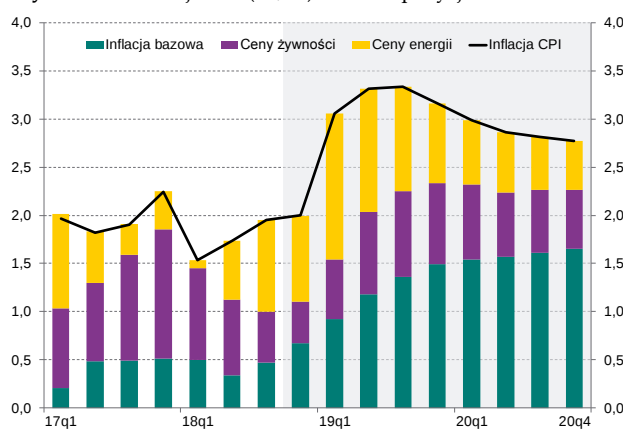
W latach 2019-2020 wyższa niż w br. inflacja zacznie silniej ograniczać siłę nabywczą gospodarstw domowych. Tym samym tempo wzrostu konsumpcji będzie się w horyzoncie projekcji stopniowo obniżać z obecnego wysokiego poziomu.

W bieżącym roku dynamika inwestycji przyspieszy, a głównym źródłem wzrostu tej kategorii pozostanie sektor instytucji rządowych i samorządowych (Wykres 4.12). W kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe zacznie się stopniowo obniżać przy rosnącym udziale inwestycji sektora prywatnego.

Na wysoką dynamikę inwestycji publicznych w 2018 r. składają się w głównej mierze rosnące wydatki jednostek samorządu terytorialnego. Do wzrostu inwestycji realizowanych przez te podmioty przyczyniło się, z jednej strony, przyspieszenie napływu środków unijnych w br., a z drugiej – projekty realizowane w związku z wyborami samorządowymi. W latach 2019-2020 dynamika nakładów brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych istotnie obniży się w ślad za wolniejszym tempem wzrostu absorpcji środków unijnych (Wykres 4.13), po osiągnięciu już w 2018 r. wysokiego poziomu ich wykorzystania.

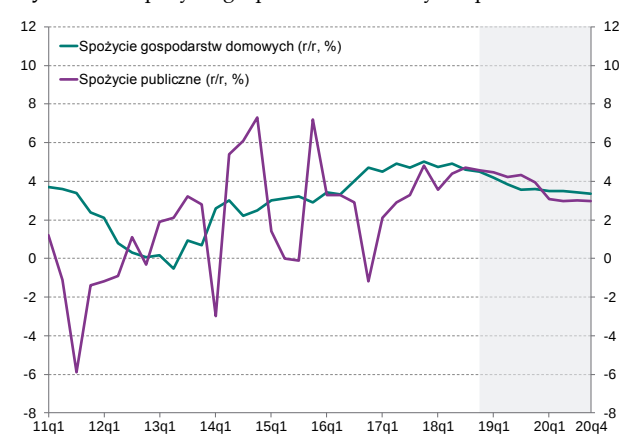
Dane z rachunków narodowych wskazują, że dynamika inwestycji w sektorze prywatnym, obejmującym wszystkie sektory poza instytucjami rządowymi i samorządowymi, w II kw. br. ukształtowała się na niskim poziomie (Wykres 4.12). Dane F-01/I-01 wskazują natomiast na

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



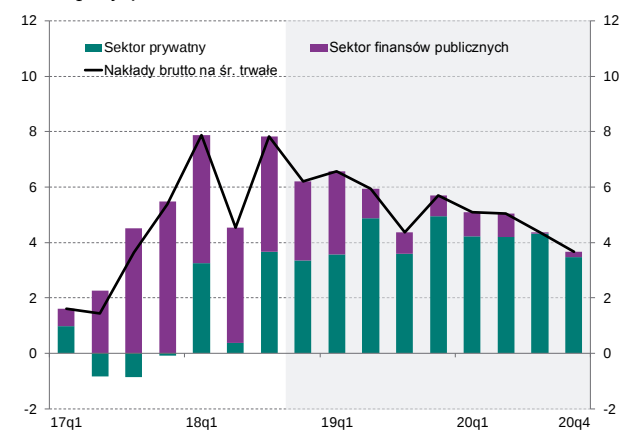
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁴ Koniunktura konsumencka. wrzesień 2018 r., GUS, wrzesień 2018 r.

wyrażnie szybsze w tym okresie tempo wzrostu nakładów na środki trwałe w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstwach niefinansowych, które były wyższe o 13,5% niż przed rokiem⁴⁵.

W horyzoncie najbliższych kwartałów prognozowana dynamika inwestycji sektora prywatnego przyspieszy, jednak nie osiągnie maksymalnego poziomu z poprzednich cykli koniunkturalnych i w 2020 r. ponownie obniży się (Wykres 4.12). Z jednej strony, oczekiwaną odbudowę nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw wspierają korzystne obecnie uwarunkowania popytowe, co potwierdza zbliżony do historycznego minimum odsetek firm wskazujących niedostateczny popyt jako barierę rozwoju ich działalności⁴⁶. Pozytywny wpływ tego czynnika na inwestycje będzie jednak w horyzoncie projekcji stopniowo wygasał, wraz z oczekiwanym osłabieniem popytu zewnętrznego oraz wewnętrznego. Jednocześnie zarówno badania NBP, jak i GUS wskazują na bardzo wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych w przedsiębiorstwach. Inwestycje mieszkaniowe wspiera natomiast utrzymująca się bardzo dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem ułatwiać będzie historycznie niski poziom stóp procentowych, choć nadal głównym źródłem finansowania inwestycji zarówno przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych pozostają środki własne⁴⁷. Z drugiej strony, inwestycje w horyzoncie projekcji ograniczać będą raportowane przez firmy problemy ze znalezieniem pracowników⁴⁸, a także rosnące ceny materiałów budowlanych. W tym samym kierunku będzie

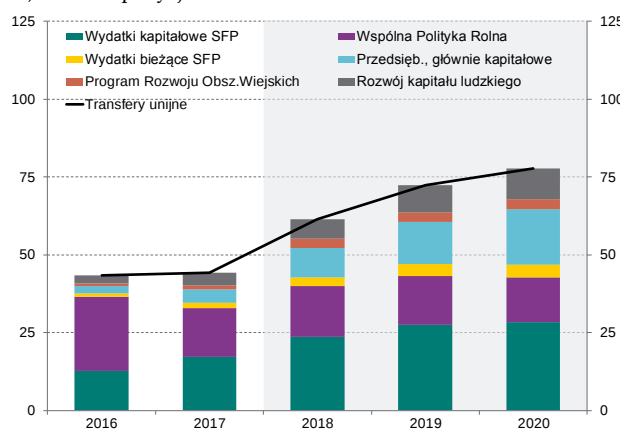
Wykres 4.12 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: obliczenia NBP.

⁴⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

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

⁴⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r. Według wyników tych badań 50% inwestorów finansuje nowo rozpoczynane inwestycje z własnych środków, a dwukrotnie rzadziej z wykorzystaniem kredytów bankowych.

Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2018 r., NBP, październik 2018 r.

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

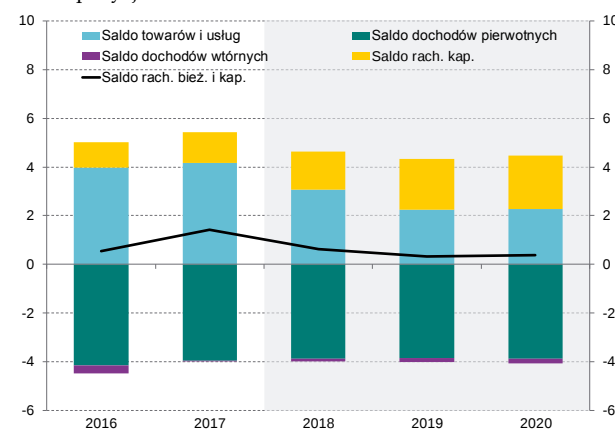
oddziaływać obserwowany obecnie wzrost cen energii elektrycznej na rynku hurtowym, który stopniowo przełoży się na wzrost kosztów podmiotów gospodarczych. W latach 2019-2020 obniży się jednocześnie pozytywny wkład napływu funduszy UE do wzrostu inwestycji sektora prywatnego (Wykres 4.13).

Wzrost spożycia publicznego w 2018 r. ukształtuje się na wysokim poziomie, na co wpływa relatywnie silna dynamika wydatków bieżących jednostek samorządu terytorialnego. W 2019 r. dynamika spożycia publicznego utrzyma się na wysokim poziomie, przewyższającym tempo wzrostu PKB. Zgodnie z projektem *Ustawy budżetowej na rok 2019*, w przyszłym roku po raz pierwszy od 2010 r. zwiększyć się ma kwota bazowa wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej (o 2,3%), zaś wynagrodzenia niektórych grup zawodowych (m.in. nauczyciele, nauczyciele akademicy i pracownicy służb mundurowych) wzrosną w jeszcze szybszym tempie. W 2020 r. ze względu na brak szczegółowych informacji dotyczących przewidywanego kształtowania się wydatków sektora finansów publicznych, przyjęto, zgodnie z założeniem o neutralnej polityce fiskalnej, niewielkie obniżenie tempa wzrostu tych wydatków.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

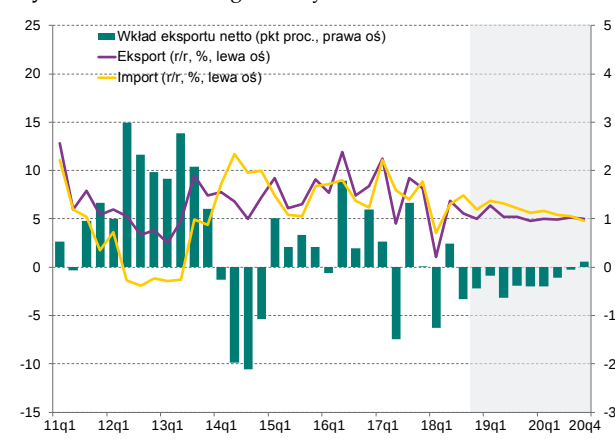
W latach 2018-2020 w ślad za obniżeniem nadwyżki w obrotach handlowych oczekiwany jest spadek łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego, jednak saldo to w dalszym ciągu pozostanie dodatnie (Wykres 4.14). Do zmniejszenia nadwyżki handlowej przyczyni się oczekiwany ujemny wkład eksportu netto do wzrostu (Wykres 4.15). Na przyszłą ścieżkę eksportu wpływać będzie w szczególności obniżające się tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej. Jednocześnie relatywnie wyższa dynamika importu będzie się wiązać z prognozowanym

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

systematycznym wzrostem popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego w polskiej gospodarce. Do spadku nadwyżki handlowej w horyzoncie projekcji przyczyni się również pogorszenie relacji cen w handlu zagranicznym (Wykres 4.16), związane w największym stopniu ze wzrostem cen surowców energetycznych na rynkach światowych. W rezultacie niższa nadwyżka w handlu towarami i usługami nie zrównoważy – jak to miało miejsce w 2017 r. – prognozowanego wysokiego deficytu dochodów pierwotnych, pomimo jego lekkiego obniżenia w horyzoncie projekcji (Wykres 4.14).

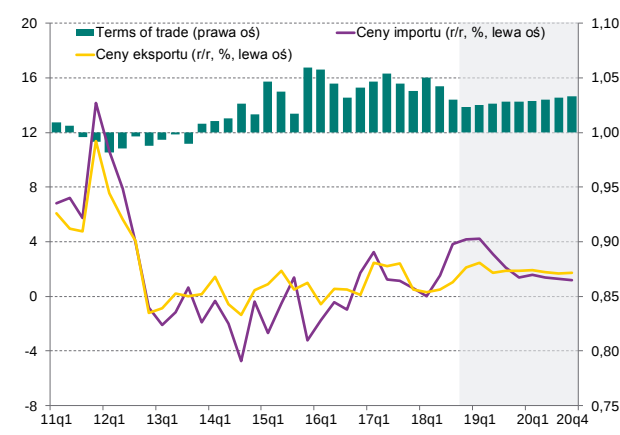
Poziom salda dochodów pierwotnych w bilansie płatniczym Polski determinuje wysokie ujemne saldo dochodów z inwestycji bezpośrednich, które w latach 2018-2020 utrzyma się na relatywnie stabilnym poziomie. Na niewielkie obniżenie w horyzoncie projekcji deficytu dochodów pierwotnych w największym stopniu złożą się korzystniejsze saldo inwestycji portfelowych w ślad za spadającymi w relacji do PKB kosztami obsługi zadłużenia publicznego wobec nierezydentów.

Skalę spadku salda obrotów bieżących i kapitałowych w latach 2018-2020 będzie częściowo ograniczać wzrost nadwyżki na rachunku kapitałowym związany z rosnącym napływem środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.14).

Produkt potencjalny

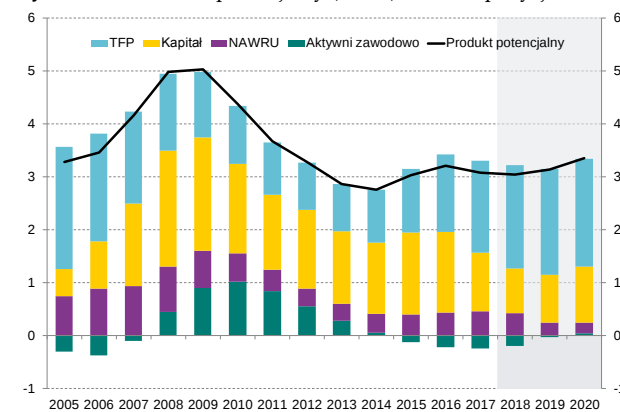
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji przyspieszy do 3,4% r/r (Wykres 4.17). Złoży się na to dalszy wzrost dynamiki łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) oraz wynikające ze wzrostu stopy inwestycji w gospodarce przyspieszenie dynamiki przyrostu kapitału produkcyjnego. Nieznacznie pozytywny wkład do wzrostu produktu potencjalnego będzie miała także efektywna podaż siły roboczej (uwzględniająca liczbę

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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

aktywnych zawodowo i stopę bezrobocia równowagi; Wykres 4.17, Wykres 4.18).

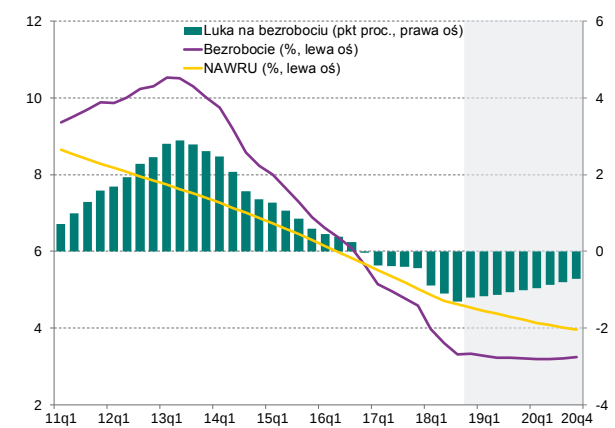
Wyższej dynamice TFP w horyzoncie projekcji będzie sprzyjać dalsza poprawa jakości kapitału ludzkiego. Wyrazem tego jest m.in. rosnący odsetek osób z wyższym wykształceniem w grupie wiekowej powyżej 44 lat, wraz z wchodzeniem w tę grupę młodszych roczników charakteryzujących się wysokim poziomem tego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

Korzystna koniunktura na rynku pracy będzie sprzyjać aktywizacji zawodowej (Wykres 4.19). Efekt ten będzie dotyczyć w szczególności osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64 lat), których aktywność zawodowa jest wciąż wyraźnie niższa niż w krajach Europy Zachodniej. Pozytywnie na podaż pracy wpływa również obecność na krajowym rynku pracy imigrantów, w głównej mierze obywateli Ukrainy⁴⁹. Jednocześnie obniżenie wieku emerytalnego od 1 października 2017 r. ogranicza przyrost współczynnika aktywności zawodowej w najstarszej grupie wiekowej (60/65+ lat). Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie ponadto ograniczać kontynuacja negatywnych procesów demograficznych prowadzących do spadku liczby ludności Polski w wieku produkcyjnym.

Luka popytowa

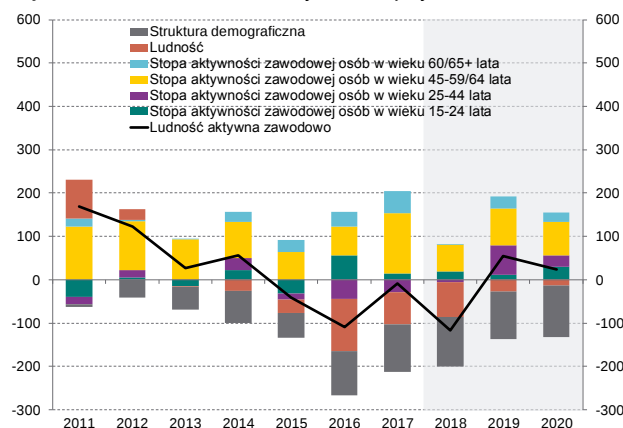
Na skutek wysokiego, wyraźnie przekraczającego dynamikę produktu potencjalnego, wzrostu realnego PKB w bieżącym roku, luka popytowa

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

⁴⁹ Imigranci pozytywnie wpływają na potencjał polskiej gospodarki, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni w jedynie niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP).

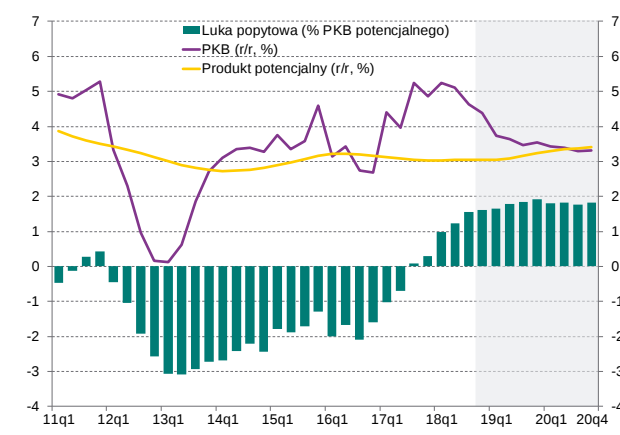
rozszerzy się. W latach 2019-2020 wraz ze spowolnieniem dynamiki wzrostu gospodarczego luka popytowa ustabilizuje się na poziomie 1,8% produktu potencjalnego (Wykres 4.20). Wzrost presji popytowej w skali całej gospodarki będzie w horyzoncie projekcji stopniowo przekładać się na przyspieszenie inflacji CPI.

Rynek pracy

Oczekiwanemu w najbliższych latach spowolnieniu tempa wzrostu PKB towarzyszył będzie stopniowy spadek dynamiki liczby pracujących (Wykres 4.21). Oprócz wolniejszego przyrostu popytu na pracę przyczynią się do tego ograniczenia w podaży pracowników. Zasiób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę jest niewielki, co odzwierciedla rekordowo niska stopa bezrobocia (Wykres 4.18, Wykres 4.22). W badaniach ankietowych przedsiębiorstw odsetek firm wskazujących niedobór pracowników jako barierę działalności⁵⁰ oraz deklarujących posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy⁵¹ kształtuje się na historycznie wysokim poziomie.

Dynamika wynagrodzeń w latach 2018-2020 będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, przewyższając w ujęciu realnym tempo wzrostu wydajności pracy (Wykres 4.23). Z jednej strony w kierunku wyższej dynamiki płac będzie oddziaływać rekordowo niski poziom stopy bezrobocia oraz wzrost inflacji cen konsumenta. W 2019 r. przyspieszy również tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, który obejmuje blisko jedną trzecią ogółu zatrudnionych w gospodarce narodowej. Z drugiej strony w horyzoncie projekcji wolniej będzie rósł popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw, a presję płacową w gospodarce będzie łagodziła dodatkowo obecność imigrantów z Ukrainy. Na stabilizację dynamiki wynagrodzeń w najbliższych kwartałach wskazują również wyniki badań

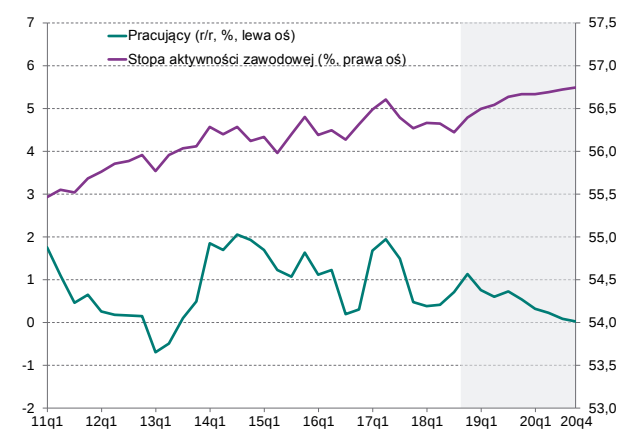
Wykres 4.20 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.21 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁰ Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach, GUS, październik 2018 r.

⁵¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

ankietowych NBP. Zgodnie z nimi obniża się odsetek firm prognozujących zwiększenie wynagrodzeń oraz firm sygnalizujących występowanie presji płacowej, choć nadal wskaźniki te kształtują się na podwyższonym poziomie⁵².

Kurs walutowy

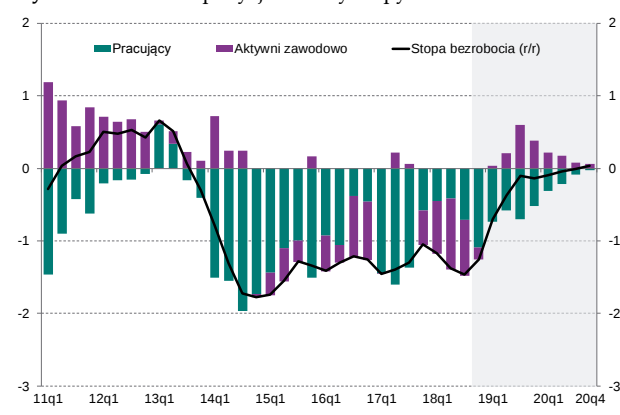
W ostatnich miesiącach pod wpływem wzrostu niepewności na rynkach globalnych, złoty osłabił się w stosunku do walut głównych parterów handlowych Polski. Bieżący poziom kursu krajowej waluty znajduje się obecnie poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W horyzoncie projekcji oczekuje się zatem, że efektywny realny kurs złotego będzie się umacniał zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Skalę oczekiwanego umocnienia złotego ogranicza malejący dysparytet stóp procentowych. Spadek dysparytetu wynika z przyjęcia w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym przewidywanym wzroście kosztu pieniądza w otoczeniu gospodarki polskiej.

Inflacja CPI

Wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji wzrośnie i w latach 2019-2020 ukształtuje się na poziomie 3,2% w 2019 r. i 2,9% w 2020 r. (Wykres 4.24).

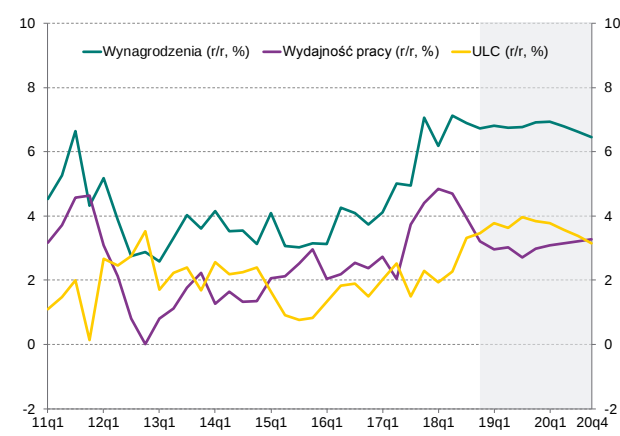
Wzrost inflacji CPI będzie spowodowany – oddziałującą z opóźnieniem na ceny – rosnącą presją kosztową i popytową w polskiej gospodarce (Wykres 4.24). Koszty przedsiębiorstw zwiększa w szczególności utrzymująca się w horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie dynamika wynagrodzeń, przewyższająca w ujęciu realnym wzrost wydajności pracy (Wykres 4.23). W kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać również presja popytowa, odzwierciedlona w utrzymującej się w latach 2018-2020 dodatniej luce

Wykres 4.22 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

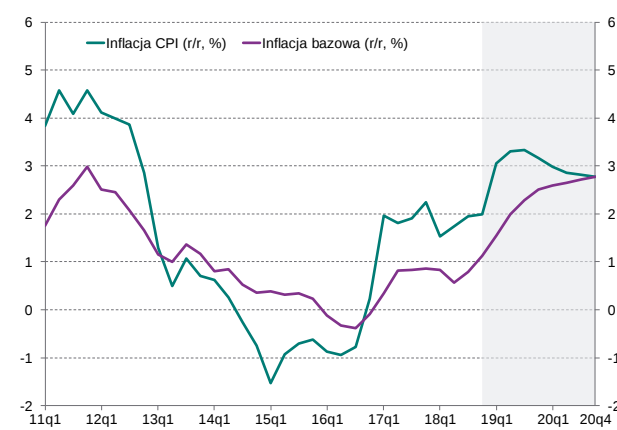
Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie sumy wynagrodzeń w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku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

⁵² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r.

popytowej, przy czym wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się w ostatnich latach⁵³. Jednocześnie wzrosną ceny energii dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, przy czym wzrost ten będzie najsilniejszy w 2019 r.

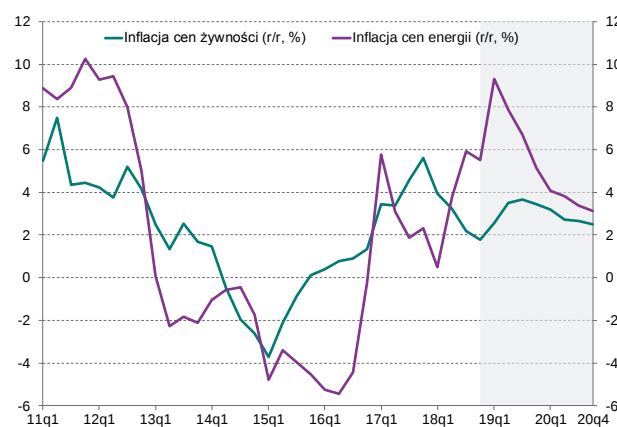
Przyspieszenie inflacji krajowych cen energii w 2019 r. oraz – w mniejszym stopniu – w 2020 r., wiąże się z rozłożonym w czasie wpływem odnotowanego w br. wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 4.25). W szczególności, wyższy poziom cen węgla kamiennego w połączeniu z rosnącą dynamiką cen uprawnień do emisji CO₂ oraz zielonych certyfikatów przełożył się na silny, zbliżony do 60%, wzrost cen energii elektrycznej na krajowym rynku hurtowym. Od 2019 r. ceny z giełdy towarowej będą się stopniowo przekładać na podwyżki rachunków dla gospodarstw domowych. W projekcji założono bowiem, że, podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, URE rozłoży wzrost cen energii elektrycznej w taryfach dla tej grupy podmiotów na kilka lat. Należy jednak zaznaczyć, że przy obecnej sytuacji na rynku energii elektrycznej prognozowanie przyszłego poziomu taryf URE dla gospodarstw domowych obarczone jest wyjątkowo wysoką niepewnością. Od stycznia 2019 r. rachunek za energię elektryczną dla gospodarstw domowych zwiększą również rosnące koszty związane z zapewnieniem bezpieczeństwa energetycznego oraz wsparciem odnawialnych źródeł energii. Inflację cen energii podwyższy także wprowadzenie opłaty emisyjnej, która przyczyni się do dodatkowego wzrostu cen paliw w przyszłym roku. Oczekiwane w bieżącym roku zakończenie postępowania arbitrażowego pomiędzy PGNiG a Gazpromem będzie natomiast ograniczać skalę wzrostu cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych.

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵³ 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.

Wzrost hurtowych cen energii elektrycznej, poza wpływem na wysokość taryf dla gospodarstw domowych, zwiększy również koszty firm. Proces ten będzie jednak rozłożony w czasie ze względu na długookresowy charakter umów na dostawy energii podpisywanych przez przedsiębiorstwa. Wyniki *Szybkiego monitoringu NBP* wskazują, że wzrost cen energii elektrycznej najprawdopodobniej nie przełoży się wyraźnie na dostosowanie cen produkcji sprzedanej. Przedsiębiorstwa deklarują bowiem relatywnie wysoką odporność na ewentualne zmiany kosztów surowców⁵⁴.

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

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji lipcowej przyczyniły się do podniesienia prognozy tempa wzrostu PKB w bieżącym roku oraz jego obniżenia w latach 2019-2020. Nowe informacje wskazują również na możliwą wyższą stopę inflacji w 2019 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.26, Wykres 4.28).

PKB

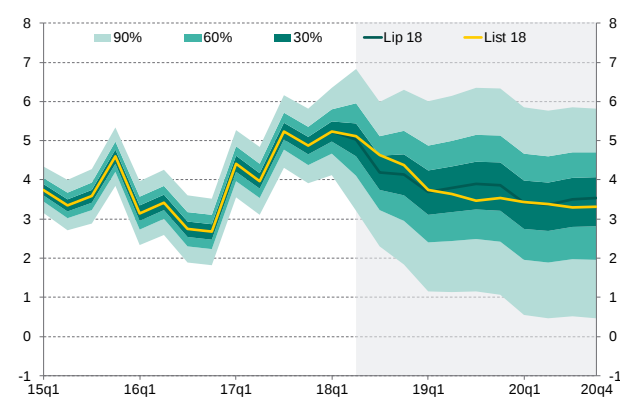
Do podwyższenia tempa wzrostu PKB oraz rewizji jego struktury w 2018 r. przyczyniło się uwzględnienie danych o rachunkach narodowych

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

za II kw. br. oraz wskaźników miesięcznych za III kw. wskazujących na wciąż wysoką aktywność gospodarczą. W konsekwencji uwzględnienia tych informacji w projekcji listopadowej, w 2018 r. powyżej przewidywań z poprzedniej rundy progностycznej ukształtuje się spożycie gospodarstw domowych. Na jego wysoki poziom mają wpływ wyjątkowo optymistyczne nastroje konsumentów raportowane w badaniach koniunktury GUS. W górę zrewidowano również wkład eksportu netto do wzrostu PKB w br. w związku z silniejszym od oczekiwań przyspieszeniem dynamiki eksportu w II kw. Jednocześnie w II kw. br. poniżej założeń z projekcji lipcowej wzrosły krajowe wydatki na środki trwałe, co w części ograniczyło pozytywny wpływ na prognozę korzystnych odczytów pozostałych komponentów PKB (Wykres 4.27).

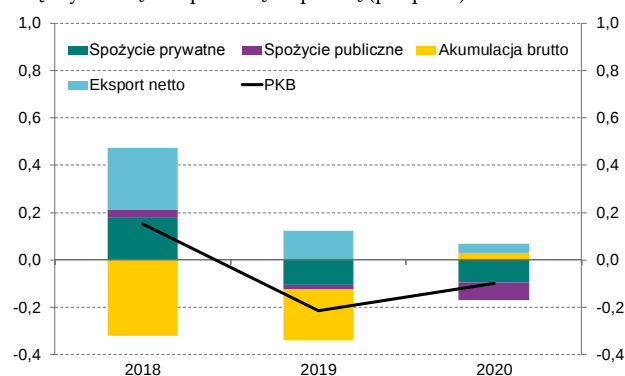
W latach 2019-2020 tempo wzrostu PKB ukształtuje się nieznacznie poniżej oczekiwań z rundy lipcowej, co wynika z negatywnego oddziaływania na aktywność gospodarczą wyższej inflacji cen energii przy jednoczesnym wygasaniu wpływu czynników podwyższających dynamikę PKB w bieżącym roku.

Inflacja

Podwyższenie prognozy inflacji CPI w 2019 r. w stosunku do wyników projekcji lipcowej wynika w największym stopniu ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych i towarzyszącego mu osłabienia złotego względem dolara. Uwarunkowania te najsilniej wpływają na przyszłą ścieżkę krajowych cen energii (Wykres 4.29).

Wzrost notowań cen ropy naftowej i węgla kamiennego przekładać się będzie w projekcji listopadowej na wyższe krajowe ceny paliw i opału. Wyższe ceny węgla, wraz ze wzrostem cen praw do emisji CO₂ oraz zielonych certyfikatów, przyczynią się również do większej niż oczekiwano w projekcji lipcowej podwyżki przeciętnego rachunku za energię elektryczną dla

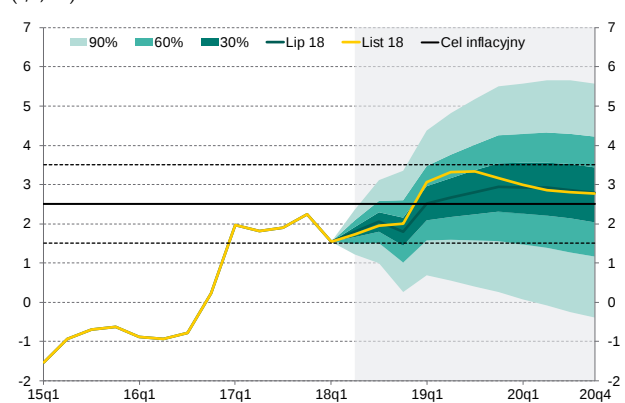
Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



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.

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

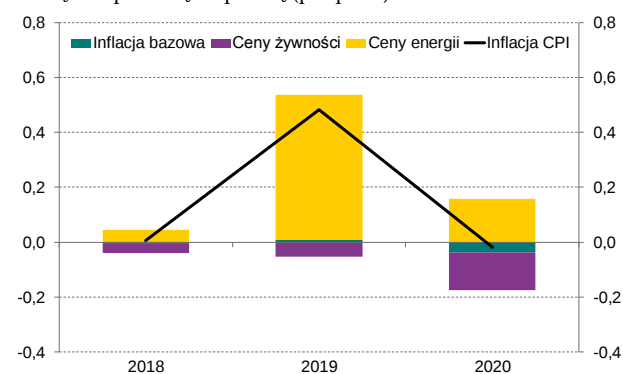


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

gospodarstw domowych. W kierunku wyższej inflacji CPI oddziaływać będzie również rewizja w górę cen gazu ziemnego na rynkach światowych.

Ze względu na duży udział cen administrowanych w krajowych cenach energii, określenie skali i rozłożenia w czasie przełożenia na nie czynników kosztowych obarczone jest wysoką niepewnością. W projekcji listopadowej przyjęto, że największa korekta inflacji cen energii w porównaniu do rundy lipcowej będzie miała miejsce dla 2019 r., przy mniejszej skali zmian tej kategorii w 2020 r.

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.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejszym źródłem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce jest obecnie koniunktura globalna. Ponadto, tempo wzrostu gospodarczego obarczone jest niepewnością związaną z wysokością podaży pracy imigrantów z Ukrainy. Z kolei głównym ryzykiem dla krajowej inflacji, oprócz wzrostu PKB za granicą, jest rozwój sytuacji na rynku surowców energetycznych oraz jego przełożenie na krajowe ceny energii. Bilans czynników niepewności wskazuje na możliwość wystąpienia nieco wyższej inflacji CPI i niższej niż w scenariuszu centralnym ścieżki dynamiki PKB (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego NBP 2,5% (o szerokości +/- 1 pkt proc.) stopniowo obniża się z obecnego poziomu 92% do 45% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

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%)
18q4	0,08	0,92	1,00	0,50	0,92
19q1	0,01	0,20	0,73	0,49	0,72
19q2	0,03	0,19	0,56	0,48	0,53
19q3	0,05	0,22	0,53	0,48	0,48
19q4	0,09	0,28	0,58	0,48	0,49
20q1	0,13	0,34	0,61	0,47	0,48
20q2	0,17	0,38	0,64	0,47	0,47
20q3	0,19	0,40	0,64	0,48	0,46
20q4	0,21	0,42	0,66	0,49	0,45

Źródło: obliczenia NBP.

Perspektywy wzrostu w gospodarce globalnej

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

W okresie od ostatniej projekcji zmaterializowała się część obaw związanych z nałożeniem przez Stany Zjednoczone ceł na kolejne transze importu z Chin. Ogłoszenie we wrześniu br. 10-procentowej taryfy celnej na dalsze 200 miliardów USD importu z Państwa Środka, z perspektywą ich wzrostu do 25% w grudniu br., spotkało się z szybką reakcją odwetową. Ze strony władz amerykańskich pojawiły się zapowiedzi objęcia 25-procentowymi cłami kolejnych 267 miliardów USD dóbr pochodzących z Chin. Istnieje również ryzyko, że opłaty celne zostaną ustanowione także w odniesieniu do wszystkich importowanych do USA samochodów i części do nich o łącznej wartości ponad 200 miliardów USD. Posunięcia te też najprawdopodobniej spotkałyby się z działaniami odwetowymi. Jakkolwiek dotychczasowe działania miały jedynie ograniczony wpływ na nastroje w państwach zaangażowanych w konflikt, to dalsza eskalacja posunięć protekcyjnych mogłaby skutkować zaburzeniami w globalnych łańcuchach podaży, a przez to ograniczeniem handlu światowego oraz zmianami powiązań międzynarodowych. Rosnąca niepewność odnośnie do warunków prowadzenia w przyszłości działalności gospodarczej ograniczałaby inwestycje krajowe,

jak również skutkowałaby powstaniem napięć na międzynarodowych rynkach finansowych.

Zaostrzenie sporów handlowych negatywnie oddziaływałoby na wszystkie strony konfliktu, w tym na Stany Zjednoczone, gdzie ryzyko niższego wzrostu powiązane jest dodatkowo z wolniejszą dynamiką wydatków konsumpcyjnych przy niskiej obecnie stopie oszczędności gospodarstw domowych oraz wysokim udziałem aktywów finansowych w ich majątku. W szczególności taki scenariusz zmaterializowałby się, gdyby nastąpił głębszy spadek cen akcji na giełdach amerykańskich oraz dalszy wzrost cen energii.

Pogorszenie koniunktury oraz wzrost niepewności w skali globalnej mógłby dodatkowo przyczynić się do wzrostu premii za ryzyko, pogorszenia warunków obsługi zadłużenia niektórych krajów oraz odpływu kapitału i spadków cen aktywów w gospodarkach wschodzących, zwłaszcza tych cechujących się znaczącymi nierównowagami makroekonomicznymi. Prowadziłoby to do dalszego spadku popytu światowego.

Podaż pracy w Polsce

Przyszły zasób siły roboczej w Polsce stanowi ważne krajowe źródło ryzyka dla scenariusza centralnego bieżącej projekcji. W tym kontekście szczególną niepewnością obarczona jest założona w horyzoncie projekcji rosnąca liczba pracujących w Polsce migrantów, przede wszystkim z Ukrainy. Przepływy migrantów będą uwarunkowane zarówno sytuacją na krajowym rynku pracy jak i zmianami w polityce migracyjnej innych krajów Unii Europejskiej, w szczególności w Niemczech.

Wpływ uwarunkowań sektora energetycznego na inflację w Polsce

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych, a także

przełożenie uwarunkowań sektora energetycznego w Polsce na ceny konsumenta.

Czynniki podażowe w dalszym ciągu stanowią ryzyko dla przyszłego kształtowania się cen ropy naftowej. Niepewnością obarczona jest wysokość produkcji krajów zrzeszonych w organizacji OPEC, jak również prognozy podaży ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych przy ograniczeniach związanych z transportem surowca na terenie tego kraju. Do wzrostu cen ropy naftowej względem założeń projekcji mogłyby przyczynić się również czynniki geopolityczne, takie jak spadek produkcji w Iranie na skutek przywrócenia sankcji przez Stany Zjednoczone. W tym kontekście ryzyko stanowi również dalszy rozwój kryzysu gospodarczo – politycznego w Wenezueli, który do tej pory przełożył się na spadek wydobycia w tym kraju o 1 mln baryłek dziennie w stosunku do 2015 r. Do ważnych obszarów niepewności w bieżącej projekcji należy również popyt na surowce energetyczne, w szczególności ze strony gospodarek krajów rozwijających się.

Kolejnym ważnym źródłem niepewności dla przyszłej inflacji cen konsumenta jest kształtowanie się innych składowych kosztów sektora energetycznego w Polsce. Między majem 2017 r. a wrześniem 2018 r. ceny uprawnień do emisji CO₂ wzrosły ponad 4-krotnie, z 4,7 EUR za tonę do 21,4 EUR za tonę. Wzrost ten mógł wynikać, z jednej strony, z pozytywnej koniunktury w Europie, a z drugiej – z zaakceptowanych przez państwa UE regulacji, których celem jest dalsze ograniczenie emisji gazów cieplarnianych, wzrost efektywności energetycznej oraz produkcji energii odnawialnej (tzw. „Pakiet Zimowy”). W scenariuszu centralnym projekcji założono umiarkowany, stopniowy wzrost cen uprawnień do emisji CO₂. Jednak biorąc pod uwagę tempo zmiany tych cen

w 2018 r. istnieje ryzyko, że ich faktyczna dynamika w latach 2019-2020 ukształtuje się na istotnie wyższym poziomie. Dla znaczących emitentów dwutlenku węgla w kraju, w tym dla producentów betonu, stali oraz przemysłu chemicznego oznaczać to będzie znaczące zwiększenie kosztów produkcji, które mogą zostać przeniesione na ceny dóbr finalnych.

Na skutek wzrostu cen węgla kamiennego, cen uprawnień do emisji CO₂ oraz zielonych certyfikatów ceny energii elektrycznej po uwzględnieniu wszystkich opłat i podatków na rynku hurtowym we wrześniu 2018 r. osiągnęły poziom o 60% wyższy niż średnia z roku 2017. W chwili obecnej skala przyszłych zmian przeciętnego rachunku dla gospodarstwa domowego, które muszą zostać najpierw zatwierdzone przez URE, i ich rozkład w czasie są nieznane i obciążone wysoką niepewnością. Ryzyko dla przyszłej ścieżki inflacji stanowi również skala w jakiej wyższe koszty działalności przedsiębiorstw wynikające ze wzrostu cen hurtowych energii elektrycznej przełożą się na ceny finalne towarów i usług.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2016	2017	2018	2019	2020
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,6	2,0	1,8	3,2	2,9
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	-0,2	0,7	0,8	2,1	2,7
Ceny żywności (% r/r)	0,8	4,2	2,8	3,3	2,8
Ceny energii (% r/r)	-3,9	3,2	3,9	7,2	3,6
PKB (% r/r)	3,0	4,6	4,8	3,6	3,4
Popyt krajowy (% r/r)	2,2	4,7	5,3	4,0	3,5
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	3,9	4,8	4,7	3,8	3,4
Spożycie publiczne (% r/r)	1,8	3,4	4,1	4,2	3,0
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-8,2	3,4	6,3	5,6	4,5
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,8	0,1	-0,5	-0,4	-0,1
Eksport (% r/r)	8,8	8,2	4,9	5,4	5,0
Import (% r/r)	7,6	8,7	5,9	6,3	5,3
Wynagrodzenia (% r/r)	3,8	5,3	6,8	6,8	6,7
Pracujący (% r/r)	0,7	1,4	0,7	0,7	0,2
Stopa bezrobocia (%)	6,2	4,9	3,6	3,2	3,2
NAWRU (%)	5,9	5,3	4,7	4,3	4,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,4	56,3	56,6	56,7
Wydajność pracy (% r/r)	2,3	3,2	4,0	2,9	3,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,6	2,1	2,7	3,8	3,5
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,4
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,8	-0,3	1,3	1,8	1,8
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,90	0,86	0,89	0,86
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,49	0,62	0,78	0,81	0,77
Inflacja za granicą (% r/r)	0,9	1,3	1,7	2,0	1,9
PKB za granicą (% r/r)	1,9	2,4	2,0	1,9	1,6
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,5	1,4	0,6	0,3	0,4
WIBOR 3M (%)	1,70	1,73	1,70	1,70	1,70

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 połowa maja – wrzesień 2018 r.

■ Data: 29 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2018 z dnia 29 maja 2018 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2017 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 4 września 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2018 z dnia 4 września 2018 r. w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2019.

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

