

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 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 22 lutego 2018 r.

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	19
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	24
2.4 Rynek pracy	25
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	27
2.6 Pieniądz i kredyt	29
2.7 Bilans płatniczy	31
Ramka: Polska i inne kraje europejskie w świetle oceny nierównowag makroekonomicznych Komisji Europejskiej	33
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2017 r. – marzec 2018 r.	37
4. Projekcja inflacji i PKB	53
4.1 Synteza	54
4.2 Otoczenie zewnętrzne	56
4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020	60
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	73
4.5 Źródła niepewności projekcji	76
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2017 r. – styczeń 2018 r.	81

Synteza

W gospodarce światowej trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Dobra sytuacja gospodarcza utrzymuje się w szczególności u głównych partnerów handlowych Polski. W II połowie ub.r. dynamika PKB wzrosła zarówno w strefie euro i gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej, jak i w Stanach Zjednoczonych. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących wzrost gospodarczy był nieco niższy niż w I połowie 2017 r.

Mimo dobrej koniunktury w gospodarce światowej dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje umiarkowana. Sprzyja temu relatywnie niska inflacja bazowa, a także niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Ze względu na wciąż umiarkowaną inflację w strefie euro – pomimo dobrej koniunktury – Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zmniejszył miesięczną skalę ich skupu. Z kolei w Stanach Zjednoczonych – wobec bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy i perspektyw stabilizacji inflacji w pobliżu celu Rezerwy Federalnej (Fed) – kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej.

Po długotrwałym okresie wzrostu, w lutym br. ceny akcji na giełdach światowych przejściowo spadły, co było związane ze wzrostem skali oczekiwanych podwyżek stóp procentowych Fed. Spadkowi cen akcji na świecie towarzyszył wzrost rentowności obligacji, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Z kolei wobec korzystnych perspektyw gospodarczych w krajach wschodzących rentowności obligacji skarbowych na tych rynkach wzrosły jedynie nieznacznie, a waluty tych gospodarek umocniły się.

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Sprzyja temu nadal ograniczona – mimo stopniowego wzrostu – wewnętrzna presja popytowa oraz niska dynamika cen importu. Towarzyszy im słabnąca dynamika cen energii. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen jest natomiast wysoka, choć obniżająca się, dynamika cen żywności.

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, a wzrost gospodarczy w II połowie ub.r. wyraźnie przyspieszył. Istotnym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Jednocześnie w IV kw. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji – głównie publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Wzrost aktywności gospodarczej był wspierany także przez rosnący eksport, czemu sprzyjało utrzymywanie się dobrej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Jednocześnie – wobec przyspieszenia popytu krajowego – wzrosła dynamika importu i eksport netto miał w IV kw. ujemny wkład do wzrostu PKB. Dekompozycja sektorowa wskazuje, że w II połowie 2017 r. utrzymał się znaczący wkład usług i przemysłu do dynamiki PKB, przy wyższej niż w I połowie ub.r. roli budownictwa.

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce sprzyja rosnącemu zapotrzebowaniu na pracę, co przekłada się na dalszy wzrost zatrudnienia i obniżenie bezrobocia. W konsekwencji umacnia się pozycja pracowników w negocjacjach płacowych i rośnie udział firm prognozujących wzrost płac, co sprzyja przyspieszeniu wzrostu wynagrodzeń. Towarzyszy temu szybszy wzrost PKB, przekładający się na wzrost dynamiki wydajności pracy. W efekcie wzrost jednostkowych kosztów pracy pozostaje umiarkowany.

Utrzymującej się dobrej koniunkturze towarzyszy wzrost szerokiego pieniądza (M3), na który składa się głównie przyrost depozytów bieżących gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw. Jednocześnie głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza w 2017 r. pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego, którego tempo było jednak nieco niższe od dynamiki nominalnego PKB. Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej są wciąż kredyty dla gospodarstw domowych, choć istotnie rosną także kredyty dla przedsiębiorstw.

W tych warunkach Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Większość uczestników rynku oczekuje obecnie utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych NBP w 2018 r., a część z nich spodziewa się podwyższenia stóp NBP w dalszej perspektywie.

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w Polsce – mimo wyraźnego wzrostu rentowności na rynkach rozwiniętych – były relatywnie stabilne. Z kolei ceny akcji w Polsce obniżyły się w ostatnim okresie, co było odzwierciedleniem zmiany nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie dobre dane z polskiej gospodarki sprzyjały aprecjacji złotego wobec wszystkich głównych walut. Na rynku nieruchomości wysokiemu popytowi na mieszkania towarzyszy dalszy wzrost ich podaży. W efekcie ceny mieszkań rosły w umiarkowanym tempie. Natomiast wobec utrzymującej się nadpodaży nieruchomości komercyjnych ceny ich wynajmu nieznacznie się obniżyły.

Dobrej koniunkturze w kraju towarzyszy zrównoważone saldo na rachunku obrotów bieżących. W II połowie ub.r. złożyła się na to wysoka nadwyżka w wymianie handlowej, przy wyraźnym ujemnym saldzie dochodów pierwotnych. W ślad za stopniowym wzrostem napływu środków unijnych w II połowie 2017 r. wzrosła także nadwyżka na rachunku kapitałowym. Natomiast saldo rachunku finansowego było zbliżone do zera.

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 listopad 2017 – luty 2018 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. są umieszczone w rozdziale 3. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 29 marca 2018 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2017 – styczeń 2018 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono ramkę: *Polska i inne kraje europejskie w świetle oceny nierównowag makroekonomicznych Komisji Europejskiej*.

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 16 lutego 2018 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6–2,5% w 2018 r. (wobec 1,6–2,9% w projekcji z listopada 2017 r.), 1,7–3,6% w 2019 r. (wobec 1,7–3,7%) oraz 1,9–4,1% w 2020 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,5–5,0% w 2018 r. (wobec 2,8–4,5% w projekcji z listopada 2017 r.), 2,8–4,8% w 2019 r. (wobec 2,3–4,3%) oraz 2,6–4,6% w 2020 r.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

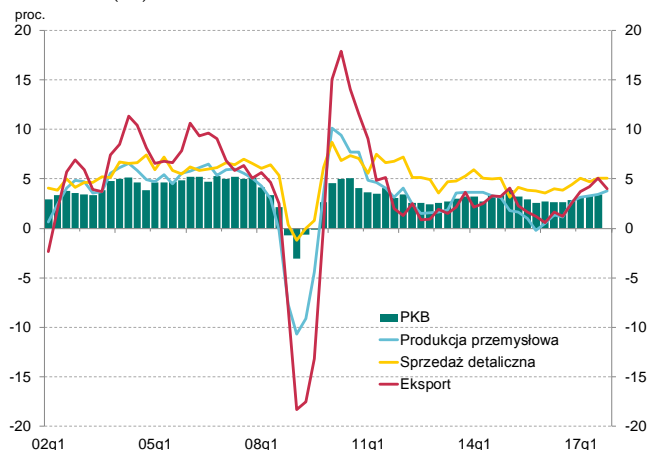
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W gospodarce światowej trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Utrzymującej się korzystnej koniunkturze w wielu krajach sprzyja oprócz rosnącego popytu konsumpcyjnego także wzrost aktywności inwestycyjnej i ożywienie w handlu światowym (Wykres 1.1).

Dobra sytuacja gospodarcza utrzymuje się w szczególności u głównych partnerów handlowych Polski. W strefie euro roczna dynamika PKB w II połowie ub.r. była wyższa niż w poprzednim półroczu (w III i IV kw. odpowiednio 2,7% i 2,7% r/r, Wykres 1.2). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w tej strefie pozostaje popyt wewnętrzny, w szczególności konsumpcja prywatna, przy dodatnim wkładzie nakładów inwestycyjnych. Dalszemu wzrostowi popytu wewnętrznego w strefie euro sprzyja systematyczny wzrost zatrudnienia i płac, optymizm konsumentów i przedsiębiorców oraz wciąż ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro jest w coraz większym stopniu wspierany przez rosnący eksport, związany z ożywieniem zarówno obrotów handlowych wewnątrz strefy euro, jak też z rosnącą – mimo aprecjacji euro – wymianą handlową z krajami trzecimi.

Dobra koniunktura w strefie euro przyczynia się do wzrostu eksportu gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak głównym czynnikiem wspierającym utrzymujący się w tych gospodarkach relatywnie szybki wzrost PKB

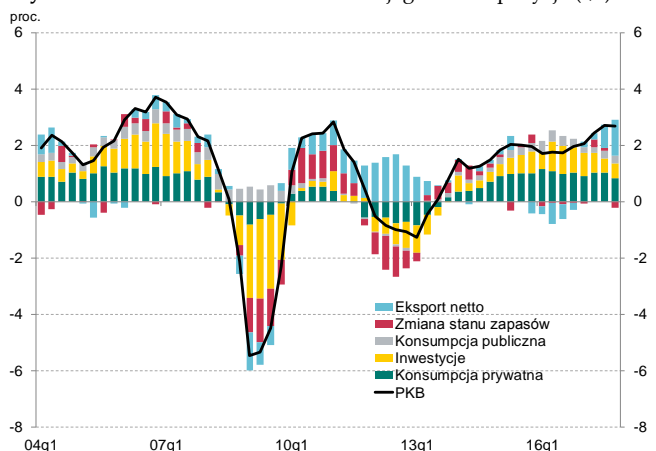
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

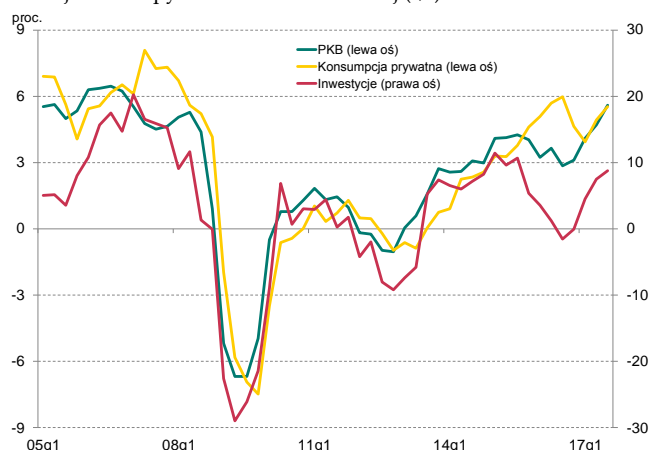
pozostaje popyt wewnętrzny (Wykres 1.3). Postępującemu wzrostowi konsumpcji, któremu sprzyja wysoka dynamika płac i dalszy wzrost zatrudnienia, towarzyszy stopniowa odbudowa popytu inwestycyjnego.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II połowie 2017 r. również wzrosła (do 2,3% i 2,5% r/r w III i IV kw., Wykres 1.4). Największy wkład do wzrostu PKB w tej gospodarce ma nadal popyt konsumpcyjny. Sprzyjają temu rosnące zatrudnienie i płace, a także zwiększający się – głównie wskutek wzrostu cen aktywów finansowych – majątek gospodarstw domowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych jest wspierany przez dalszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Przyspieszeniu inwestycji firm w II połowie ub.r. towarzyszył także nieznaczny wzrost rocznej dynamiki eksportu.

W Wielkiej Brytanii dynamika PKB utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, przy czym w II połowie 2017 r. była nieco niższa niż w poprzednim półroczu (Wykres 1.4). Przyczyniło się do tego osłabienie wzrostu inwestycji związane z podwyższoną niepewnością co do kształtu porozumienia w sprawie *Brexitu*. Niższa niż w I półroczu była także dynamika konsumpcji prywatnej ograniczana przez ujemną dynamikę realnych płac. Wzrost aktywności gospodarczej jest natomiast w coraz większym stopniu wspierany przez eksport, którego wzrostowi sprzyja ożywienie w handlu światowym przy słabszym niż rok wcześniej kursie funta brytyjskiego.

W największych gospodarkach wschodzących wzrost gospodarczy pod koniec 2017 r. był nieco niższy niż w I połowie 2017 r. (Wykres 1.5). W Rosji obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego wynikało jednak głównie ze spowolnienia inwestycji, po ich przejściowym silnym wzroście w II kw. ub. r. związanym

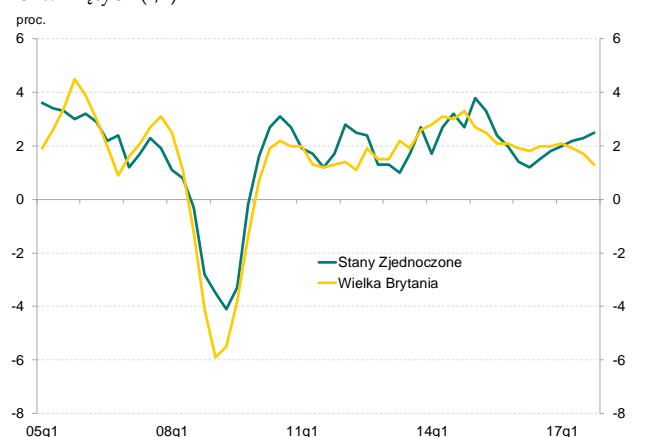
Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

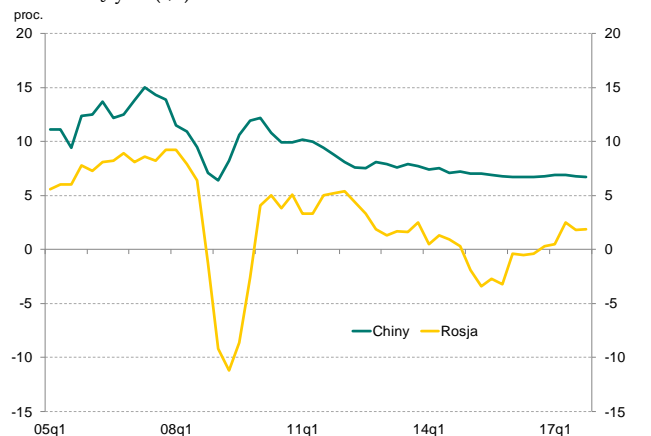
Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski), ważony PKB.

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



Źródło: dane Bloomberg.

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



Źródło: dane Bloomberg.

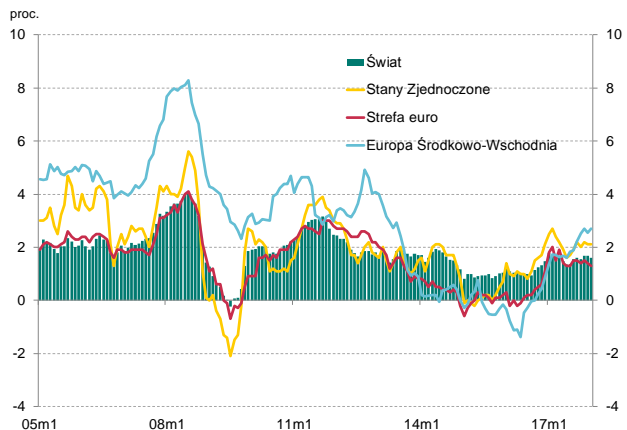
w znacznym stopniu z realizacją projektów inwestycyjnych w sektorze wydobywczym. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływał tam również spadek dynamiki eksportu związany z umocnieniem kursu rubla. Natomiast w Chinach dynamika PKB obniżyła się jedynie nieznacznie, do czego przyczynił się spowalniający wzrost inwestycji, wynikający z celowych działań rządu nakierowanych na zmniejszenie popytu na rynku mieszkaniowym oraz stopniowe ograniczanie produkcji w przemyśle ciężkim. W kierunku wzrostu dynamiki PKB Chin oddziaływało natomiast przyspieszenie eksportu. Czynnikiem wspierającym wzrost gospodarczy w Chinach pozostaje także stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Mimo dobrej koniunktury w gospodarce światowej dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje umiarkowana (Wykres 1.6). Sprzyja temu relatywnie niska inflacja bazowa. Ograniczająco na wzrost inflacji na świecie oddziałuje także relatywnie niska dynamika cen żywności wynikająca z niższych niż przed rokiem cen surowców rolnych na rynkach światowych. Z kolei ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na świecie wzrosły w II połowie 2017 r., co przełożyło się na wyższą dynamikę cen energii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

W strefie euro inflacja pozostaje niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (w styczniu br. wyniosła 1,3% r/r; Wykres 1.7). Przyczynia się do tego utrzymująca się na niskim poziomie inflacja bazowa, której wzrost ograniczany jest przez nadal słabą dynamikę płac. Relatywnie powolny wzrost wynagrodzeń związany jest częściowo z wciąż podwyższoną stopą bezrobocia w niektórych krajach strefy euro, a także niskim wzrostem płac ustalanych

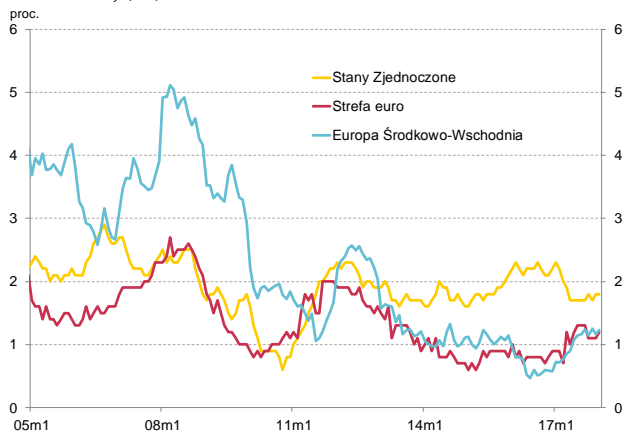
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

w ramach układów zbiorowych. Dynamika cen konsumenta jest dodatkowo ograniczana przez mocniejszy niż przed rokiem kurs euro.

W Stanach Zjednoczonych inflacja jest nadal wyższa niż w większości krajów rozwiniętych. Sprzyja temu trwające tam od kilku lat ożywienie gospodarcze, znajdujące odzwierciedlenie w dobrej koniunkturze na rynku pracy, w tym wyraźnie niższej od wieloletniej średniej stopie bezrobocia. Mimo to inflacja bazowa w Stanach Zjednoczonych jest niższa niż w 2016 r., co jednak wynika w znacznej mierze z działania czynników o charakterze przejściowym¹.

Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej inflacja w II połowie 2017 r. wzrosła, czemu sprzyjało przyspieszenie dynamiki PKB i relatywnie szybki wzrost wynagrodzeń. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływał także silny wzrost cen żywności związany w znacznym stopniu z przejściowymi ograniczeniami podażowymi na rynku niektórych towarów rolnych. Mimo stopniowego wzrostu dynamika cen w większości krajów regionu pozostaje jednak niższa od wieloletniej średniej (Wykres 1.7).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych w ostatnim okresie ponownie wzrosły i pozostają wyższe niż przed rokiem. Z kolei ceny surowców rolnych w ostatnich miesiącach nadal spadały (Wykres 1.8; Wykres 1.9; Wykres 1.10).

Ceny ropy naftowej – po przejściowym spadku na początku lutego br. związanym z pewnym pogorszeniem nastrojów na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) – w ostatnim okresie ponownie wzrosły (Wykres 1.9). Do wzrostu cen tego surowca przyczyniło się ograniczenie produkcji ropy

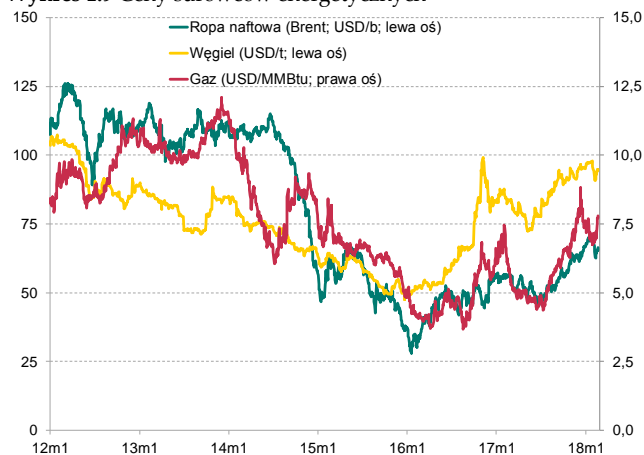
Wykres 1.8 Indeks cen surowców



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

¹ Czynnikiem obniżającymi inflację bazową są m.in. zmiany legislacyjne dotyczące opieki zdrowotnej oraz obniżki cen abonamentów telefonicznych.

wprowadzone przez kraje należące do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) i niektórych innych eksporterów, przy utrzymującym się – w warunkach korzystnej koniunktury na świecie – wzroście popytu na ten surowiec. W efekcie systematycznie obniżały się światowe zapasy ropy, co oddziaływało w kierunku wzrostu jej cen. Ograniczająco na wzrost cen ropy oddziałuje natomiast wzrost jej wydobycia ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych.

Ceny pozostałych surowców energetycznych – po wcześniejszym spadku w ślad za cenami ropy naftowej – także ponownie wzrosły w ostatnim okresie (Wykres 1.9). W dalszym ciągu rosły ceny węgla, do czego przyczyniał się przede wszystkim silny popyt ze strony krajów azjatyckich. W szczególności rósł popyt ze strony Chin, przy jednoczesnym ograniczeniu produkcji węgla przez część chińskich producentów. Z kolei na kształtowanie się cen gazu ziemnego w ostatnim okresie, oprócz zmian cen ropy naftowej, wpływały także zwiększone zużycie tego surowca do celów grzewczych oraz czynniki jednorazowe².

Jednocześnie ceny większości surowców rolnych – mimo utrzymującego się silnego wzrostu konsumpcji w gospodarce globalnej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) – obniżyły się w ostatnich miesiącach. W kierunku spadku cen surowców rolnych oddziaływała nadal ich wysoka podaż wspierana przez relatywnie niskie koszty produkcji, a także znaczne zapasy części artykułów rolnych (Wykres 1.10)³.

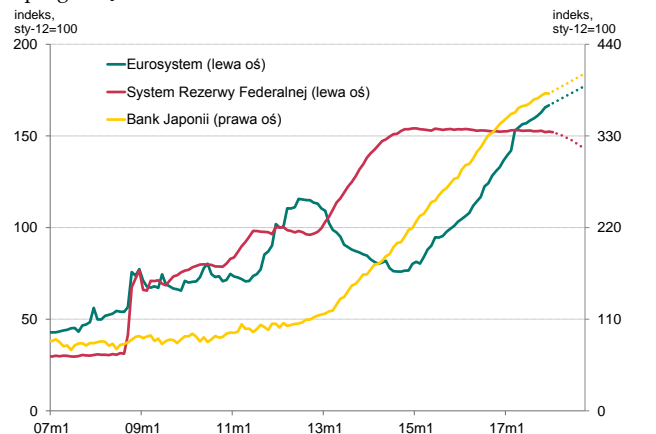
Wykres 1.10 Indeks cen artykułów rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odfuszczonego 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 września 2018 r.: dla Eurosystemu przy założeniu wzrostu o 30 mld euro miesięcznie, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym w okresie II-IV kw. 2017 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.

² Do czynników przejściowo podwyższających ceny gazu ziemnego w grudniu ub.r. należało pogorszenie warunków atmosferycznych w Wielkiej Brytanii, awaria rurociągu na Morzu Północnym oraz wybuch gazociągu w Austrii.

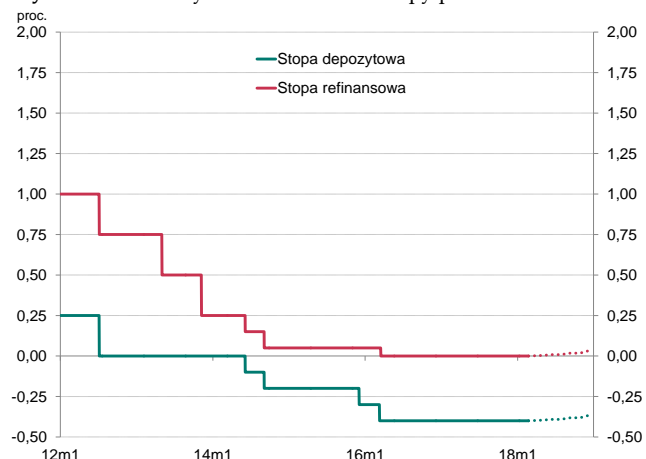
³ Na spadek cen artykułów rolnych miały wpływ wysokie zapasy zbóż, wysoka produkcja roślin oleistych, mięsa i nabiału, a także niskie koszty pasz.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Ze względu na wciąż umiarkowaną inflację w strefie euro (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*) – pomimo dobrej koniunktury – Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). W efekcie krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego pozostają ujemne. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zgodnie z wcześniejszą decyzją zmniejszył w 2018 r. miesięczną skalę skupu (Wykres 1.11)⁴. Ponadto EBC podtrzymuje zapowiedź, że stopy procentowe pozostaną na obecnym poziomie także po zakończeniu zakupów aktywów netto. W efekcie uczestnicy rynku nie oczekują zmian stóp w strefie euro w nadchodzących kwartałach (Wykres 1.12). Jednocześnie 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 wpływało na utrzymywanie łagodnych warunków monetarnych.

Z kolei w Stanach Zjednoczonych – wobec bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy i perspektyw stabilizacji inflacji w pobliżu celu Rezerwy Federalnej (Fed) – kontynuowane jest stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2017 r. Fed trzykrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej (każdorazowo o 0,25 pkt proc.) – do 1,25-1,50% obecnie. Mediana prognoz członków Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) wskazuje na kolejne trzy podwyżki w 2018 r. (łącznie o 0,75 pkt proc.). W ostatnich miesiącach oczekiwania uczestników rynku dotyczące podwyżek stóp procentowych – z uwagi na poprawę perspektyw gospodarczych – zwiększyły się i również wskazują na wzrost stóp procentowych o 0,75 pkt

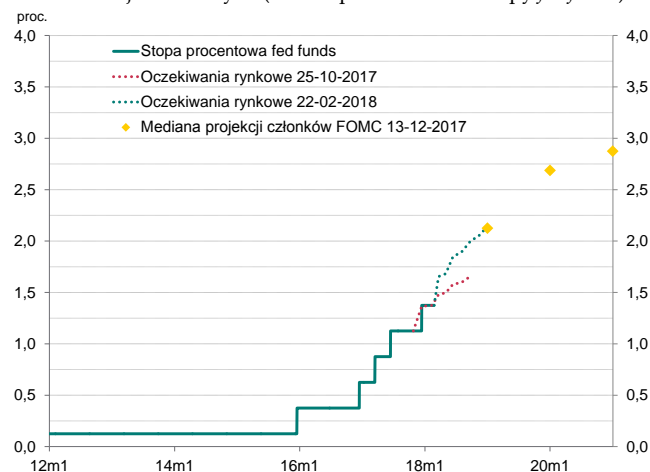
Wykres 1.12 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe EBC



Źródło: dane Bloomberg.

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

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



Źródło: dane Bloomberg i Fed.

Oczekiwania rynkowe na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

⁴ Zgodnie z decyzją z października 2017 r. EBC do końca ub.r. kupował aktywa o wartości 60 mld euro miesięcznie, a od stycznia 2018 r. skala zakupów wynosi 30 mld euro miesięcznie. Program zakupu aktywów ma potrwać przynajmniej do września 2018 r.

proc. w 2018 r. (Wykres 1.13). Równolegle Fed stopniowo zmniejsza swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów, co dodatkowo oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych (Wykres 1.11).

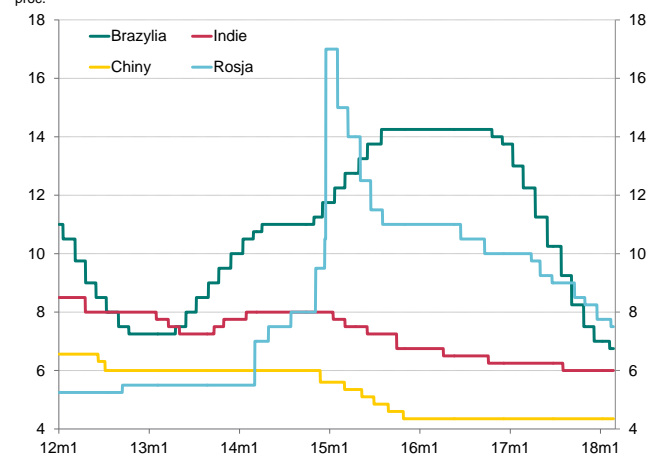
Większość pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera. Bank Japonii kontynuuje także program zakupu aktywów finansowych, a Bank Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. Natomiast w niektórych gospodarkach rozwiniętych banki centralne stopniowo ograniczają skalę ekspansywności polityki pieniężnej. W szczególności w ostatnich miesiącach stopy procentowe zostały podniesione w Czechach, Kanadzie i Korei Południowej.

Z kolei w warunkach relatywnie niskiej inflacji w części gospodarek wschodzących banki centralne tych krajów kontynuowały obniżanie stóp procentowych (Wykres 1.14).

1.5 Światowe rynki finansowe

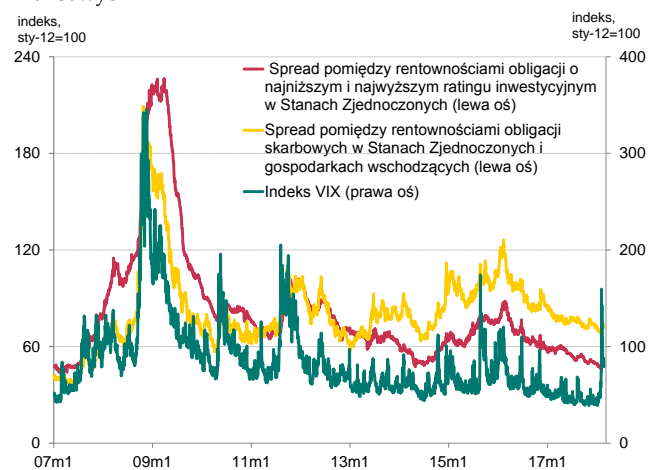
Po długotrwałym okresie wzrostu, w lutym br. ceny akcji na giełdach światowych przejściowo spadły, a ich zmienność wyraźnie wzrosła. Spadek cen akcji związany był ze wzrostem skali oczekiwanych podwyżek stóp procentowych Fed (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Nie towarzyszył temu jednak jak dotąd wzrost wyceny ryzyka na innych rynkach (Wykres 1.15, Wykres 1.16). Utrzymaniu relatywnie dobrych nastrojów sprzyjało wzmocnienie ożywienia gospodarczego na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), przy wciąż łagodnych warunkach monetarnych w wielu głównych gospodarkach, w tym strefie euro i Japonii.

Wykres 1.14 Główne stopy procentowe banków centralnych w wybranych gospodarkach wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.15 Miary wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.16 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Przejęciowemu spadkowi cen akcji na świecie towarzyszył wzrost rentowności obligacji (Wykres 1.17). Rentowności wzrosły zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych w związku ze zwiększeniem się oczekiwań na podwyżki stóp procentowych przez Fed. Z kolei w strefie euro rentowności obligacji wzrosły w nieco mniejszym stopniu i w dalszym ciągu kształtowały się na bardzo niskim poziomie. Sprzyjało temu oczekiwane utrzymanie akomodacyjnej polityki pieniężnej przez EBC. Wobec korzystnych perspektyw gospodarczych krajów wschodzących rentowności obligacji skarbowych na tych rynkach wzrosły jedynie nieznacznie pomimo wyraźnego wzrostu rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych.

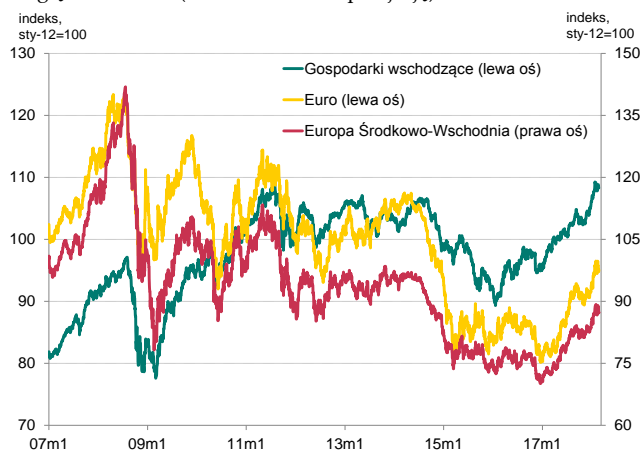
Korzystne perspektywy gospodarek wschodzących wpłynęły również na aprecjację walut części tych gospodarek, głównie wobec dolara amerykańskiego (Wykres 1.18). Jednocześnie – w reakcji na silniejszą od oczekiwań poprawę koniunktury w strefie euro – wyraźnie wobec dolara umocniło się także euro, a w ślad za tym również waluty gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykres 1.17 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.18 Kurs euro i walut gospodarek wschodzących względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

2. Gospodarka krajowa

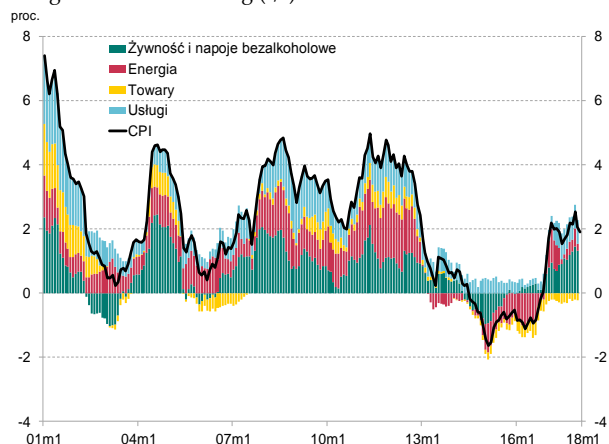
2.1 Ceny dóbr i usług

Dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (w styczniu br. wyniosła 1,9% r/r⁵; Wykres 2.1). Sprzyja temu nadal ograniczona – mimo stopniowego wzrostu – wewnętrzna presja popytowa (Wykres 2.3). Jednocześnie niska pozostaje dynamika cen importu, do czego przyczynia się umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski i mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego⁶. Towarzyszy temu słabnąca dynamika cen energii. Natomiast głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu cen jest wysoka, choć obniżająca się, dynamika cen żywności.

Inflacja bazowa pozostaje niska mimo przyspieszenia wzrostu konsumpcji (Wykres 2.2). Utrzymywaniu się inflacji bazowej na niskim poziomie sprzyja dalszy spadek cen towarów nieżywnościowych (-0,7% r/r w grudniu ub.r.), któremu w ostatnich miesiącach towarzyszy stabilna dynamika cen usług (2,6% r/r).

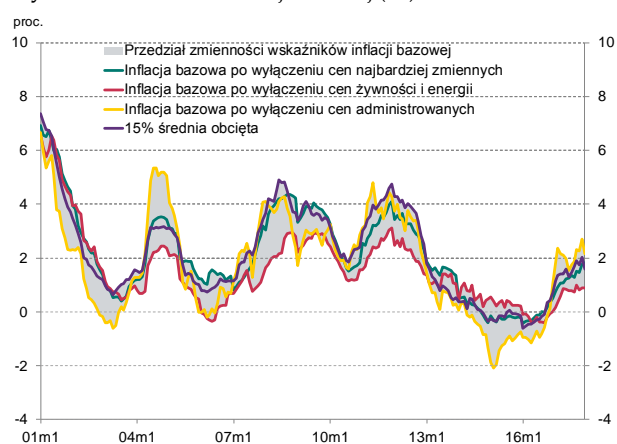
Roczna dynamika cen energii była w 2017 r. wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach, choć w ostatnich miesiącach stopniowo się obniżała, głównie w efekcie spadku rocznej dynamiki cen paliw. Do obniżenia się rocznej dynamiki cen paliw przyczyniało się przede wszystkim wygasanie statystycznych efektów bazy

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.

⁵ Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej przez GUS na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego.

⁶ W III kw. 2017 r. dynamika cen importu wyniosła 1,5% r/r wobec 1,4% r/r w poprzednim kwartale.

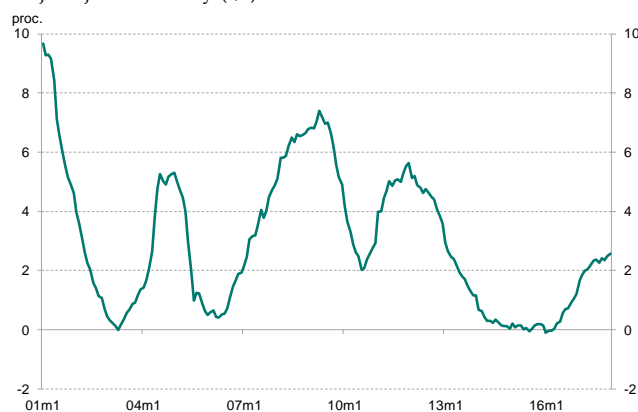
związanych z wysokim wzrostem cen ropy naftowej pod koniec 2016 r. Ograniczająco na dynamikę cen paliw oddziaływało także umocnienie się kursu złotego. Spadkowi dynamiki cen paliw towarzyszył natomiast wzrost rocznej dynamiki cen opału⁷.

Z kolei wyższe niż przed rokiem ceny żywności były związane w szczególności z mniejszą krajową podażą większości owoców i niektórych warzyw (efekt niekorzystnych warunków pogodowych wiosną i latem ub.r.). Wzrosły także ceny mięsa, nabiału i masła, do czego przyczynił się przejściowy spadek ich produkcji na świecie w warunkach utrzymującego się wysokiego globalnego popytu. Wraz z rosnącymi dochodami gospodarstw domowych rósł również popyt wewnętrzny, co dodatkowo sprzyjało wyższej dynamice krajowych cen żywności.

W ostatnich miesiącach roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu – mimo utrzymującego się silnego wzrostu produkcji przemysłowej – wyhamowała (Wykres 2.4). Przyczyniło się do tego wygaśnięcie statystycznych efektów bazy związanych ze wzrostem cen części surowców pod koniec 2016 r., a także aprecjacja złotego. Jednocześnie silniej obniżyła się dynamika cen produkcji eksportowej niż krajowej.

Ankietowe opinie konsumentów na temat przyszłej inflacji – po pewnym wzroście w poprzednich miesiącach – w styczniu i lutym br. obniżyły się. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw wzrosły (Wykres 2.5). Nieznacznie wyższe są obecnie także oczekiwania inflacyjne ekonomistów ankietowanych przez NBP, którzy jednak w dalszym ciągu – podobnie jak analitycy sektora finansowego – spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

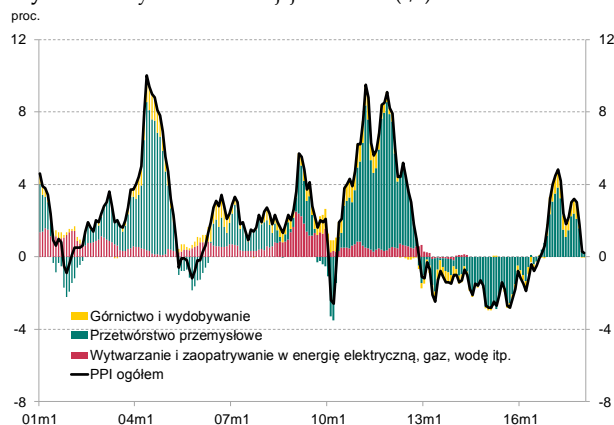
Wykres 2.3 Wskaźnik inflacji dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

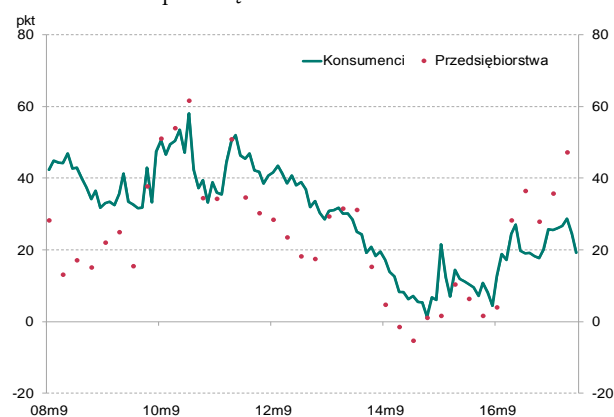
Agregat komponentów CPI reagujących na zmiany krajowej aktywności gospodarczej. Szerzej nt. metodyki liczenia wskaźnika: Hałka, A. i Kotłowski, J. (2014): Does the Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy, Eastern European Economics, vol. 52.

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

⁷ Wzrost rocznej dynamiki cen opału wynikał ze wzrostu cen węgla zarówno na rynkach światowych, jak i na rynku krajowym, gdzie zaostrożono normy jakościowe w ramach działań ograniczających zanieczyszczenie powietrza.

2.2 Popyt i produkcja

W Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, a wzrost gospodarczy w II połowie ub.r. wyraźnie przyspieszył (do 5,1% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.6). Istotnym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i przyspieszenie wzrostu płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń. Jednocześnie w IV kw. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji. Przyspieszenie wzrostu inwestycji dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Wzrost aktywności gospodarczej był wspierany także przez rosnący eksport, czemu sprzyjało utrzymywanie się dobrej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Jednocześnie – wobec przyspieszenia popytu krajowego – wzrosła dynamika importu i eksport netto miał w IV kw. ujemny wkład do wzrostu PKB.

2.2.1 Konsumpcja

Popyt konsumpcyjny pozostaje istotnym czynnikiem wzrostu PKB. W II połowie ub.r. wzrost spożycia indywidualnego utrzymał się na poziomie zbliżonym do poprzedniego półrocza (wyniósł 4,8% r/r w III i 4,9% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.7). Wzrostowi konsumpcji sprzyja zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikające z dalszego wzrostu zatrudnienia i przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń oraz wypłat świadczeń z programu „Rodzina 500 plus”. Na wzrost konsumpcji pozytywnie wpływają również bardzo dobre nastroje konsumentów (Wykres 2.8). Ograniczająco na realną dynamikę spożycia indywidualnego oddziałuje natomiast wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen konsumpcyjnych.

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

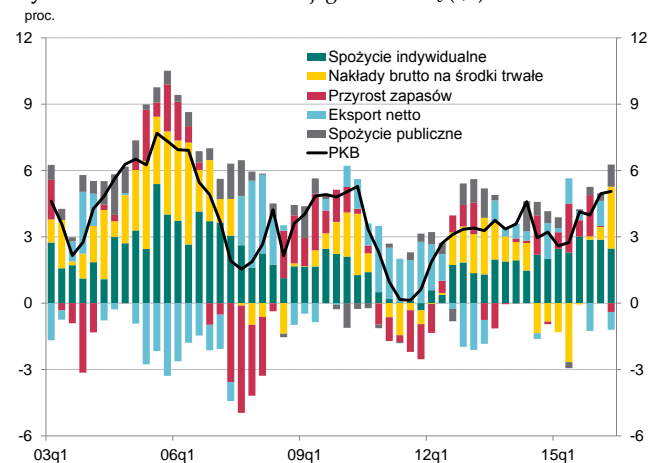
	Ankieta przeprowadzona w:				
	17q1	17q2	17q3	17q4	18q1
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,0	1,8	2,2	2,4	2,2
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,0	2,0	2,3	2,4	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,3	2,2	2,4	2,6	-

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, a w przypadku I kw. br. – w lutym.

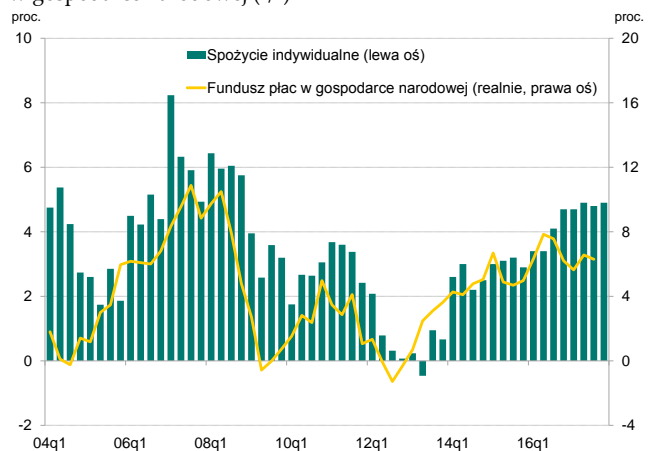
Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

2.2.2 Inwestycje

W II połowie ub.r. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji (wzrost o 11,3% r/r w IV kw.; Wykres 2.9). Wzrost nakładów brutto na środki trwałe był wspierany przez przyspieszenie inwestycji publicznych oraz ożywienie inwestycji przedsiębiorstw. Nadal rosły także inwestycje mieszkaniowe.

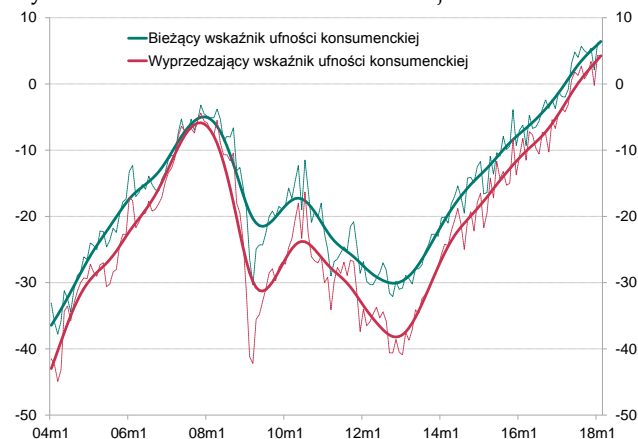
Wzrost inwestycji publicznych przyspieszył wyraźnie w II połowie 2017 r. wraz ze stopniową intensyfikacją wykorzystania środków z funduszy unijnych. Przyspieszenie dynamiki nakładów publicznych dotyczyło przede wszystkim inwestycji jednostek samorządu terytorialnego⁸.

W III kw. wzrosły także inwestycje znacznej części przedsiębiorstw, jednak ze względu na spadek nakładów inwestycyjnych w energetyce dynamika inwestycji całego sektora pozostała ujemna. W IV kw. ożywienie inwestycji objęło już cały sektor przedsiębiorstw. Wobec korzystnych perspektyw popytu i wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych aktywność inwestycyjna firm w 2018 r. prawdopodobnie przyspieszy. Wskazują na to wyniki badań ankietowych NBP, zgodnie z którymi w 2018 r. przedsiębiorstwa planują zwiększyć zarówno liczbę, jak i skalę realizowanych projektów inwestycyjnych.

W II połowie ub.r. wzrosła także dynamika inwestycji mieszkaniowych. Wysokiemu popytowi mieszkaniowemu sprzyja wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, który – szczególnie w warunkach relatywnie niskiego oprocentowania kredytów – zwiększa ich zdolność do finansowania zakupu mieszkań. Jednocześnie wysoka jest też skłonność gospodarstw domowych do realizacji takich inwestycji dzięki bardzo dobrym nastrojom tych podmiotów, w tym optymistycznym ocenom ich przyszłej sytuacji finansowej.

⁸ W III kw. ub.r. dynamika inwestycji jednostek samorządu terytorialnego wyniosła 48,8% r/r.

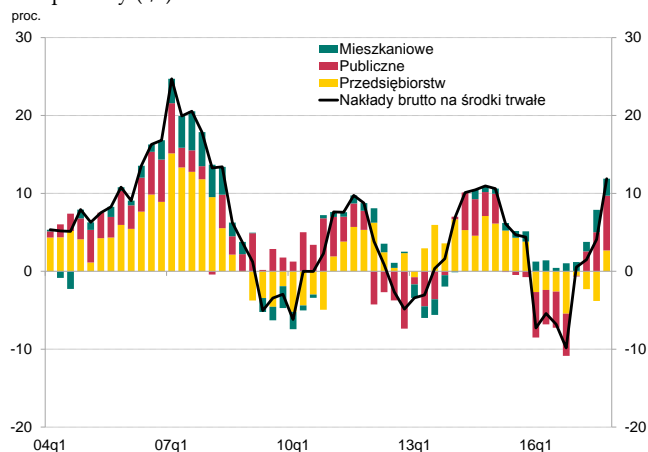
Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.9 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP, dane odsezonowane.

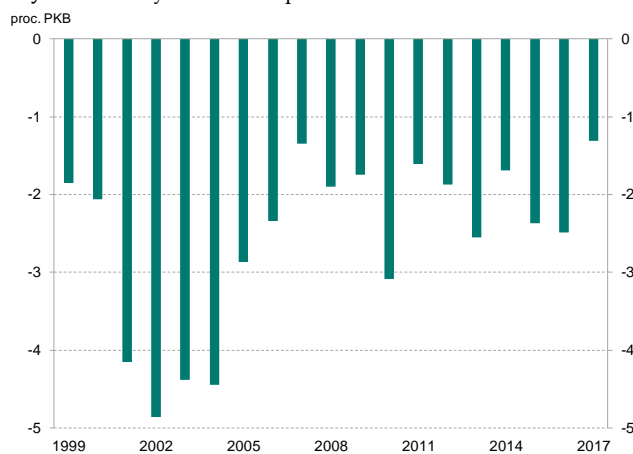
2.2.3 Sektor finansów publicznych

Wobec korzystnej koniunktury gospodarczej, rosnącego zatrudnienia i przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, jak również poprawy ściągальności podatków, głównie w obszarze VAT, wynik sektora finansów publicznych (ESA2010) w 2017 r. prawdopodobnie wyraźnie się poprawił względem 2016 r. (deficyt sektora wyniósł wówczas 2,5% PKB). Wskazują na to bardzo dobre dane o saldzie sektora po trzech pierwszych kwartałach ub.r. oraz niski deficyt budżetu państwa w 2017 r. (25,4 mld PLN; Wykres 2.10). Dobra sytuacja budżetu państwa wynikała ze znacznego wzrostu dochodów budżetowych (11,4% r/r), przy relatywnie niskiej dynamice wydatków (4,2% r/r).

Polityka fiskalna w 2018 r. będzie zbliżona do realizowanej w 2017 r. Po stronie dochodowej zakładana jest kontynuacja działań mających na celu uszczelnienie systemu podatkowego (w zakresie VAT i podatków dochodowych), które mają przynieść dodatkowe wpływy na poziomie 0,6% PKB, przy utrzymaniu najważniejszych stawek podatkowych na niezmiennym poziomie (z wyjątkiem podwyższenia kwoty wolnej od podatku PIT). Z kolei dalszy wzrost wydatków majątkowych sektora finansów publicznych (w tym na współfinansowanie projektów realizowanych ze środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2014-2020) oraz wyższe wydatki społeczne związane z obniżeniem wieku emerytalnego zostaną w dużej części zrekomensowane dalszym obniżeniem wzrostu wydatków na spożycie publiczne. Będzie ono wynikać w szczególności z zamrożenia płac dla większości pracowników sfery budżetowej, zakładanego w *Ustawie budżetowej na rok 2018*.

W 2018 r. można oczekiwać utrzymania deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (ESA2010) na poziomie zbliżonym do 2017 r.

Wykres 2.10 Wynik budżetu państwa



Źródło: dane MF.

2.2.4 Handel zagraniczny

Korzystna koniunktura w kraju i otoczeniu polskiej gospodarki sprzyja dalszemu wzrostowi obrotów w polskim handlu zagranicznym⁹.

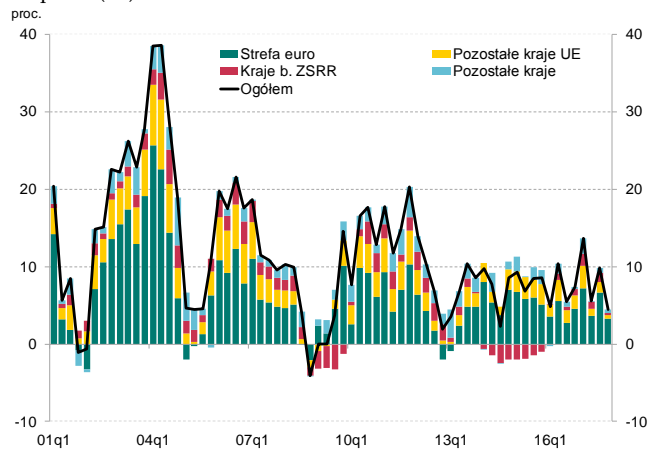
W II połowie ub.r. wartość eksportu wzrosła w tempie zbliżonym do wieloletniej średniej (Wykres 2.11). Przy czym w IV kw. wzrost eksportu nieco spowolnił wobec III kw., co było częściowo związane ze zmniejszeniem się handlu w ramach międzynarodowych sieci podaży.

Wzrost eksportu jest wspierany przez dobrą koniunkturę w strefie euro, przekładającą się na relatywnie wysoką dynamikę sprzedaży zagranicznej wszystkich głównych kategorii dóbr do tej strefy. Jednocześnie ograniczająco na wzrost eksportu wpływa utrzymujące się w strefie euro osłabienie importu samochodów osobowych. Do wzrostu polskiego eksportu przyczyniała się także dalsza – trwająca od 2016 r. – stopniowa odbudowa sprzedaży zagranicznej do krajów b. ZSRR.

W efekcie dynamika polskiej sprzedaży zagranicznej w II połowie ub.r. przewyższała dynamikę globalnego eksportu, co wskazuje na utrzymującą się wysoką konkurencyjność polskiej produkcji. Znaczący wzrost polskiego eksportu nastąpił mimo mocniejszego niż przed rokiem kursu złotego. Opłacalność eksportu w euro pozostała wysoka, podczas gdy średni kurs złotego wobec dolara amerykańskiego przybliżył się pod koniec roku do deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu granicznego opłacalności eksportu (Wykres 2.12).

Jednocześnie dynamika wartości polskiego importu w II połowie ub.r. była zbliżona do odnotowanej w II kw. (Wykres 2.13). Do stabilizacji dynamiki wartości importu – mimo umocnienia złotego oddziałującego w kierunku

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane BIS.

⁹ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia.

obniżenia dynamiki cen dóbr importowanych – przyczyniało się nieznaczne przyspieszenie wzrostu jego wolumenu. Przyspieszenie to dotyczyło wszystkich głównych grup produktów i było związane z utrzymującym się wzrostem popytu wewnętrznego, a także eksportu, który charakteryzuje się znaczną importochłonnością.

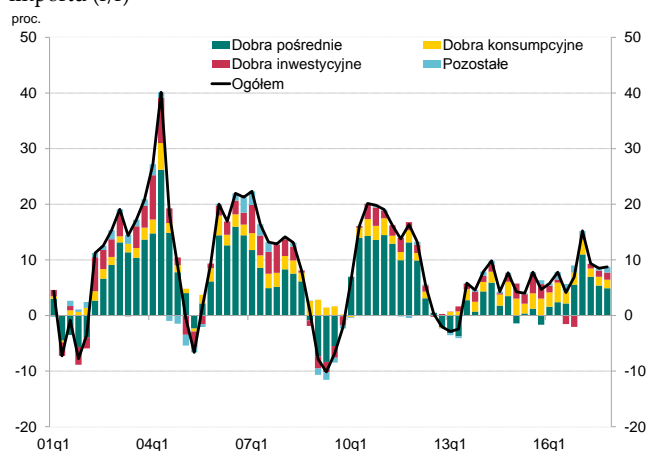
2.2.5 Produkcja

Dekompozycja sektorowa dynamiki PKB wskazuje, że wzrost aktywności gospodarczej obejmuje wszystkie sektory. W II połowie 2017 r. utrzymał się znaczący wkład usług i przemysłu do dynamiki PKB, przy wyższej niż w I połowie ub.r. roli budownictwa (Wykres 2.14).

W przemyśle utrzymuje się dobra koniunktura. Dynamika produkcji w II połowie ub.r. była wyższa niż w I połowie i przekraczała wieloletnią średnią¹⁰. Na przyspieszenie wzrostu aktywności w przemyśle złożył się szybszy wzrost produkcji dóbr konsumpcyjnych i pośrednich, wspierany zarówno przez wzrost popytu zewnętrznego (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), jak i stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego. W IV kw. – wraz z ożywieniem krajowych inwestycji – zwiększyła się także dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych. Dobre nastroje w przemyśle i wysoka dynamika produkcji przemysłowej w styczniu wskazują na utrzymanie się pozytywnych tendencji w tym sektorze w najbliższych kwartałach.

Utrzymujący się od początku 2017 r. wzrost produkcji w budownictwie w II połowie ub.r. był wyższy niż w I połowie (Wykres 2.15), a dane za styczeń wskazują na kontynuację tej tendencji w I kw. br.¹¹ Ożywieniu produkcji budowlanej sprzyjało stopniowo rosnące wykorzystanie

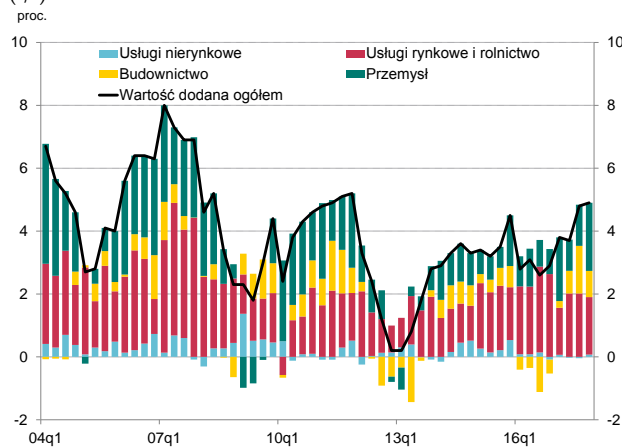
Wykres 2.13 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane za IV kw. 2017 r. implikowane z danych rocznych GUS.

¹⁰ Dynamika produkcji przemysłowej w II półroczu 2017 r. wyniosła średnio 7,2% wobec średnio 5,7% w I półroczu.

¹¹ Dynamika produkcji budowlano-montażowej w II półroczu 2017 r. wyniosła 15,9% wobec 8,0% w I półroczu. Jednocześnie w IV kw. ub.r. ożywienie w tym sektorze nieco wyhamowało wobec III kw., w związku z wolniejszym wzrostem produkcji związanej z budową dróg, kolei i sieci energetycznych oraz wyraźnym spowolnieniem w budowie biurów i obiektów handlowych.

środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 przekładające się na wzrost budowy obiektów infrastrukturalnych. W związku z przyspieszeniem budowy biurowców, obiektów handlowych i przemysłowych wzrosła również dynamika produkcji w budownictwie komercyjnym. Jednocześnie nadal rosła produkcja w budownictwie mieszkaniowym.

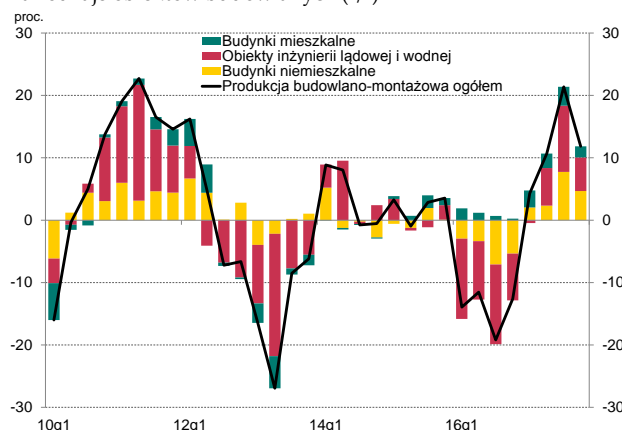
Korzystna koniunktura utrzymuje się także w usługach rynkowych. Wartość dodana w tym sektorze rośnie w tempie stabilnym i nieco wyższym od wieloletniej średniej. Dostępne dane wskazują, że głównym motorem wzrostu aktywności w tym sektorze pozostaje handel oraz transport i gospodarka magazynowa (Wykres 2.16).

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Korzystna koniunktura gospodarcza sprzyja utrzymaniu dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Wysoki popyt krajowy i zagraniczny na polskie produkty przyczynia się do wzrostu przychodów ze sprzedaży (w III kw. ub.r. o 9,2%). Towarzyszył mu wzrost kosztów sprzedaży – szczególnie szybki w przypadku surowców – który jednak był nieco wolniejszy od wzrostu przychodów. W efekcie wynik na sprzedaży, a więc podstawowej działalności przedsiębiorstw, był w III kw. ub.r. wyższy niż przed rokiem (o 14,4%; Wykres 2.17). Poprawa wyniku na sprzedaży dotyczyła niemal wszystkich branż, chociaż zysk wzrósł najsilniej w energetyce i górnictwie, czemu sprzyjały rosnące ceny surowców energetycznych.

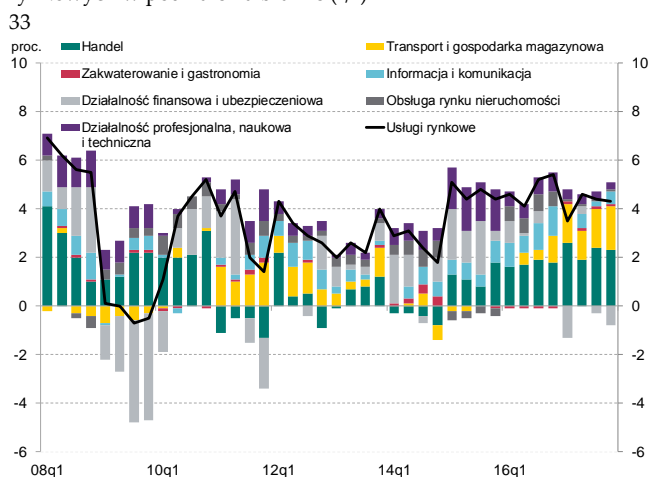
Z kolei wynik na pozostałej działalności przedsiębiorstw był w III kw. 2017 r. wyraźnie niższy niż w analogicznym okresie 2016 r., gdy przejściowo silnie wzrósł wskutek sprzedaży aktywów trwałych przez niektóre przedsiębiorstwa. Pomimo spadku wynik na tej

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



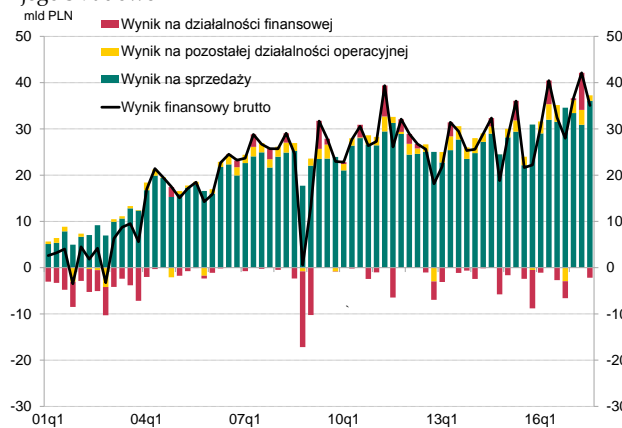
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.17 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

działalności pozostał zbliżony do wieloletniej średniej, a wynik finansowy brutto przedsiębiorstw poprawił się (o 8,1% r/r).

Na pozytywną sytuację finansową przedsiębiorstw wskazują także miary rentowności i płynności firm. Mimo wzrostu kosztów zwiększyła się rentowność sprzedaży, a rentowność obrotu netto była zbliżona do notowanej w III kw. 2016 r. (Tabela 2.2). Jednocześnie udział firm rentownych wciąż kształtuje się na wysokim poziomie. Płynność przedsiębiorstw także pozostaje wysoka, choć nieco się obniżyła wskutek wzrostu kosztów działalności operacyjnej.

2.4 Rynek pracy

Systematyczny wzrost popytu w gospodarce sprzyja dalszemu wzrostowi zapotrzebowania na pracę, na co wskazuje zwiększająca się liczba ofert pracy¹². Wysoki popyt na pracę przekłada się na dalszy wzrost zatrudnienia (Wykres 2.18), o czym świadczą zarówno dane z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL; wzrost liczby pracujących o 0,5% r/r w IV kw. 2017 r.), jak i dane z sektora przedsiębiorstw (wzrost zatrudnienia o 3,8% r/r w styczniu br.)¹³.

Trwający już 5 lat wzrost zatrudnienia odbywa się w warunkach relatywnie stabilnej podaży pracy (Wykres 2.18). Wpływ spadku liczby osób w wieku produkcyjnym (o 0,4% r/r w IV kw. ub.r.) na podaż pracy jest ograniczany przez wzrost aktywności zawodowej wśród młodych (20-24 lata) i osób w wieku przedemerytalnym (55-64 lata). Do wejścia na rynek pracy i pozostania na nim zachęca

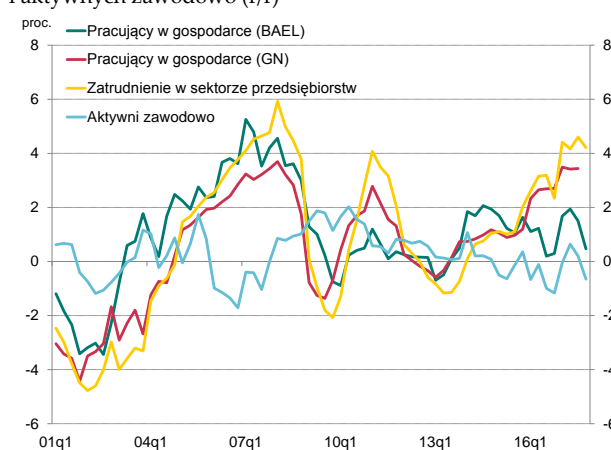
Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.18 Dynamika liczby pracujących, zatrudnionych i aktywnych zawodowo (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

¹² W styczniu 2018 r. liczba ofert pracy w urzędach pracy wzrosła o 17,8% r/r, a Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w Internecie wzrósł o 21,1% r/r.

¹³ Roczna dynamika liczby pracujących według BAEL jest niższa niż zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw głównie ze względu na przechodzenie pracowników z tymczasowych form zatrudnienia – i być może z szarej strefy – na umowy na czas nieokreślony. W IV kw. 2017 r. liczba pracujących na czas określony spadła o 3,9% r/r, podczas gdy liczba pracujących na czas nieokreślony wzrosła o 2,5% r/r. Do spadku dynamiki liczby pracujących wg BAEL w IV kw. ub.r. dodatkowo przyczynił się spadek liczby rolników indywidualnych (o 8,0% r/r) i pomagających członków rodzin (o 7,6% r/r). Dynamikę zatrudnienia w przedsiębiorstwach z kolei podwyższa coroczna aktualizacja przez GUS próby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu pracowników.

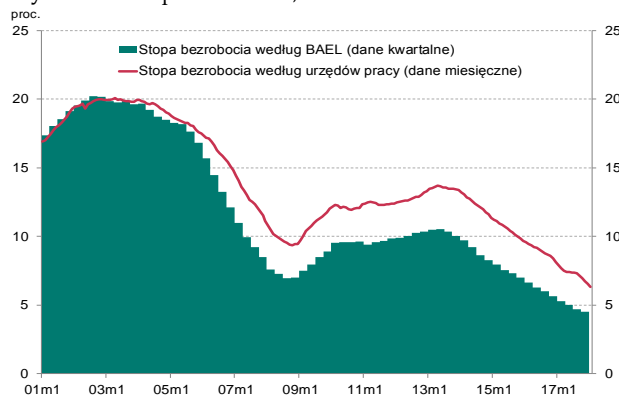
wysoki popyt na pracowników oraz większy niż w poprzednich latach wzrost wynagrodzeń. Jednocześnie według wstępnych danych BAEL w IV kw. ub.r. aktywność zawodowa utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału.

Wzrost zatrudnienia w warunkach stabilnej podaży pracy przekłada się na dalszy spadek bezrobocia, na co wskazują dane BAEL oraz dane z urzędów pracy (odpowiednio 4,5% w IV kw. oraz 6,3% – po uwzględnieniu czynników sezonowych – w styczniu br.; Wykres 2.19). W związku z tym coraz większa liczba pracodawców informuje o nieobsadzonych stanowiskach (42% firm w IV kw. ub.r.). Jednocześnie odsetek firm uznających problemy ze znalezieniem pracowników za barierę rozwoju wynosi jedynie 9,7%¹⁴.

W konsekwencji umacnia się pozycja pracowników w negocjacjach płacowych i rośnie udział firm prognozujących wzrost płac (do 39,4% w IV kw. ub.r. firm z 18,8% w poprzednim kwartale)¹⁵. Znalazło to odzwierciedlenie w przyspieszeniu wzrostu wynagrodzeń w gospodarce (do 7,1% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.20)¹⁶.

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

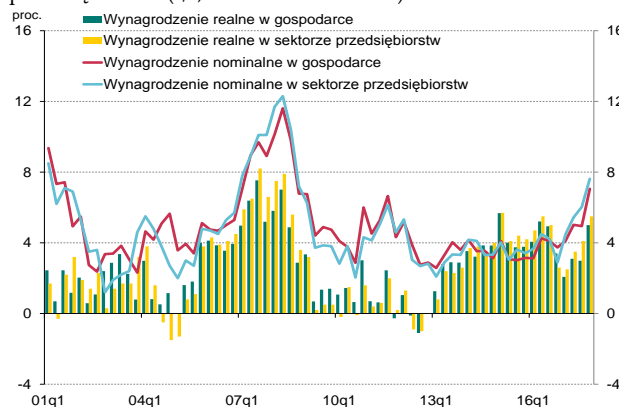
Wykres 2.19 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

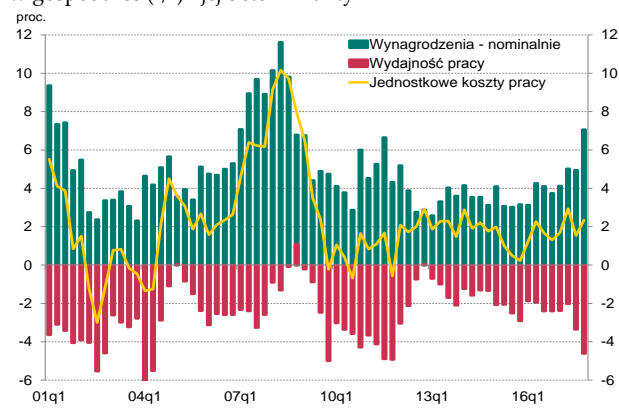
Dane odsezonowane przez NBP. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia rejestrowanego a stopą BAEL mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

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



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

¹⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

¹⁵ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

¹⁶ Wzrost dynamiki płac wynikał po części z czynników jednorazowych, w tym wypłata wyższych niż przed rokiem premii w górnictwie i wypłata odpraw dla osób, które przeszły na emeryturę po wejściu w życie ustawy o obniżeniu wieku emerytalnego. W styczniu dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw rosła w podobnym tempie jak w IV kw. 2017 r. (7,3% wobec 7,6% w IV kw.).

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%. Większość uczestników rynku oczekuje obecnie utrzymania stabilnego poziomu stóp procentowych NBP w 2018 r., a część z nich spodziewa się podwyższenia stóp NBP w dalszej perspektywie (Wykres 2.22).

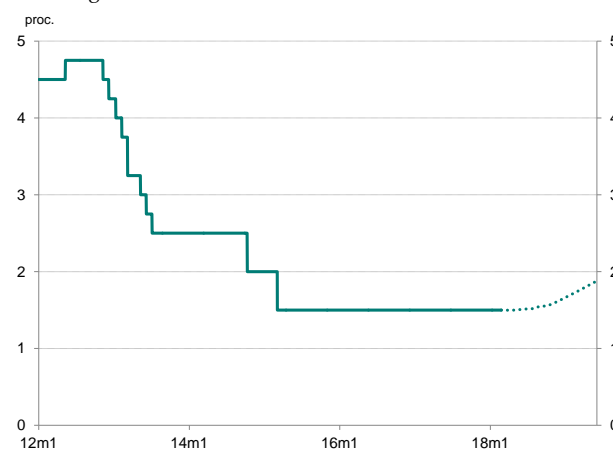
2.5.1 Rynki finansowe

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w Polsce były relatywnie stabilne przy wyraźnym wzroście rentowności na rynkach rozwiniętych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; Wykres 2.23). Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wynosi obecnie 3,4%.

Z kolei ceny akcji w Polsce – po wcześniejszym wzroście – obniżyły się w ostatnim okresie. Spadek cen akcji odzwierciedlał zmianę nastrojów na rynkach światowych i nastąpił pomimo korzystnych sygnałów dotyczących koniunktury w polskiej gospodarce (Wykres 2.24).

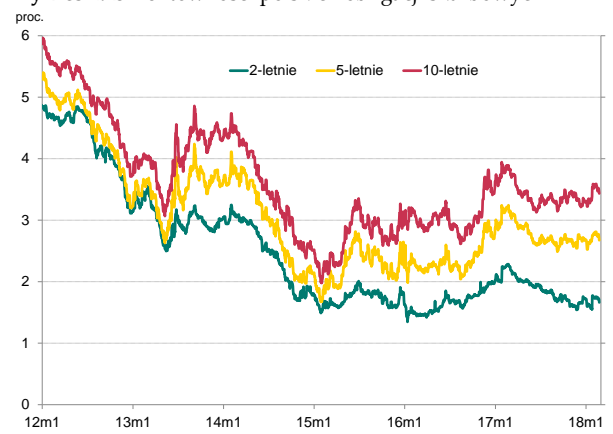
Jednocześnie dobre dane z polskiej gospodarki sprzyjały aprecjacji złotego wobec wszystkich głównych walut, w tym euro (o 3,4% od początku października ub.r.), dolara amerykańskiego (o 8,4%) i franka szwajcarskiego (o 4,0%; Wykres 2.25). Szczególnie wyraźnie złoty umocnił się względem dolara ze względu na aprecjację euro wobec tej waluty (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*).

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



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.23 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.24 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

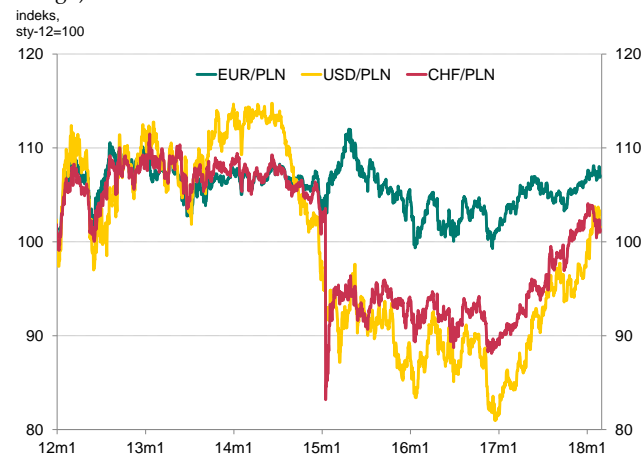
2.5.2 Rynek nieruchomości¹⁷

Sytuacja na rynku nieruchomości w Polsce jest zróżnicowana. Na rynku mieszkaniowym wysokiemu popytowi towarzyszy dalszy wzrost podaży mieszkań, co przyczynia się do umiarkowanego wzrostu ich cen (Wykres 2.26; Wykres 2.27). Natomiast na rynku nieruchomości komercyjnych popyt jest stabilny, a podaż wysoka i rosnąca, co oddziałuje w kierunku nieznacznego spadku czynszów.

Popyt na mieszkania jest wspierany przez zwiększające się zatrudnienie i szybszy wzrost płac (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Do wzrostu sprzedaży mieszkań przyczynia się także relatywnie niski koszt kredytów hipotecznych i oczekiwana stosunkowo wysoka rentowność wynajmu w relacji do zysku z innych form lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe. Popyt na mieszkania był także wspierany przez rządowy program „Mieszkanie dla młodych”, choć skala tego wpływu była niewielka¹⁸.

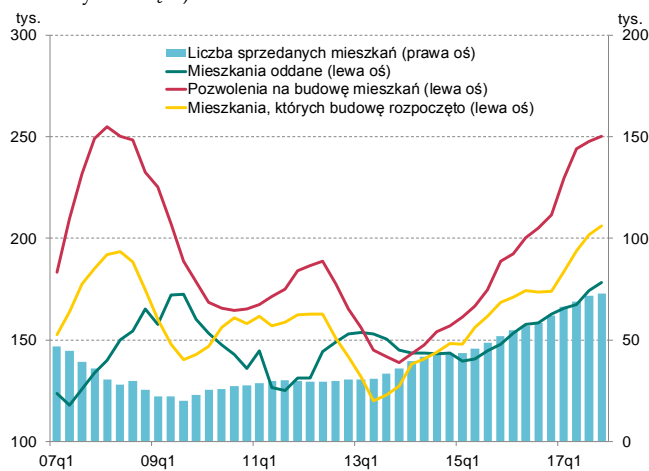
Wysoki popyt na mieszkania oraz optymistyczne oczekiwania co do jego kształtowania się w kolejnych kwartałach skłaniają deweloperów do dalszego zwiększania podaży mieszkań (Wykres 2.26). Wskazuje na to systematycznie rosnąca liczba pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów. Pomimo wzrostu podaży średni czas wyprzedaży mieszkań znajdujących się w ofercie na rynku pierwotnym stopniowo się obniża, co wskazuje na możliwe narastanie niedoboru podaży

Wykres 2.25 Nominalny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację złotego)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.26 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

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

¹⁷ Więcej informacji o sytuacji na rynku nieruchomości w Polsce znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2017 r.*, NBP, grudzień 2017 r.

¹⁸ W III kw. ub.r. wyczerpała się pula środków przeznaczonych na dofinansowanie nabycia mieszkań w ramach programu „Mieszkanie dla młodych” w 2017 r. Z początkiem br. Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) rozpoczął przyjmowanie wniosków na 2018 r., czyli na ostatni rok obowiązywania tego programu. W ciągu dwóch dni stycznia 2018 r. BGK przyjął 12,7 tys. wniosków, które wyczerpały pulę środków przeznaczonych na ten rok (381 mln zł).

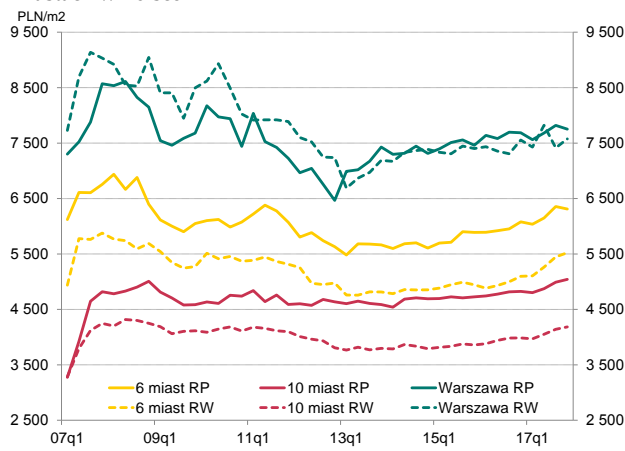
mieszkań. Ponadto wobec pewnego wzrostu cen materiałów budowlanych i przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) zwiększyły się nieco koszty budowy mieszkań. W tych warunkach ceny na rynku mieszkaniowym umiarkowanie rosną¹⁹.

Z kolei w przypadku nieruchomości komercyjnych popyt na wynajem pozostaje relatywnie stabilny. Jednocześnie silnie rośnie podaż, zwłaszcza w segmencie nieruchomości biurowych i handlowo-usługowych, o czym świadczy duża powierzchnia nieruchomości oddanych do użytku oraz będących w budowie. Wzrostowi podaży nieruchomości komercyjnych w Polsce sprzyjają niskie stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości w otoczeniu polskiej gospodarki, a także wysoka dostępność finansowania wobec bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W efekcie podaż na tym rynku przewyższa popyt, na co wskazuje utrzymywanie się relatywnie wysokiej stopy pustostanów. Przyczynia się to do nieznacznego spadku cen wynajmu nieruchomości komercyjnych.

2.6 Pieniądz i kredyty

Wzrost szerokiego pieniądza (M3) – po kilku kwartałach spowalniania – w II połowie ub.r. ustabilizował się (w III i IV kw. ub.r. dynamika M3 wyniosła 5,7% r/r; Wykres 2.28)²⁰. Głównym składnikiem wzrostu M3 był przyrost depozytów

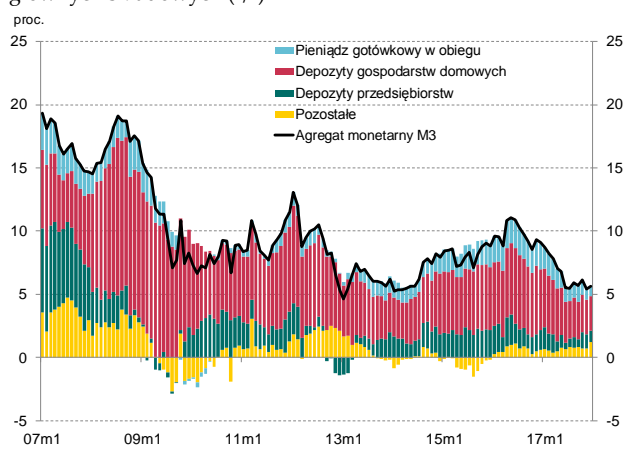
Wykres 2.27 Ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

¹⁹ Ceny transakcyjne mieszkań wzrosły w IV kw. 2017 r. średnio w 17 głównych miastach o 2,9% r/r na rynku pierwotnym i 4,8% r/r na rynku wtórnym. Obserwowane wzrosty cen wynikały w pewnym zakresie ze sprzedaży większej liczby mieszkań o wysokiej jakości i korzystnej lokalizacji.

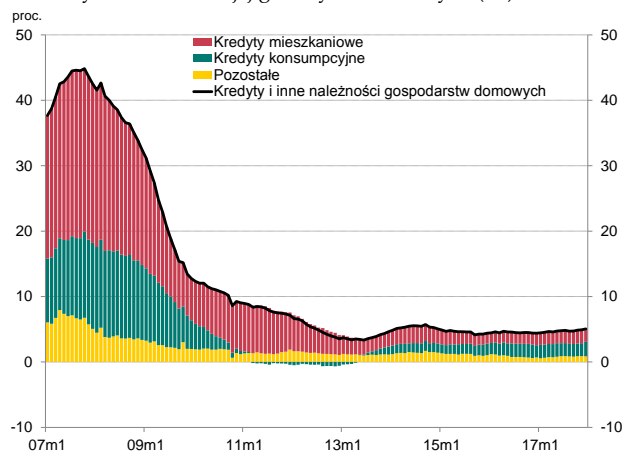
²⁰ W niniejszym rozdziale dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów jest definiowana jako roczna dynamika zmian transakcyjnych uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale.

bieżących gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw²¹.

Głównym czynnikiem kreacji szerokiego pieniądza w całym 2017 r. pozostawał stabilny wzrost kredytów dla sektora niefinansowego²², który od kilku kwartałów jest nieco niższy niż dynamika nominalnego PKB²³. W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB była stabilna i na koniec IV kw. ub.r. wyniosła około 51%.

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej pozostawały kredyty dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów od kilku lat utrzymuje się na stabilnym poziomie (w IV kw. ub.r. wyniosła 4,9% r/r; Wykres 2.29). Obecnie na wzrost tych kredytów składa się w niemal równym stopniu zwiększające się zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych. Dynamika kredytów konsumpcyjnych pozostaje jednak wyraźnie wyższa od dynamiki kredytów mieszkaniowych (odpowiednio 8,1% r/r i 3,4% r/r w II połowie ub.r.). Równocześnie tempo wzrostu złotych kredytów mieszkaniowych w dalszym ciągu jest relatywnie wysokie, podczas gdy spadek walutowych kredytów mieszkaniowych nieznacznie się pogłębił. Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy oraz relatywnie niskie oprocentowanie kredytów. Popyt na kredyty mieszkaniowe dodatkowo wspiera obniżenie marż kredytowych, a na kredyty konsumpcyjne – obniżenie kosztów pozaodsetkowych²⁴.

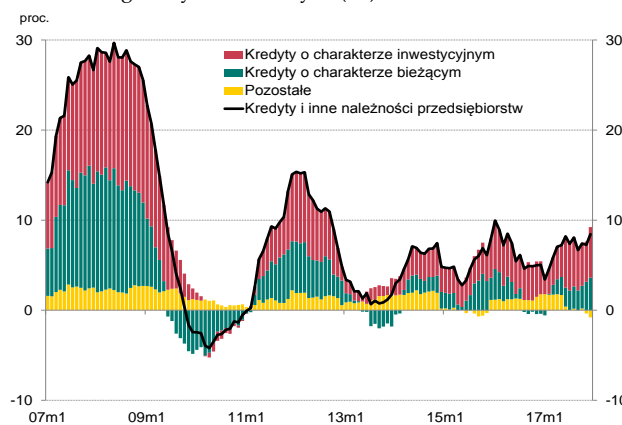
Wykres 2.29 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

²¹ Depozyty bieżące to środki zdeponowane na rachunkach bieżących, bezterminowych rachunkach oszczędnościowych lub innych formach depozytów, które mogą być na żądanie i bez żadnych lub istotnych kosztów wypłacone w formie gotówki lub wykorzystane do regulowania płatności.

²² W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora jest definiowana jako roczna dynamika zmian transakcyjnych należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

²³ W II połowie 2017 r. w kierunku zwiększenia stanu szerokiego pieniądza najsilniej oddziaływał wzrost zadłużenia netto sektora instytucji rządowych szczebla centralnego w sektorze bankowym.

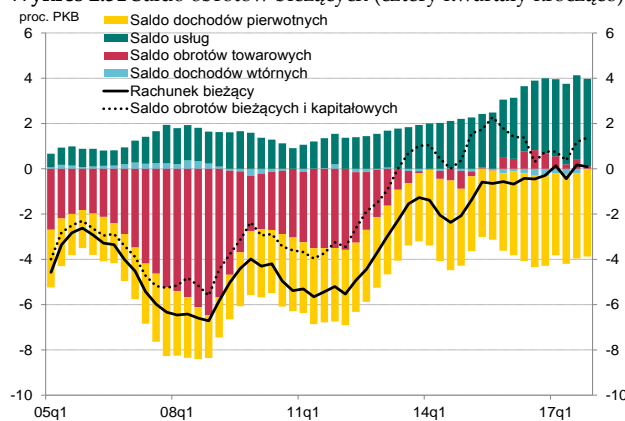
²⁴ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2018 r.*, NBP, luty 2018 r. W przypadku kredytów mieszkaniowych, dodatkowym czynnikiem wspierającym popyt na kredyt w III kw. 2017 r. był program „Mieszkanie dla młodych”. Z kolei ograniczająco na wzrost kredytów dla gospodarstw domowych oddziaływało nieznaczne zaostrożenie kryteriów udzielania kredytów przez banki.

Istotny wkład do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego miały także kredyty dla przedsiębiorstw. Dynamika tych kredytów w II połowie 2017 r. była nieco wyższa niż w I połowie roku (odpowiednio 7,5% r/r wobec 6,1% r/r; Wykres 2.30). Wzrostowi kredytów dla przedsiębiorstw sprzyja w szczególności ożywienie inwestycji. Ograniczająco na wzrost kredytów dla przedsiębiorstw oddziałuje natomiast nieznaczne zaostrzenie przez banki kryteriów i warunków kredytowych (zwiększenie wymagań dotyczących zabezpieczeń oraz podwyższenie kosztów pozaodsetkowych)²⁵. Zaostrzenie polityki kredytowej banków dotyczy przede wszystkim kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw.

2.7 Bilans płatniczy

Dobrej koniunkturze w kraju towarzyszy zrównoważone saldo na rachunku obrotów bieżących. W III kw. 2017 r. istotnie się ono zwiększyło i wyniosło 0,2% PKB, a miesięczne dane za okres październik-grudzień sygnalizują, że pozostało zrównoważone także w IV kw. kształtując się na poziomie 0,1% PKB (w ujęciu sumy czterech kwartałów; Wykres 2.31). Zrównoważenie salda na rachunku obrotów bieżących w II połowie 2017 r. było głównie efektem wysokiej nadwyżki w wymianie handlowej. Utrzymaniu się dodatniego salda handlowego sprzyjała rosnąca nadwyżka w handlu usługami. Z kolei ożywieniu eksportu polskich towarów w II połowie ub.r. towarzyszyło silniejsze przyspieszenie importu, co przełożyło się na obniżenie salda obrotów towarowych. Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych pozostało znacząco ujemne, co wynikało przede wszystkim z deficytu dochodów z inwestycji (zwłaszcza z inwestycji bezpośrednich).

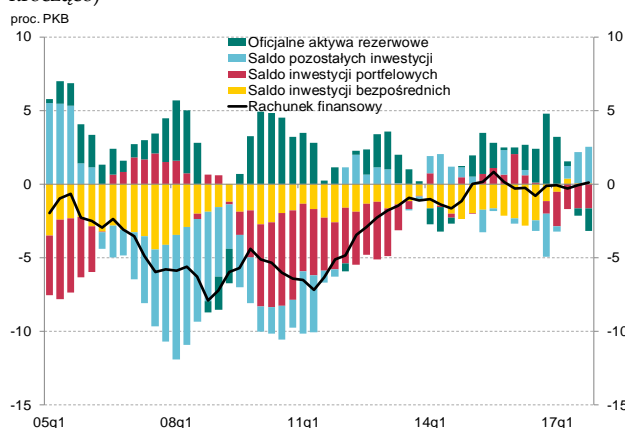
Wykres 2.31 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za IV kw. na podstawie wstępnych danych miesięcznych o bilansie płatniczym w okresie październik-grudzień 2017 r. oraz szacunku NBP dotyczącego nominalnego PKB w IV kw. 2017 r.

Wykres 2.32 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski). Dane za IV kw. na podstawie wstępnych danych miesięcznych o bilansie płatniczym w okresie październik-grudzień 2017 r. oraz szacunku NBP dotyczącego nominalnego PKB w IV kw. 2017 r.

²⁵ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2018 r., NBP, luty 2018 r.

W ślad za stopniowym wzrostem napływu środków unijnych – zwłaszcza w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności – w II połowie 2017 r. wzrosła także nadwyżka na rachunku kapitałowym. W połączeniu z utrzymującym się dodatnim saldem obrotów bieżących, łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych wzrosło do 1,2% PKB w III kw. i 1,4% PKB w IV kw.

Saldo rachunku finansowego w II połowie 2017 r. było zbliżone do zera (w ujęciu sumy czterech kwartałów; Wykres 2.32). Biorąc pod uwagę inwestycje bezpośrednie i portfelowe, większemu napływowi kapitału do Polski w tym okresie towarzyszył większy odpływ polskich inwestycji za granicę. Największa zmiana dotyczyła jednak salda transakcji w pozostałych inwestycjach i wartości oficjalnych aktywów rezerwowych, co wynikało z transakcji NBP²⁶.

Poprawie salda rachunku finansowego towarzyszyło zmniejszenie się zadłużenia zagranicznego Polski (Tabela 2.3). Również inne wskaźniki nierównowagi zewnętrznej poprawiły się w II połowie 2017 r. i świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki (por. Ramka: *Polska i inne kraje europejskie w świetle oceny nierównowag makroekonomicznych Komisji Europejskiej*, która omawia m.in. wskaźniki nierównowagi zewnętrznej).

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

	2015	2016				2017			
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	-0,4	0,2	0,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/ PKB	1,8	1,4	1,4	0,3	0,8	0,8	0,4	1,2	1,4
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,1	3,1	3,7	3,9	4,0	4,0	3,8	4,1	4,0
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	5,3	6,1	5,9	6,4	5,7	5,3	5,1	4,8
Zadłużenie zagr./PKB	72	71	75	74	76	72	71	69	
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-62	-63	-62	-62	-61	-62	-63	-62	
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących	106	108	113	115	115	111	104	96	
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 r.	108	107	116	114	116	115	108	103	

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu. Dane za IV kw. na podstawie wstępnych danych miesięcznych o bilansie płatniczym w okresie październik-grudzień 2017 r. oraz szacunku NBP dotyczącego nominalnego PKB w IV kw. 2017 r.

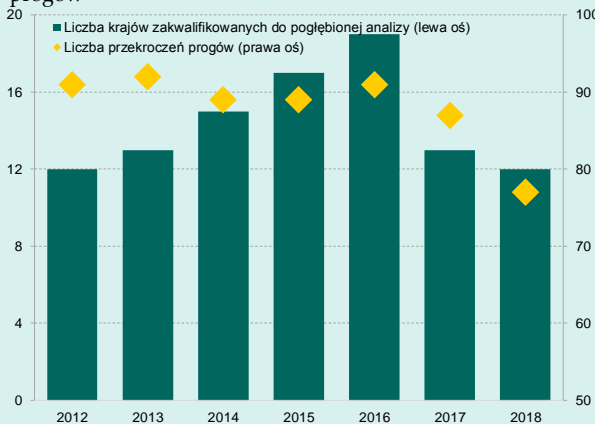
²⁶ Zmiana salda transakcji w pozostałych inwestycjach była przede wszystkim związana z zamykaniem przez NBP transakcji repo. Transakcje NBP służyły zarządzaniu płynnością aktywów rezerwowych i zwiększeniu dochodowości rezerw. Towarzyszył temu spadek oficjalnych aktywów rezerwowych wynikający z zamykania przez bank centralny przeciwnych transakcji reverse repo.

Ramka: Polska i inne kraje europejskie w świetle oceny nierównowag makroekonomicznych Komisji Europejskiej

Doświadczenia ostatniej dekady – w szczególności globalnego kryzysu finansowego, a następnie europejskiego kryzysu zadłużeniowego – pokazały, jak silne i uporczywe mogą być negatywne skutki występowania znacznych nierównowag makroekonomicznych i – w efekcie – jak istotna jest ich wczesna identyfikacja i korekta. W związku z tym w Unii Europejskiej wprowadzono procedurę monitorowania i zapobiegania narastaniu nierównowag (procedura nierównowag makroekonomicznych, ang. *macroeconomic imbalance procedure*), której pierwszym etapem jest ocena ryzyka ich występowania w poszczególnych krajach członkowskich Unii Europejskiej. Wyniki najnowszej oceny ryzyka zostały przedstawiane w opublikowanym pod koniec 2017 r. raporcie Komisji Europejskiej (ang. *alert mechanism report*)²⁷.

Kryteria oceny nierównowag makroekonomicznych w raporcie Komisji Europejskiej są obecnie oparte na czternastu wskaźnikach makroekonomicznych podzielonych na trzy grupy: wskaźniki nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności, wskaźniki nierównowagi wewnętrznej oraz wskaźniki dotyczące rynku pracy. Dla każdego z tych wskaźników Komisja Europejska wyznaczyła progi, których przekroczenie może wskazywać na występowanie nadmiernych nierównowag w danej gospodarce. W celu uzyskania pełniejszej oceny ryzyka występowania nierównowag w krajach członkowskich Komisja Europejska analizuje dodatkowo blisko 30 zmiennych makroekonomicznych. Bazując na wnioskach płynących z analizy danych, Komisja wskazuje kraje członkowskie, które powinny być poddane pogłębionej analizie (ang. *in-depth review*). Na podstawie tej analizy Komisja ocenia występowanie i skalę nierównowag, a także – w razie potrzeby – może wydać stosowne rekomendacje dla kraju członkowskiego.

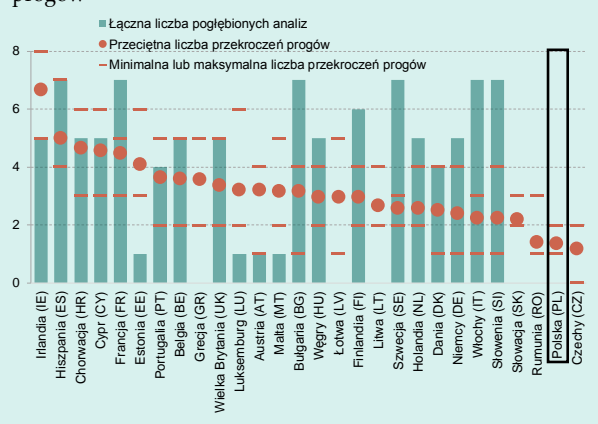
Wykres R.1 Liczba krajów zakwalifikowanych przez Komisję Europejską do pogłębionej analizy oraz liczba przekroczeń progów



Źródło: dane Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.

Na osi czasu zaznaczono lata, w których Komisja Europejska przeprowadza pogłębioną analizę. Liczba przekroczeń progów nie uwzględnia wskaźników dla rynku pracy, które zostały po raz pierwszy umieszczone w raporcie w 2016 r.

Wykres R.2 Liczba przeprowadzonych przez Komisję Europejską pogłębionych analiz oraz liczba przekroczeń progów



Źródło: dane Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.

Kraje objęte programem naprawczym nie są uwzględniane w procedurze nierównowag makroekonomicznych. Liczba przekroczeń progów nie uwzględnia wskaźników dotyczących rynku pracy, które zostały po raz pierwszy umieszczone w raporcie w 2016 r.

W najnowszym raporcie Komisja Europejska wskazała, że skala nierównowag w krajach Unii Europejskiej obniża się w związku ze wzmocnieniem konkurencyjności krajów najsilniej dotkniętych europejskim kryzysem zadłużeniowym, procesem delewarowania oraz poprawą koniunktury gospodarczej w całej Unii Europejskiej. Jednak w opinii Komisji tempo zmniejszania się nierównowag spowolniło, a w niektórych krajach pojawiły się

²⁷ *Alert Mechanism Report 2018*, Komisja Europejska, Bruksela, 22 listopada 2017 r., dostępny na stronie internetowej: https://ec.europa.eu/info/publications/2018-european-semester-alert-mechanism-report_en.

nowe ryzyka. Z jednej strony w wielu krajach Unii utrzymują się – powstałe jeszcze przed globalnym kryzysem finansowym – nierównowagi zewnętrzne lub wysokie zadłużenie sektora prywatnego. Z drugiej strony w raporcie zwrócono uwagę na narastające w niektórych krajach nierównowagi wewnętrzne, w szczególności na znaczący wzrost cen mieszkań. W konsekwencji Komisja Europejska uznała za zasadne przeprowadzenie pogłębionej analizy dla 12 państw członkowskich (Wykres R.1)²⁸.

Podobnie jak wcześniejsze raporty Komisji Europejskiej również ten najnowszy – uwzględniający dane za 2016 r. – pokazał, że Polska jest jedną z najbardziej zrównoważonych gospodarek w Unii Europejskiej. Wskazują na to także najbardziej aktualne dane (za III kw. 2017 r.; Tabela R.1). Zadłużenie sektora prywatnego i publicznego w Polsce należy do najniższych w Unii Europejskiej, a zobowiązania sektora finansowego rosną w umiarkowanym tempie. Wzrost cen mieszkań jest również wolniejszy niż w większości krajów strefy euro i Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie skala spadku stopy bezrobocia i wzrostu aktywności zawodowej w Polsce jest wyraźnie większa niż przeciętnie w Unii. Poprawa konkurencyjności cenowej – odzwierciedlana w relatywnie niskiej dynamice jednostkowych kosztów pracy – sprzyja natomiast utrzymywaniu się nadwyżki w handlu zagranicznym, a przez to zrównoważeniu salda na rachunku obrotów bieżących. Co ważne, Polska jest też jednym z niewielu krajów, w których ryzyko występowania nierównowag utrzymuje się na niskim poziomie w całym okresie objętym analizą Komisji Europejskiej (Wykres R.2).

Tabela R.1 Średnie wartości wskaźników ekonomicznych w III kw. 2017 r. w porównaniu do wartości referencyjnych

	Próg	Kraje strefy euro																Kraje spoza strefy euro											
		AT	BE	CY	DE	EE	ES	IE	FI	FR	GR	IT	LU	LV	LT	MT	NL	PT	SI	SK	BG	CZ	DK	HR	HU	PL	RO	SE	UK
Saldo obrotów bieżących, 3-letnia średnia (% PKB)	-4,6	2,6	-0,1	-3,3	8,2	2,2	1,6	7,6	-0,5	-0,7	-1,2	2,3	5,1	0,0	-1,3	7,4	8,8	0,4	5,5	-1,5	2,9	1,0	8,1	2,6	4,5	-0,3	-1,8	4,4	-5,3
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto (% PKB)	-35	5,5	50,7	-121,4	58,2	-33,9	-83,7	-176,7	-3,1	-24,6	-139,3	-7,9	27,2	-58,2	-40,1	63,7	64,1	-105,0	-31,4	-64,0	-41,5	-24,9	52,9	-62,1	-60,3	-62,2	-50,8	8,3	-10,4
REER, 3-letnia zmiana (%)	±5 & ±11	0,5	1,4	-5,0	-1,4	2,1	-2,4	-3,7	-1,7	-2,2	-4,1	-2,3	-0,6	1,7	3,1	-0,1	-1,4	-0,2	-1,5	-2,6	-0,3	6,7	-0,2	-1,2	1,6	-4,5	-6,5	-3,4	-3,7
Udział w światowym eksporcie, 5-letnia zmiana (%)	-6	2,8	-0,5	92,7	6,1	-7,1	12,6	17,4	-6,6	-3,1	-1,9	4,1	-13,1	3,9	6,9	-42,0	3,1	9,6	19,7	8,9	15,4	16,5	0,6	33,8	11,2	27,7	24,4	-9,5	-4,4
Jednostkowe koszty pracy, 3-letnia zmiana (%)	9 & 12	3,9	1,4	-1,5	5,5	13,9	0,6	-15,5	-1,7	2,1	-0,1	2,5	6,2	12,0	18,8	0,6	-0,5	1,4	2,3	7,1	10,9	7,7	5,0	-5,8	5,9	7,0	10,5	2,8	6,9
Deflacyjny indeks cen mieszkań, 3-letnia zmiana (%)	6	2,7	2,3	0,6	1,9	0,8	5,3	11,4	0,6	3,1	-1,5	-2,0	3,2	6,9	3,9	3,6	8,3	9,2	5,4	5,4	7,0	9,6	2,8	2,8	7,7	1,9	4,9	5,7	2,8
Przepływ y kredytowe sektora prywatnego (% PKB)	14	0,5	0,2	0,6	1,2	1,1	1,4	11,4	1,8	2,1	1,4	-0,7	3,7	0,3	1,5	2,2	0,6	0,2	0,0	2,8	1,6	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,4	0,2	-0,4	2,3
Zadłużenie sektora prywatnego (% PKB)	133	140,8	175,8	335,9	107,4	120,4	142,6	264,5	145,6	148,4	108,9	113,1	419,0	92,3	65,5	131,3	225,6	179,2	77,0	98,6	112,6	88,7	207,5	99,5	87,3	82,6	53,1	234,4	143,3
Dług publiczny (% PKB)	60	80,4	107,0	103,2	65,1	8,9	98,7	72,1	60,4	98,4	177,4	134,1	23,4	38,3	39,4	54,9	57,0	130,8	78,4	51,3	25,6	35,1	36,9	81,0	72,4	52,0	35,7	38,6	86,5
Stopy bezrobocia, 3-letnia średnia (%)	10	5,8	8,0	13,5	4,3	6,4	20,2	8,7	9,0	10,1	23,8	11,8	6,2	9,6	8,4	4,9	6,1	11,4	8,2	10,2	8,0	4,2	6,1	14,0	5,6	6,5	6,1	7,1	5,0
Zobowiązania sektora finansowego ogółem, t/r (%)	16,5	0,1	-1,1	2,3	4,4	5,1	4,8	6,1	-8,1	6,1	-2,1	5,6	2,8	4,5	11,2	5,1	0,9	1,9	4,9	8,7	6,8	30,5	1,0	2,9	19,8	7,6	7,9	8,8	10,8
Stopy aktywności zawodowej, 3-letnia zmiana (pkt proc.)	-0,2	0,9	0,5	-0,6	0,5	2,9	-0,1	0,6	1,4	0,7	0,9	1,8	0,4	3,2	2,0	3,6	0,9	1,6	3,9	1,8	2,4	2,6	0,7	-0,5	4,1	1,7	1,6	0,8	0,6
Stopy bezrobocia długoterminowego, 3-letnia zmiana (pkt proc.)	0,5	0,4	-1,1	-3,5	-0,6	-1,3	-5,5	-3,8	0,2	-0,1	-4,0	-1,1	0,2	-1,1	-1,8	-1,0	-1,0	-3,8	-1,9	-4,1	-3,4	-1,7	-0,5	-5,7	-1,9	-2,1	-0,7	-0,2	-0,9
Stopy bezrobocia ludzi młodych, 3-letnia zmiana (pkt proc.)	2	-0,4	-2,1	-10,0	-1,1	-2,0	-16,0	-6,9	-0,5	-1,7	-9,6	-7,5	-7,2	-4,2	-6,1	-1,9	-3,7	-8,6	-8,2	-10,4	-9,4	-7,5	-1,0	-19,0	-9,6	-9,0	-6,8	-3,7	-4,3

Źródło: dane Komisji Europejskiej, Eurostat, EBC, Międzynarodowej Organizacji Handlu, Banku Rozliczeń Międzynarodowych, OECD, narodowych banków centralnych, narodowych urzędów statystycznych, obliczenia NBP.

Przedstawione w tabeli dane mogą się różnić od prezentowanych przez Komisję Europejską i Eurostat z uwagi na uwzględnienie bardziej aktualnych danych oraz nieco inną metodologię wyznaczania niektórych wskaźników, związaną z ograniczoną dostępnością danych o kwartalnej częstotliwości. W szczególności udział w światowym eksporcie dotyczy jedynie towarów (a nie uwzględnia usług), natomiast realny efektywny kurs walutowy jest liczony zgodnie z metodologią BIS. W przypadku realnego kursu walutowego i jednostkowych kosztów pracy Komisja Europejska wyznaczyła dwa progi – bardziej restrykcyjny dla krajów strefy euro i mniej restrykcyjny dla krajów UE spoza strefy euro.

Od kilku lat Polska przekracza jedynie próg ustalony przez Komisję w odniesieniu do międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto, tj. różnicy między zagranicznymi aktywami i pasywami podmiotów krajowych. Ujemna pozycja jest jednak normalnym zjawiskiem w gospodarkach konwergujących, które importują kapitał z zagranicy. Komisja Europejska w swoich raportach uznaje, że nie stanowi to zakłócenia równowagi makroekonomicznej, zwracając uwagę na korzystną strukturę polskich pasywów zagranicznych. Komisja podkreśla w szczególności, że ok. połowę zobowiązań zagranicznych Polski stanowią inwestycje bezpośrednie. Niemal 2/3 z nich to stabilne formy finansowania zewnętrznego – instrumenty niedłużne, do których zalicza się m.in. kapitały własne i reinwestycje zysków. Komisja zaznacza dodatkowo, że nieuwzględniając tych rodzajów zobowiązań zadłużenie zagraniczne netto Polski w ostatnich latach systematycznie się obniża. W III kw. 2017 r.

²⁸ Jest to jedynie nieznacznie mniejsza liczba krajów niż w poprzednich latach. Kraje objęte pogłębioną analizą to: Bułgaria, Chorwacja, Cypr, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Niemcy, Portugalia, Słowenia, Szwecja i Włochy.

wyniosło ono 32% PKB, a więc niemal 6 pkt proc. mniej niż jeszcze trzy lata wcześniej. Ponadto ryzyko związane z wyraźnie ujemną wielkością międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest ograniczane przez wysoki poziom rezerw walutowych.

Kryterium międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nie spełnia ponad połowa krajów członkowskich Unii Europejskiej. Wśród nich są w szczególności inne rozwijające się kraje Unii, które charakteryzują się zbliżoną do polskiej strukturą zobowiązań zagranicznych. Natomiast większość pozostałych krajów członkowskich niespełniających tego kryterium ma mniej korzystną strukturę finansowania zagranicznego.

Podsumowując, Polska jest jednym z niewielu krajów Unii Europejskiej charakteryzujących się stabilnie wysokim stopniem zrównowżenia gospodarki. W Polsce nie występują obserwowane w wielu krajach członkowskich nierównowagi zewnętrzne, poziom zadłużenia publicznego i prywatnego jest niski, a ceny nieruchomości rosną w umiarkowanym tempie. Spośród 14 kryteriów ustalonych przez Komisję Europejską na potrzeby procedury nadmiernych nierównowag Polska nie spełnia jedynie kryterium dotyczącego międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Korzystna struktura zobowiązań zagranicznych sprawia jednak, że nie stanowi to zakłócenia równowagi makroekonomicznej, a wraz z postępującą konwergencją skala odchylenia dla tego wskaźnika od wyznaczonego przez Komisję progu powinna się stopniowo zmniejszać.

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2017 r. – marzec 2018 r.

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

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada ub.r. do lutego br., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej zostanie opublikowany 29 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w III kw. dynamika PKB w strefie euro była zbliżona do obserwowanej w I półroczu, a więc wyraźnie wyższa niż w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w tej strefie nadal przyczynia się głównie wzrost konsumpcji, choć w III kw. prawdopodobnie towarzyszyło mu ożywienie inwestycji i eksportu. Zaznaczano, że według listopadowej projekcji w 2018 r. koniunktura w tej gospodarce pozostanie dobra, choć dynamika PKB ma się nieco obniżyć. Analizując koniunkturę w innych gospodarkach, wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych – mimo negatywnego wpływu niekorzystnych zjawisk atmosferycznych na aktywność gospodarczą – tempo wzrostu PKB w III kw. było zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Z kolei w Chinach dynamika PKB w III kw. nieznacznie się obniżyła.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że inflacja za granicą

pozostaje umiarkowana, a utrzymującej się w wielu gospodarkach dobrej koniunktury nie towarzyszy istotny wzrost presji inflacyjnej. Oceniano, że na obserwowane osłabienie zależności między koniunkturą a dynamiką cen mogło się złożyć kilka czynników o charakterze strukturalnym. Wyrażano opinię, że w obecnych uwarunkowaniach ryzyko silnego wzrostu inflacji w większości krajów rozwiniętych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niewielki wzrost dynamiki cen w części gospodarek w ostatnim czasie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż przed miesiącem, ale w ostatnich dniach pojawiły się sygnały ich stabilizacji. Oceniono, że w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało obniżenie się zapasów tego surowca, a także oczekiwania na możliwe przedłużenie porozumienia zawartego między krajami eksportującymi ropę. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że czynniki fundamentalne – w szczególności elastyczna podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych – powinny

oddziaływać w kierunku obniżenia cen tego surowca w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych, inni członkowie Rady zwracali uwagę na wyraźnie wyższe niż w I półroczu ceny węgla kamiennego.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, i nadal zapowiada, że pozostaną one na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu skupu aktywów co najmniej do września 2018 r., ograniczając przy tym miesięczną skalę skupu od 2018 r. o połowę. Z kolei w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, choć – jak zaznaczano – skala ekspansji monetarnej jest stopniowo ograniczana.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie wyższa niż w poprzednim kwartale. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Zaznaczano, że szybszy niż w I połowie br. wzrost produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że informacje napływające w ostatnim miesiącu – w tym dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz wskaźnik PMI – są nieco gorsze od wcześniejszych odczytów.

Wskazywano, że – zgodnie z listopadową projekcją – w 2018 r. oczekiwane jest utrzymanie się dobrej koniunktury, choć dynamika PKB prawdopodobnie się obniży. Zaznaczano, że do pewnego osłabienia wzrostu gospodarczego

przyczyni się spodziewane spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech. W kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie także oddziaływać stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus”. Jednocześnie wzrostowi dynamiki PKB w przyszłym roku powinno sprzyjać ożywienie inwestycji zarówno publicznych, jak też przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że skala ożywienia inwestycji w 2018 r. – w szczególności inwestycji przedsiębiorstw – jest obciążona znaczną niepewnością. Wskazywano ponadto, że nawet przy oczekiwanym wzroście inwestycji, stopa inwestycji w gospodarce pozostanie relatywnie niska. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB może oddziaływać zwiększająca się wraz z liczbą urodzeń skala wypłat świadczeń wychowawczych, poprawa sytuacji materialnej części konsumentów związana z obniżeniem wieku emerytalnego, a w 2019 r. także ewentualne podwyżki świadczeń socjalnych i płac w sferze budżetowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na postępujący wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Zaznaczano, że towarzyszy temu wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika płac w przedsiębiorstwach i szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Podczas gdy niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wysoką dynamikę funduszu płac w przedsiębiorstwach, inni członkowie Rady podkreślali, że we wrześniu wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nieco spowolnił. Oceniano, że nadal ograniczająco na dynamikę wynagrodzeń oddziałuje zwiększająca się liczba pracowników z zagranicy na polskim rynku pracy oraz wzrost aktywności zawodowej w kraju.

Wskazywano, że dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach

– zgodnie z listopadową projekcją – nieco wzrośnie. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że utrzymuje się niepewność co do wpływu obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy i presję płacową, choć – według niektórych z nich – skala tego wpływu będzie zmniejszana przez wysoki udział osób niepracujących wśród osób przechodzących na emeryturę. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że ograniczająco na dynamikę płac w kolejnych kwartałach może oddziaływać niska skłonność firm do podnoszenia wynagrodzeń w warunkach wysokiej konkurencji i spadku rentowności w ostatnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że ewentualne ograniczenie napływu pracowników z zagranicy oraz możliwy wzrost presji płacowej w sferze budżetowej mogą przyczynić się do szybszego od oczekiwanego wzrostu wynagrodzeń.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że w październiku inflacja w ujęciu rok do roku nieco się obniżyła. Członkowie ci zaznaczali, że dynamika cen jest obecnie podwyższana przez wzrost cen paliw i żywności, a więc czynniki znajdujące się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Natomiast wewnętrzna presja inflacyjna pozostaje – w ocenie tych członków Rady – ograniczona i nie widać istotnego wpływu przyspieszenia wzrostu płac na dynamikę cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu. Inni członkowie Rady zwracali z kolei uwagę na wzrost wszystkich miar inflacji bazowej w ostatnim okresie, co – w ich ocenie – wskazuje na nasilenie się wewnętrznej presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali także na pewien wzrost oczekiwań

inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnącą dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według listopadowej projekcji będzie ona stopniowo rosła i w 2018 r. osiągnie średnioroczny poziom 2,3%, a w 2019 r. – 2,7%. Większość członków Rady uznała, że wyniki listopadowej projekcji wskazują, że w najbliższych latach inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady zaznaczała jednak, że ścieżka inflacji w listopadowej projekcji jest wyższa niż w poprzedniej rundzie progностycznej, a w 2019 r. inflacja przekroczy 2,5%. Członkowie ci ocenili, że oczekiwany wzrost inflacji będzie wynikał z nasilenia się wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje prognozowany wzrost inflacji bazowej oraz deflatora wartości dodanej. Wskazywali oni też, że inflacja może być wyższa, niż przewiduje aktualna projekcja w związku z możliwym silniejszym wzrostem presji płacowej i kosztowej. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę na wyższe niż przed rokiem ceny węgla, które – ich zdaniem – przyczynią się do wzrostu kosztów produkcji wielu dóbr, w tym żywności, a także bezpośrednio wpłyną na ceny części dóbr konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że – w świetle aktualnych informacji – w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest

stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp umożliwi realizację celu inflacyjnego, który – jak podkreślano – ma symetryczny charakter. Jednocześnie biorąc pod uwagę oczekiwane obniżenie tempa wzrostu PKB w kolejnych latach wskazywano, że stabilizacja stóp procentowych wspiera utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane ożywienie inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym perspektyw utrzymania ujemnego poziomu stóp procentowych w strefie euro w kolejnym roku.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce, a także na dynamikę jednostkowych kosztów zmiennych. Wyrażono również opinię, że przyszłe decyzje Rady powinny brać pod uwagę kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że ewentualna podwyżka stóp procentowych miałaby ograniczony wpływ na dynamikę inwestycji.

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

Część członków Rady podkreślała, że wobec niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie istotną przesłanką dla oceny jej perspektyw będzie marcowa projekcja inflacji i PKB.

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

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata. Wskazywano, że stopa ta wynosi obecnie 3,5%. Biorąc pod uwagę, że od środków pozyskanych z zagranicy na ten sam okres nie nalicza się rezerwy obowiązkowej, oceniono, że zasadnym jest nienaliczanie rezerwy obowiązkowej również od pozostałych środków pozyskiwanych co najmniej na 2 lata, co będzie oznaczać ich jednolite traktowanie. Wskazywano, że zastosowanie jednolitych stóp rezerwy obowiązkowej dla wszystkich środków pozyskanych co najmniej na 2 lata przybliży polski system rezerwy obowiązkowej do rozwiązań stosowanych przez Eurosystem. Co więcej, zwracano uwagę, że wprowadzenie dyskutowanej zmiany może sprzyjać zmniejszeniu skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

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

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

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Podkreślano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie koniunktury, odzwierciedlone w danych o produkcji przemysłowej, rynku pracy, nastrojach podmiotów gospodarczych i handlu międzynarodowym. Wskazywano, że ożywienie w handlu międzynarodowym sprzyja dobrej koniunkturze w strefie euro, gdzie utrzymuje się wyższy niż w ubiegłym roku wzrost gospodarczy. Zwracano także uwagę na poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Zaznaczano jednak, że stopa bezrobocia w strefie euro – pomimo obniżenia – jest wciąż wyższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. W trakcie dyskusji na temat uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki wskazywano także na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Zwracano uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w tej gospodarce, a także na rekordowo wysoki poziom zatrudnienia przekładający się na wyższą niż w poprzednich kwartałach dynamikę sprzedaży detalicznej.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Oceniano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Zaznaczano, że inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal niska. Zwracano uwagę, że umiarkowana dynamika cen utrzymuje się w szczególności w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, zwłaszcza w strefie euro, a także – pomimo wyraźnego ożywienia koniunktury i wysokiej dynamiki płac – w Europie Środkowo-Wschodniej. Wskazywano, że w ostatnich latach zależność między koniunkturą, dynamiką płac i inflacją osłabiła się w wielu krajach na świecie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż w poprzednich kwartałach, ale w ostatnich tygodniach pojawiły się sygnały świadczące o ich stabilizacji. Wskazywano, że w kolejnych kwartałach ceny tego surowca mogą pozostawać stabilne. Spośród czynników przyczyniających się do stabilizacji cen ropy członkowie Rady wymieniali elastyczną podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych i jednocześnie dążenie niektórych producentów tego surowca do utrzymania udziału w rynku. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych zwracano uwagę, że również ceny węgla kamiennego i gazu ziemnego są wyraźnie wyższe niż w poprzednich kwartałach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, a w grudniu prawdopodobnie podniesie stopy procentowe. Zaznaczano jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali i tempa dalszych podwyżek stóp procentowych przez amerykański bank centralny. Ponadto w tej części dyskusji podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Zwracano przy tym uwagę, że EBC wciąż zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Podkreślano, że również w innych krajach w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej, stopy procentowe pozostają zbliżone do zera.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali, że roczne tempo wzrostu PKB przyspieszyło w III kw. br. do 4,9%, a więc było wyższe, niż przewidywano w projekcji. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt

konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że do silniejszego, niż oczekiwano w projekcji, przyspieszenia wzrostu PKB przyczynił się głównie wyraźny wzrost eksportu związany z ożywieniem koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w szczególności w strefie euro. Podkreślano, że w III kw. wzrosły także nakłady brutto na środki trwałe, choć wolniej, niż oczekiwano w projekcji. Zwracano uwagę, że wzrost inwestycji był głównie związany ze zwiększeniem się inwestycji publicznych. Zaznaczano przy tym, że dynamika inwestycji firm spoza sektora górnictwo-energetycznego wyraźnie wzrosła w III kw. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom inwestycji przedsiębiorstw jest nadal niższy niż przed 2016 r.

Oceniano, że w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć w kolejnych latach można oczekiwać pewnego obniżenia się dynamiki PKB. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany przez stabilną dynamikę konsumpcji, przy dalszym wzroście dynamiki inwestycji. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, wskazuje na to rosnąca absorpcja środków unijnych, przy czym zaznaczali oni, że jest ona jak dotąd skoncentrowana głównie w sektorze publicznym. Oceniano też, że – biorąc pod uwagę wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych, przy jednoczesnym wzroście popytu – w kolejnych kwartałach prawdopodobny jest dalszy wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei ograniczająco na dynamikę PKB będzie oddziaływało stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus”, a także prognozowane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć nieco wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost liczby pracujących w gospodarce i w efekcie kontynuację spadku stopy bezrobocia. Zwracano uwagę, że dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce w III kw. była stabilna pomimo tego, że w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu płac i dynamiki funduszu płac. Wyrażono opinię, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce jest ograniczana przez zamrożenie płac w sektorze publicznym oraz prawdopodobnie niższą dynamikę wynagrodzeń w małych firmach, w których pracuje znaczna część zatrudnionych. W tym kontekście zaznaczono, że w świetle najnowszych informacji o rozkładzie wynagrodzeń w Polsce poziom wynagrodzeń znacznej części zatrudnionych jest wciąż niewiele wyższy od płacy minimalnej, co dodatkowo ogranicza presję inflacyjną. Wskazywano również na relatywnie wysoką stopę aktywności zawodowej, która – obok znaczącej liczby pracowników z zagranicy – może być czynnikiem ograniczającym wzrost płac w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że odsetek firm, w których dynamika płac rośnie szybciej niż dynamika wydajności, jest wyższy niż przed rokiem. Podkreślano jednocześnie, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce istotnie się obniżyła w III kw. W konsekwencji większość członków Rady oceniła, że rynek pracy – mimo niskiego bezrobocia i sygnalizowanych przez część firm trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników – nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła w listopadzie do 2,5%. Zaznaczano, że głównym czynnikiem podwyższającym inflację jest obecnie wysoka dynamika cen żywności oraz wyraźnie wyższa

niż w poprzednich latach dynamika cen energii. Wskazywano przy tym, że wyższa dynamika cen energii jest związana ze wzrostem cen surowców energetycznych na światowych rynkach. Jednocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska mimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu konsumpcji.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, większość członków Rady oceniała, że – w świetle aktualnych informacji – inflacja w horyzoncie projekcji utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa będzie prawdopodobnie rosła jedynie stopniowo. Zaznaczano, że istotnym czynnikiem hamującym wzrost dynamiki cen pozostanie niska inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki, a także oczekiwane w kolejnych kwartałach obniżenie dynamiki PKB. W nadchodzących miesiącach wygasną także statystyczne efekty bazy, co prawdopodobnie obniży dynamikę cen energii.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na czynniki ryzyka oddziałujące w kierunku wyższej inflacji. W ich ocenie niski poziom inwestycji przedsiębiorstw może się przełożyć na obniżenie dynamiki wydajności, a tym samym oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i inflacji w dłuższym okresie. Dodatkowo wyrazili oni opinię, że utrzymujące się relatywnie niskie inwestycje w sektorze górniczo-energetycznym mogą przyczynić się do wyższej dynamiki cen nośników energii. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wymóg utrzymywania obowiązkowych zapasów gazu ziemnego może skutkować wzrostem kosztów ponoszonych przez importerów tego surowca.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że

aktualny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Wskazywano, że w świetle aktualnych informacji inflacja pozostanie zbliżona do celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się – mimo relatywnie szybkiego wzrostu PKB – nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski, a także zbliżony do dynamiki nominalnego PKB wzrost kredytu.

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

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, w szczególności związane z możliwością silniejszego przyspieszenia wzrostu płac, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny także uwzględniać wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na akcję kredytową, ceny aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce. W opinii członków Rady istotne dla polityki pieniężnej będzie także kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

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

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

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania rezerwy powinno sprzyjać urealnieniu jej obowiązkowego charakteru. Większość członków Rady wskazywała, że obniżenie oprocentowania powinno – wraz z nienaliczaniem rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata – wspierać zmniejszenie skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy. Pojawiła się opinia, że system rezerwy obowiązkowej nie powinien być modyfikowany do czasu wejścia w życie uchwały o nienaliczaniu rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata.

Rada podjęła uchwałę w sprawie wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Zgodnie z tą uchwałą wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej będzie wynosić 0,50%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2018 r.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 10 stycznia 2018 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury, której towarzyszy dalszy wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Zaznaczano, że w strefie euro utrzymuje się ożywienie aktywności gospodarczej wspierane przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy, bardzo dobre nastroje podmiotów gospodarczych oraz silny popyt zewnętrzny. Zwracano uwagę, że prognozy dynamiki PKB w 2018 r. w tej strefie zostały w ostatnim czasie zrewidowane w górę. W trakcie dyskusji wskazywano także na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych oraz tylko nieznaczne obniżenie się dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Oceniano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach, a także czynniki dezinflacyjne związane m.in. z rosnącą produkcją dóbr w ramach globalnych łańcuchów dostaw. Wskazywano w szczególności na nadal umiarkowaną dynamikę cen w strefie euro oraz obniżenie prognoz inflacji bazowej w tej strefie na bieżący rok.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Zaznaczano, że wzrost ten wynikał głównie z ograniczenia produkcji i zapasów ropy, a także przedłużenia porozumienia zawartego między krajami eksportującymi ten surowiec. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja cen ropy naftowej, czemu będzie sprzyjać wzrost jej

podażą ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, zaznaczano, że mimo poprawy perspektyw koniunktury w strefie euro Europejski Bank Centralny nie zmienił swojej polityki pieniężnej. EBC nadal utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. EBC wciąż zapowiada też utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że dynamika PKB w IV kw. była prawdopodobnie zbliżona do notowanej w III kw. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Dostępne dane wskazują, że wzrosła także dynamika inwestycji, choć – jak podkreślano – głównie dzięki ożywieniu inwestycji publicznych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że dynamika inwestycji prywatnych – których realizacja w większym stopniu niż w przypadku inwestycji publicznych zależy od ich oczekiwanego zysku i ryzyka – jest nadal niska. Członkowie ci zaznaczali, że wzrost inwestycji firm nakierowanych na podnoszenie poziomu zaawansowania technologicznego produkcji jest istotny dla perspektyw konkurencyjności polskiej gospodarki. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB oddziaływał także relatywnie szybki wzrost eksportu, wspierany przez ożywienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w Niemczech.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, oceniano, że w nadchodzących kwartałach koniunktura pozostanie korzystna,

choć dynamika PKB będzie prawdopodobnie niższa niż w II połowie 2017 r. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany przez rosnącą konsumpcję pomimo stopniowego wygasania statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus”. Jednocześnie oczekiwane jest dalsze przyspieszenie wzrostu inwestycji, na co wskazuje rosnąca absorpcja środków unijnych. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach – wobec konieczności zwiększenia zdolności wytwórczych firm w warunkach utrzymującego się wysokiego popytu – wzrośnie także dynamika inwestycji przedsiębiorstw. Wzrost aktywności gospodarczej będzie także wspierany przez rosnący eksport. Część członków Rady podkreślała, że wzrost sprzedaży zagranicznej może być wyższy niż wcześniej oczekiwano ze względu na poprawę perspektyw koniunktury w strefie euro. Jednocześnie część członków Rady wyrażała opinię, że tempo wzrostu eksportu może być ograniczane przez mocniejszy niż w poprzednich kwartałach kurs złotego. Z kolei zdaniem innych członków Rady poziom kursu jest nadal wyższy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa średniego kursu opłacalności eksportu. Członkowie ci podkreślali także znaczną importochłonność produkcji eksportowej ograniczającą jej wrażliwość na zmiany kursu walutowego.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że mimo sygnalizowanych przez część firm trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal silnie rośnie. Wskazywano, że towarzyszy temu szybszy niż w poprzednich kwartałach wzrost płac w tym sektorze. W efekcie wyższa jest także dynamika funduszu płac, jednak – jak podkreślała część członków Rady – nie przekracza ona dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. W konsekwencji większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach możliwe jest dalsze przyspieszenie wzrostu płac w firmach, jednak dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce będzie nadal ograniczana przez zamrożenie płac w sektorze budżetowym oraz wzrost stopy aktywności zawodowej i dalszy napływ pracowników ze Wschodu. Podkreślano jednocześnie, że ograniczająco na dynamikę jednostkowych kosztów pracy będzie oddziaływał wyższy niż wcześniej oczekiwano wzrost PKB w 2018 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że presja płacowa w kolejnych kwartałach może jednak się wyraźnie zwiększyć. Członkowie ci wskazywali na ryzyko pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz prawdopodobny wzrost popytu na pracę związany z dalszym ożywieniem inwestycji. Jednocześnie oceniali, że skala możliwego zwiększania aktywności zawodowej i napływu pracowników z zagranicy jest ograniczona. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że podaż pracy będzie ograniczana wskutek przechodzenia na emeryturę znacznej części pracowników, którzy uzyskali takie uprawnienia po obniżeniu wieku emerytalnego. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że wpływ obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy będzie niewielki ze względu na znaczny udział osób niepracujących wśród osób uzyskujących świadczenia oraz prawdopodobne pozostanie wielu emerytów na rynku pracy.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w grudniu obniżyła się. Zaznaczano, że inflację nadal podwyższają wysokie ceny żywności. Jednocześnie inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska, do czego przyczynia się umiarkowany wzrost cen usług oraz utrzymujący się spadek cen towarów. W opinii większości członków Rady wskazuje to na ograniczoną presję popytową. Niektórzy członkowie Rady

zaznaczali ponadto, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu. Wskazywano także na wyraźne obniżenie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, mimo istotnego wzrostu produkcji przemysłowej.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, zaznaczano, że w kolejnych miesiącach na zmiany dynamiki cen będą silnie oddziaływać zmiany cen energii i żywności oraz tzw. statystyczne efekty bazy. Podkreślano, że czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji pozostanie niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki, a także mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego. Większość członków Rady oceniała, że w świetle aktualnych informacji średni poziom inflacji w bieżącym roku będzie nieco niższy od 2,5%, a w horyzoncie projekcji utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że taka ocena jest spójna z oczekiwaniami analityków finansowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w ostatnim okresie. Wskazywali oni także na oczekiwaną wyższą dynamikę cen usług w bieżącym roku wobec 2017 r., która – zdaniem tych członków Rady – może świadczyć o narastaniu presji popytowej.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że w świetle aktualnych informacji inflacja pozostanie zbliżona do celu inflacyjnego NBP w horyzoncie projekcji. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest

stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane dalsze ożywienie inwestycji. Wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, w szczególności związane z możliwością silniejszego przyspieszenia wzrostu płac, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. W opinii tych członków Rady istotne dla polityki pieniężnej będzie także kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie członkowie ci podkreślali, że w świetle danych, które napłynęły w ostatnim okresie, ryzyko wyraźnego wzrostu presji inflacyjnej jest niższe niż wcześniej oceniano. Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych. Podkreślano jednak, że obecnie – wobec bardzo korzystnej sytuacji gospodarczej oraz bardzo dobrych nastrojów podmiotów gospodarczych – prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w kolejnych kwartałach jest niewielkie. Wskazywano także, że istotną przesłanką dla oceny perspektyw polityki pieniężnej będzie marcowa projekcja inflacji i PKB.

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

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

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w gospodarce światowej trwa wyraźna poprawa koniunktury. Zaznaczano, że dane o PKB potwierdzają dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro, które jest wspierane przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy, polepszające się nastroje podmiotów gospodarczych oraz wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Zwracano także uwagę na utrzymywanie się korzystnej koniunktury w Stanach Zjednoczonych oraz na stabilizację wzrostu PKB w Chinach.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, co wynika z widocznego w wielu krajach osłabienia zależności między dynamiką cen a koniunkturą. Oceniano, że przyczyniają się do tego czynniki dezinflacyjne wynikające m.in. z oddziaływania globalizacji rynków czynników produkcji na procesy cenowe. W efekcie inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych jest wciąż ograniczona. Wskazywano w szczególności, że pomimo wyraźnie niższego niż w poprzednich latach bezrobocia niska pozostaje dynamika cen w strefie euro, w tym w Niemczech.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na wzrost cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych w ostatnim okresie. Zaznaczano, że wzrost ten wynikał głównie z ograniczenia produkcji i zapasów ropy,

przy rosnącym popycie na ten surowiec będącym efektem ożywienia światowego wzrostu gospodarczego. Zwrócono także uwagę, że czynnikiem wspierającym wyższe ceny ropy jest osłabienie się dolara amerykańskiego. Ponadto część członków Rady zaznaczała, że w ślad za wzrostem cen ropy wzrosły także ceny gazu ziemnego. Wskazywano, że ważnym uwarunkowaniem dla globalnych cen surowców jest ograniczanie przez Chiny zużycia węgla, przy jednoczesnym zwiększeniu zapotrzebowania tego kraju na ropę i gaz.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, zaznaczano, że mimo poprawy koniunktury w strefie euro Europejski Bank Centralny nie zmienił swojej polityki pieniężnej. EBC nadal utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe, choć – zgodnie z wcześniejszą zapowiedzią – w mniejszej miesięcznej skali. EBC nie zmodyfikował także komunikacji dotyczącej swoich przyszłych decyzji. Wskazywano, że mogło się do tego przyczynić obserwowane ostatnim okresie umocnienie euro, które zwiększyło niepewność co do tempa powrotu inflacji do celu EBC. W efekcie EBC podtrzymuje zapowiedź, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że dane o PKB w 2017 r. wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury, przy coraz bardziej zrównoważonej strukturze wzrostu gospodarczego. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Dostępne dane wskazują, że zwiększyła się także dynamika inwestycji, choć – jak podkreślano – głównie inwestycji

publicznych. Oceniono, że w IV kw. zwiększyły się prawdopodobnie również nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Odnosząc się do struktury wzrostu PKB, podkreślano ponadto, że w 2017 r. wzrost był wspierany również przez silny popyt zewnętrzny odzwierciedlony w utrzymującym się w II połowie ub.r. dodatnim wkładzie eksportu netto do dynamiki PKB.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, oceniano, że można oczekiwać rewizji w górę prognozowanej ścieżki wzrostu PKB w Polsce. Zdaniem członków Rady w nadchodzących kwartałach koniunktura pozostanie korzystna, choć dynamika PKB będzie prawdopodobnie nieco niższa niż w II połowie 2017 r.

Wzrost PKB będzie nadal wspierany przez rosnącą konsumpcję, jednak stopniowo będą wygasać statystyczne efekty programu „Rodzina 500 plus”. Jednocześnie oczekiwane jest dalsze przyspieszenie wzrostu inwestycji, w tym inwestycji prywatnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika inwestycji prywatnych jest kluczowa dla konkurencyjności polskiej gospodarki. Członkowie ci zaznaczali, że wzrost inwestycji firm może być w szczególności czynnikiem podnoszącym w przyszłości dynamikę wydajności pracy, a zatem łagodzącym wpływ ewentualnego dalszego przyspieszenia tempa wzrostu wynagrodzeń na ceny.

Zdaniem członków Rady wzrost krajowej aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach powinien być także wspierany przez korzystną koniunkturę za granicą. Część członków Rady zaznaczała jednak, że zgodnie z prognozami instytucji międzynarodowych wzrost w największych gospodarkach zacznie najprawdopodobniej stopniowo zwalniać począwszy od 2019 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że na perspektywy wzrostu na świecie będą w szczególności miały wpływ

nastroje na globalnych rynkach finansowych, które w ostatnim okresie uległy pewnemu pogorszeniu. Ponadto część członków Rady wyrażała opinię, że nawet w warunkach utrzymania się relatywnie wysokiej dynamiki PKB za granicą tempo wzrostu eksportu może być ograniczane przez mocniejszy niż w poprzednich kwartałach kurs złotego. Z kolei zdaniem innych członków Rady poziom kursu złotego, szczególnie wobec euro, jest nadal wyższy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa średniego kursu opłacalności eksportu, a wysoka importochłonność produkcji eksportowej ogranicza jej wrażliwość na zmiany kursu walutowego.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że choć część firm sygnalizuje trudności ze znalezieniem pracowników, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal silnie rośnie. Zwracano uwagę, że wzrostowi zatrudnienia towarzyszy dalszy spadek bezrobocia oraz szybszy wzrost płac. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ograniczającym dynamikę płac jest zamrożenie płac w sektorze publicznym. W kierunku niższej dynamiki płac oddziałuje także wzrost stopy aktywności zawodowej oraz dalszy napływ pracowników ze Wschodu.

Większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej, a wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce jest wciąż umiarkowany. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na rosnącą liczbę przedsiębiorstw, w których płace rosną szybciej niż wydajność pracy. Członkowie ci argumentowali ponadto, że kolejnych kwartałach presja płacowa może się zwiększyć, gdyż istnieje ryzyko pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz dalszego przechodzenia na emeryturę znacznej części pracowników, którzy uzyskali takie uprawnienia po obniżeniu wieku emerytalnego.

Inni członkowie Rady podkreślali, że wpływ obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy jest jak dotąd niewielki ze względu na znaczny udział osób niepracujących wśród osób uzyskujących świadczenia oraz prawdopodobne pozostanie wielu emerytów na rynku pracy.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się pod koniec 2017 r., a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska. Część członków Rady podkreślała, że inflacja bazowa w IV kw. 2017 r. ukształtowała się poniżej poziomu zakładanego w listopadowej projekcji NBP pomimo wyższego od oczekiwań tempa wzrostu PKB. Wskazywano także na wyhamowanie dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Większość członków Rady oceniała, że presja inflacyjna pozostaje ograniczona.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zaznaczano, że dynamikę cen w Polsce będzie wciąż ograniczać umiarkowana inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki, a także mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego. Większość członków Rady oceniała, że w świetle aktualnych informacji inflacja w kolejnych dwóch latach utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ograniczająco na inflację mogły dotychczas oddziaływać zmiany strukturalne wzmacniające konkurencję cenową w handlu detalicznym. Członkowie ci oceniali, że w przyszłości rola tego czynnika może osłabnąć. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę na prawdopodobną rewizję w górę oczekiwanej ścieżki inflacji w kolejnych latach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że pomimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego inflacja w Polsce utrzymuje się na

umiarkowanym poziomie. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

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

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Wskazywano także, że istotną przesłanką dla oceny perspektyw polityki pieniężnej będzie marcowa projekcja inflacji i PKB.

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

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

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

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

W gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. W strefie euro dane o PKB w IV kw. wskazują na utrzymywanie się szybszego niż w poprzednich latach wzrostu gospodarczego. Sprzyja temu poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje podmiotów gospodarczych, a także wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych, chociaż dynamika PKB w IV kw. w tej gospodarce nieco się obniżyła. Z kolei w Chinach wzrost PKB w 2017 r. był relatywnie stabilny.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie ceny niektórych innych surowców, w tym ropy naftowej, są wyższe niż rok temu.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje natomiast stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości.

W Polsce roczna dynamika PKB w IV kw. wyniosła 5,1%. Istotnym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie w IV kw. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji. Przyspieszenie

wzrostu inwestycji dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Wzrost aktywności gospodarczej jest również wspierany przez silny popyt zewnętrzny.

Mimo przyśpieszenia wzrostu gospodarczego roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie – mimo szybszego wzrostu płac – niska pozostaje inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6-2,5% w 2018 r. (wobec 1,6-2,9% w projekcji z listopada 2017 r.), 1,7-3,6% w 2019 r. (wobec 1,7-3,7%) oraz 1,9-4,1% w 2020 r. Z kolei

roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,5-5,0% w 2018 r. (wobec 2,8-4,5% w projekcji z listopada 2017 r.), 2,8-4,8% w 2019 r. (wobec 2,3-4,3%) oraz 2,6-4,6% w 2020 r.

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

Rada przyjęła *Raport o inflacji – marzec 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 Projektacji DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD²⁹. 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 marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2018 r. do IV kw. 2020 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2017 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 16 lutego 2018 r.

²⁹ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/necmod.html.

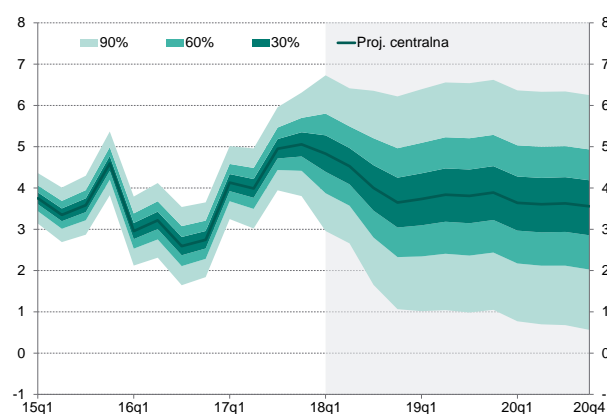
4.1 Synteza

W II połowie 2017 r. gospodarka polska znajdowała się w fazie ekspansji – dynamika PKB osiągnęła poziom 5% r/r, najwyższy od 2011 r. Zgodnie z oczekiwaniami z projekcji listopadowej główną składową wzrostu w tym okresie pozostało spożycie indywidualne. Wyraźnie przyspieszyła też dynamika nakładów brutto na środki trwałe. Wysokiemu wzrostowi gospodarczemu w ubiegłym roku towarzyszyło dodatnie (i wyższe niż w 2016 r.) saldo rachunku bieżącego i kapitałowego, przy czym nadwyżka w obrotach towarowych i usługach ukształtowała się na rekordowo wysokim poziomie.

W horyzoncie projekcji dynamika krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać z wysokich poziomów odnotowanych w II połowie 2017 r. Główną składową wzrostu popytu krajowego pozostanie spożycie indywidualne, do czego przyczyni się utrzymująca się poprawa sytuacji na rynku pracy pozytywnie oddziałująca na dochody do dyspozycji i nastroje gospodarstw domowych. W latach 2018-2020 nastąpi natomiast zwiększenie roli inwestycji we wzroście gospodarczym, związane z potrzebą odbudowy potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz rosnącą absorpcją funduszy strukturalnych UE z bieżącej perspektywy finansowej 2014-2020. Korzystnie na popyt krajowy oddziaływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu. Ograniczeniem dla wzrostu gospodarczego będzie natomiast prognozowane w latach 2018-2020 obniżenie dynamiki PKB w strefie euro w porównaniu z 2017 r.

Wysoki wzrost PKB przyczynił się do domknięcia w II połowie 2017 r. ujemnej od 2012 r. luki popytowej. W kolejnych latach luka popytowa wzrośnie i w końcu horyzontu projekcji będzie kształtować się na poziomie 1,8% produktu

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

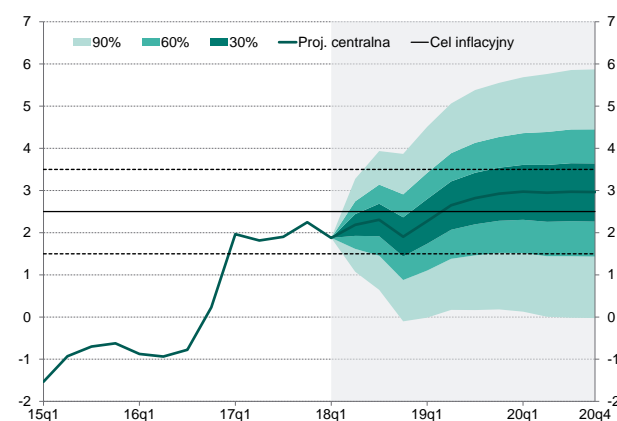
potencjalnego. Wielkość luki popytowej pozwala wnioskować, że w najbliższych latach nastąpi zwiększenie presji popytowej w skali całej gospodarki i poprawa koniunktury stopniowo przekładać się będzie na wzrost krajowej inflacji. W kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie prognozowany w horyzoncie projekcji wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Przyspieszeniu dynamiki płac będzie sprzyjać utrzymujący się silny popyt na pracę ze strony przedsiębiorstw przy ograniczonej podaży siły roboczej. Inflację w Polsce ograniczać będzie natomiast utrzymująca się niska dynamika cen importu powiązana z aprecjacją efektywnego kursu złotego, niską inflacją za granicą i oczekiwanym obniżeniem się cen surowców energetycznych.

W świetle powyższych uwarunkowań inflacja cen konsumenta w horyzoncie projekcji stopniowo wzrośnie i w latach 2019-2020 ukształtuje się nieco powyżej 2,5%.

Na oczekiwany kształt scenariusza projekcyjnego istotny wpływ będzie miała skala i trwałość ożywienia w gospodarce światowej. Przyszła dynamika wzrostu w gospodarkach rozwiniętych jest przy tym obciążona niepewnością związaną z utrzymywaniem się obniżonego tempa wzrostu produktywności przy niskiej dynamice nakładów inwestycyjnych. Wśród czynników krajowych istotnym źródłem ryzyka dla przebiegu ścieżki inflacji i PKB jest kształtowanie się efektywnej podaży pracy. Trudno ocenić w jakim stopniu obserwowane w ostatnim okresie pozytywne zmiany strukturalne na rynku pracy prowadzące do wzrostu aktywności zawodowej osób w grupie wiekowej powyżej 45 lat będą kontynuowane w horyzoncie projekcji.

Ocena prawdopodobieństwa materializacji wskazanych powyżej ryzyk wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład niepewności dla inflacji CPI (Wykres 4.2). W dłuższym horyzoncie

Wykres 4.2 Inflacja CPI (t/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

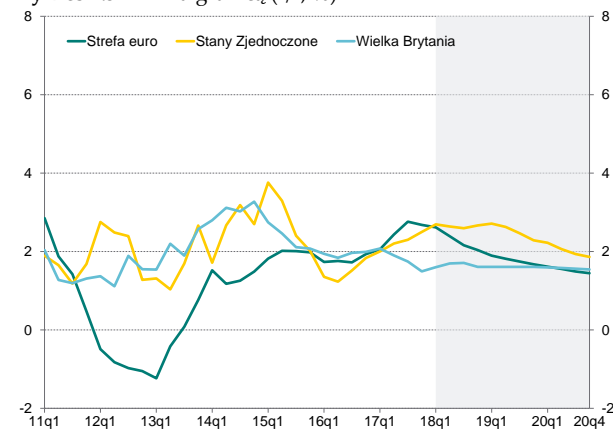
projekcji nieco bardziej prawdopodobny jest natomiast niższy niż w scenariuszu centralnym przebieg ścieżki dynamiki PKB, co znajduje odzwierciedlenie w wykresie wachlarzowych dla tej zmiennej (Wykres 4.1).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

W bieżącej projekcji perspektywy koniunktury gospodarczej najważniejszych partnerów handlowych Polski kształtują się korzystniej niż w poprzedniej rundzie prognostycznej, przy czym utrzymano założenie o szybszym tempie wzrostu w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro. Korekta w górę przyszłej dynamiki PKB w obu tych gospodarkach wiąże się w dużym stopniu z lepszymi od oczekiwań odczytami wskaźników koniunktury w II połowie 2017 r. Bardziej optymistyczna prognoza ścieżki inwestycji w Stanach Zjednoczonych wynika również z pozytywnego wpływu wcześniejszego niż zakładano w projekcji listopadowej wprowadzenia przez administrację amerykańską istotnej obniżki podatku korporacyjnego. Korzystniejsze perspektywy dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz dla handlu światowego będą z kolei sprzyjać aktywności eksportowej przedsiębiorstw w strefie euro. Podobnie jak w rundzie listopadowej, w horyzoncie projekcji oczekiwane jest jednak stopniowe zmniejszanie skali ożywienia w otoczeniu gospodarczym Polski, przy utrzymującym się niskim wzroście produktywności i niekorzystnych zmianach demograficznych.

Relatywnie wysoka dynamika PKB odnotowana w strefie euro w 2017 r., utrzyma się również w br., a główną składową wzrostu pozostanie konsumpcja prywatna. Na spożycie indywidualne pozytywnie będzie wpływać rosnące zatrudnienie i wzrost majątku gospodarstw domowych, niskie oprocentowanie i

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

	2017	2018	2019
PKB w strefie euro (r/r, %)			
III 2018	2,5	2,3	1,8
XI 2017	2,2	1,9	1,6
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
III 2018	2,3	2,6	2,5
XI 2017	2,2	2,4	2,1
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
III 2018	1,8	1,7	1,6
XI 2017	1,6	1,4	1,7

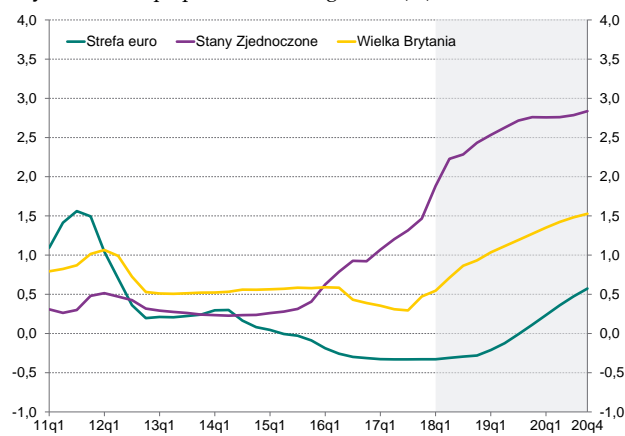
Źródło: obliczenia NBP.

duża dostępność kredytu konsumpcyjnego (Wykres 4.4), jak również zmniejszenie obciążeń fiskalnych w niektórych państwach członkowskich. W 2018 r. przyspieszą inwestycje przedsiębiorstw, co będzie wynikiem oczekiwanej poprawy popytu wewnętrznego i zewnętrznego, wysokiego obecnie poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych oraz niskich nakładów brutto przeznaczanych na odnowę parku maszynowego w ostatnich latach. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB strefy euro pozostanie w br. dodatni, kształtując się jednak na poziomie niższym niż w 2017 r., co wynikać będzie z przyspieszenia importu na skutek poprawy popytu wewnętrznego.

W latach 2019-2020 dynamika PKB w strefie euro obniży się, na co złożą się spowolnienie wzrostu wszystkich jego głównych składowych. Konsumpcja prywatna będzie ograniczana przez stopniowy wzrost inflacji wpływającej negatywnie na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w ujęciu realnym. Słabnący popyt wewnętrzny i zewnętrzny, w połączeniu z wysokim zadłużeniem sektora prywatnego i niską dynamiką zysków będą z kolei stanowiły przesłankę dla zmniejszenia wielkości aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Podobnie jak w strefie euro, również w Stanach Zjednoczonych, najważniejszą składową wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji pozostanie spożycie prywatne. Utrzymaniu się dobrych nastrojów konsumenckich będzie sprzyjać korzystna sytuacja na rynku pracy, a także wysoka wartość majątku netto gospodarstw domowych będąca wynikiem wzrostu wartości ich aktywów oraz zakończonego procesu delewarowania. Ważnym dodatkowym czynnikiem pozytywnie wpływającym na popyt w tej gospodarce będzie planowane w br. obniżenie opodatkowania gospodarstw

Wykres 4.4 Stopa procentowa za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

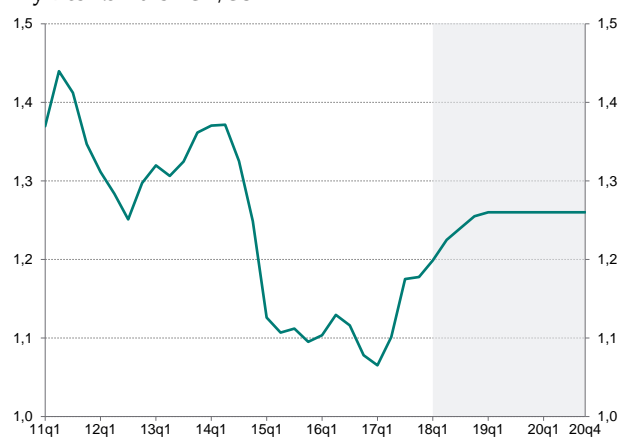
domowych i przedsiębiorstw. W konsekwencji niższych obciążeń fiskalnych, osłabienia kursu dolara, ożywienia koniunktury w przemyśle oraz poprawy perspektyw gospodarki globalnej, w latach 2018-2019 nastąpi relatywnie silny wzrost inwestycji przedsiębiorstw. W 2018 r. przedsiębiorstwa prawdopodobnie zwiększą również akumulację zapasów. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy w horyzoncie projekcji będzie natomiast osiągnięcie przez gospodarkę amerykańską stanu pełnego zatrudnienia. Proces ten, w połączeniu ze starzeniem się społeczeństwa, przyczyni się do stopniowego obniżenia wkładu zatrudnienia do wzrostu potencjalnego PKB.

Na tle wzrostu PKB w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych, aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii pozostanie w najbliższych latach na niższym poziomie. Popyt inwestycyjny przedsiębiorstw będzie w dalszym ciągu obniżany przez niepewność związaną z warunkami opuszczenia przez ten kraj Unii Europejskiej. W konsekwencji, w horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie się dynamiki brytyjskiego PKB na umiarkowanym poziomie, pomimo wyraźnego wzrostu eksportu w IV kw. ub.r. i poprawy pespektyw gospodarki globalnej.

W marcowej projekcji przyjęto, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, że w najbliższych kwartałach nastąpi umocnienie się kursu euro w stosunku do dolara, odzwierciedlające poprawę sytuacji polityczno-gospodarczej w strefie euro. W dalszym horyzoncie projekcji, w obliczu dobrych perspektyw gospodarki amerykańskiej i oczekiwanego silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed (Wykres 4.4), tendencja ta ulegnie wyhamowaniu (Wykres 4.5).

Po wzrostach notowań ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego w II połowie ub.r., wyrażony w dolarach indeks cen surowców

Wykres 4.5 Kurs EUR/USD



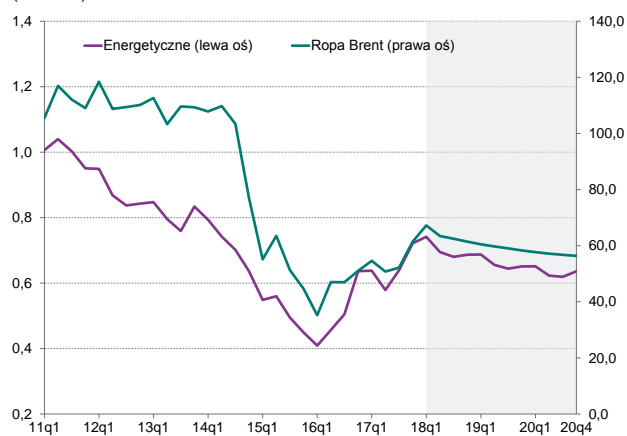
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

energetycznych osiągnął na początku 2018 r. poziom wyższy niż założono w poprzedniej rundzie progностycznej. W horyzoncie projekcji nastąpi stopniowy spadek cen tych surowców (Wykres 4.6), przybliżając poziom indeksu do poziomu przyjętego w rundzie listopadowej.

Obserwowany wzrost cen ropy był odzwierciedleniem spadku światowych zapasów tego surowca, do którego przyczyniły się zarówno ograniczenia produkcji wprowadzone przez OPEC, jak i liczne w ostatnich miesiącach zakłócenia w wydobywaniu i transporcie ropy, m.in. w Stanach Zjednoczonych, Iraku, Libii i Wielkiej Brytanii. W kierunku spadku zapasów oddziaływał też istotny wzrost w IV kw. 2017 r. popytu na ropę ze strony amerykańskich rafinerii. W horyzoncie projekcji ceny ropy naftowej będą się stopniowo obniżać, czemu będzie sprzyjać prognozowany wyraźny wzrost produkcji tego surowca w Stanach Zjednoczonych. Wzrost cen ropy i rentowności wydobywania stanowi bowiem zachętę dla amerykańskich spółek naftowych do zwiększenia aktywności inwestycyjnej. Podobny kształt ma założona w projekcji ścieżka cen gazu ziemnego, ze względu na silną współzależność cen obu surowców.

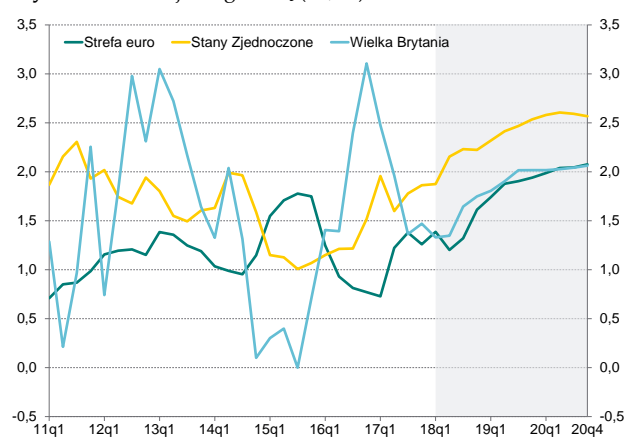
W wyniku wyjątkowo mroźnej zimy w Chinach i znaczących spadków zapasów węgla kamiennego w tym kraju oraz zakłóceń dostaw tego surowca z Indonezji, również ceny węgla kamiennego wzrosły w ostatnich miesiącach, kształtując się powyżej założeń z poprzedniej rundy progностycznej. W horyzoncie projekcji ceny węgla kamiennego będą się stopniowo obniżać, ze względu na słabnący popyt z krajów będących jego największymi konsumentami, przede wszystkim Chin. W kierunku spadku popytu na węgiel będzie także oddziaływać polityka klimatyczna prowadzona przez gospodarkę rozwiniętą.

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.

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



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

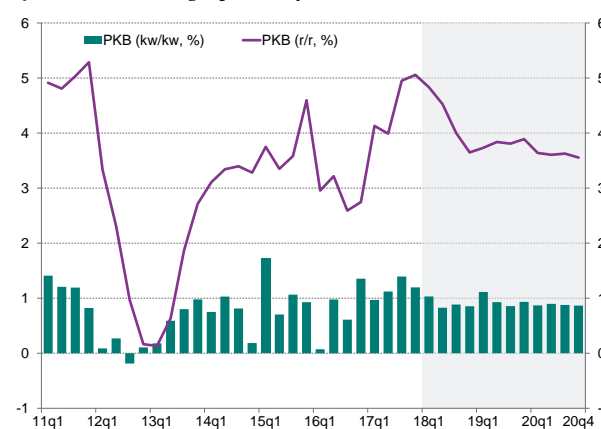
Bieżąca prognoza zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski nastąpi umiarkowany wzrost inflacji (Wykres 4.7). W strefie euro w najbliższych latach dynamikę cen podnosić będą rosnące marże przedsiębiorstw oraz przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń. W Stanach Zjednoczonych inflacja ukształtuje się na nieco wyższym poziomie ze względu na deprecjację dolara oraz osiągnięcie przez tę gospodarkę stanu pełnego zatrudnienia. W Wielkiej Brytanii stopa inflacji również wzrośnie, ale do końca horyzontu projekcji nie przekroczy poziomu z przełomu lat 2016-2017, kiedy na wzrost dynamiki cen konsumenta wpłynęło osłabienie funta.

4.3 Gospodarka polska w latach 2018-2020

W ślad za obniżeniem wzrostu gospodarczego w strefie euro, w horyzoncie projekcji również dynamika krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać z wysokich poziomów odnotowanych w II połowie 2017 r. (Wykres 4.8). Główną składową wzrostu popytu krajowego pozostanie spożycie indywidualne, co będzie wynikiem dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy oraz utrzymania się optymistycznych nastrojów gospodarstw domowych (Wykres 4.9). W latach 2018-2020 nastąpi przy tym wzrost udziału inwestycji we wzroście gospodarczym, związany z potrzebą odbudowy potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki oraz napływem środków z budżetu UE z bieżącej perspektywy finansowej 2014-2020.

Wraz z narastającą presją popytową i kosztową w latach 2018-2020 stopniowo będzie rosła również inflacja bazowa (Wykres 4.10). Odzwierciedleniem narastającej presji popytowej jest rozszerzenie się w horyzoncie projekcji dodatniej luki popytowej spowodowane wzrostem wydatków konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Jednocześnie zwiększają się

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

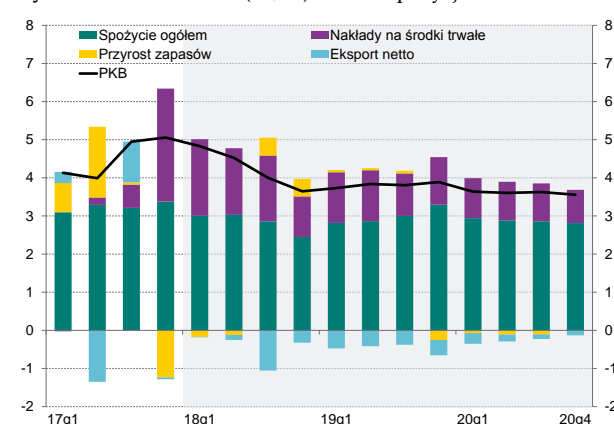
problemy przedsiębiorstw związane z niedostateczną wielkością podaży pracy będą przekładać się na wzrost wynagrodzeń przewyższający dynamikę wydajności pracy. Skalę wzrostu inflacji będzie natomiast ograniczać niska dynamika cen importu powiązana z aprecjacją efektywnego kursu złotego, niską inflacją za granicą i oczekiwanym obniżeniem się cen surowców energetycznych. Dodatkowo w najbliższych kwartałach wygaśnie wpływ czynników podwyższających przejściowo inflację cen żywności (Wykres 4.10).

Popyt krajowy

W latach 2018-2020 dynamika spożycia indywidualnego będzie się kształtować na poziomie zbliżonym do 4% pozostając główną składową wzrostu gospodarczego (Wykres 4.9, Wykres 4.11). Korzystnie na poziom wydatków gospodarstw domowych będzie wpływać rozwój sytuacji na rynku pracy, gdzie oczekiwany jest dalszy spadek stopy bezrobocia oraz utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki wynagrodzeń. Pozytywnie na spożycie powinny oddziaływać również korzystne nastroje podmiotów odzwierciedlone w kształtujących się obecnie na rekordowych poziomach odczytach badań koniunktury konsumenckiej³⁰. W szczególności, deklaracje gospodarstw domowych wskazują na pozytywne tendencje dotyczące dokonywania ważnych zakupów, jak również na malejące obawy związane z przyszłą sytuacją ekonomiczną kraju oraz zagrożeniem bezrobociem. W horyzoncie projekcji wzroste spożycia będzie sprzyjać również niski poziom stóp procentowych wpływający korzystnie na koszt finansowania wydatków konsumpcyjnych kredytem.

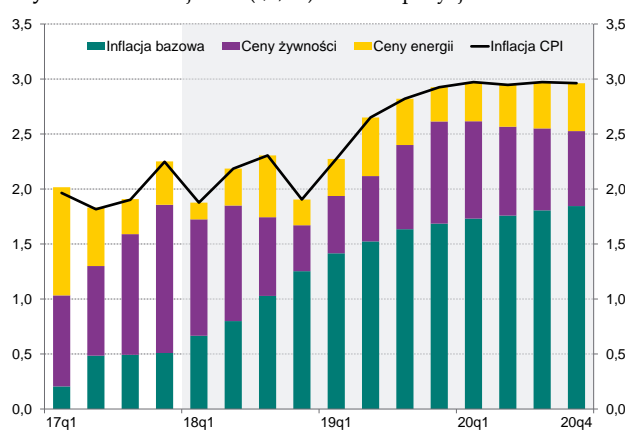
Pomimo pozytywnych uwarunkowań dla spożycia dynamika popytu konsumpcyjnego

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

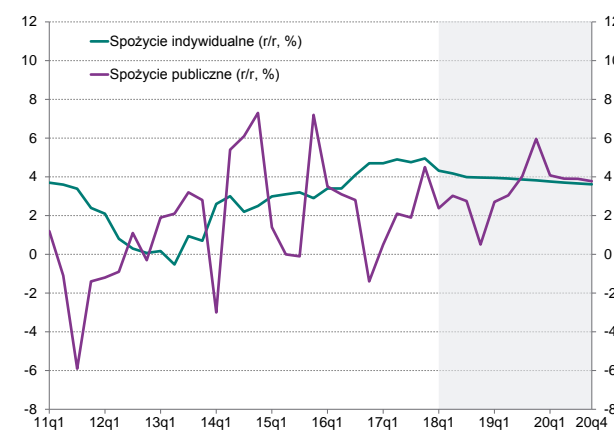
³⁰ Koniunktura konsumencka. Styczeń 2018 r., GUS, styczeń 2018 r.

będzie się w latach 2018-2020 stopniowo obniżać. Wynika to w największym stopniu z wygaśnięcia wpływu na dynamikę tej kategorii wprowadzonego w 2016 r. programu „Rodzina 500 plus”³¹ oraz wyższej inflacji, która ograniczy wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych.

Po prawie dwuletnim okresie spadków, w IV kw. 2017 r. prawdopodobnie nastąpił wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw (Wykres 4.13). Pozytywnie na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw pod koniec ubiegłego roku wpłynęło rosnące wykorzystanie środków unijnych, a w horyzoncie projekcji przewidywany jest dalszy wzrost liczby projektów współfinansowanych z budżetu UE (Wykres 4.12). Wskazuje na to poprawa ocen planowanych inwestycji w przedsiębiorstwach z sekcji o znaczącym wykorzystaniu funduszy unijnych, tj. w budownictwie, dostarczaniu wody, transporcie oraz sektorze energetycznym³².

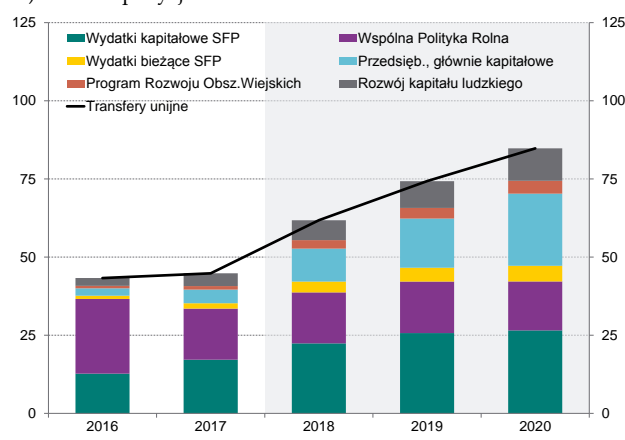
W horyzoncie projekcji następować będzie również wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw finansowanych ze środków krajowych (Wykres 4.13). Na potrzebę odbudowy zasobu środków trwałych wskazuje niska bieżąca stopa inwestycji, której towarzyszy bardzo wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw (raportowany zarówno w badaniach NBP, jak i GUS). Ożywienie gospodarcze przyczyniło się przy tym do wyraźnej poprawy prognoz dotyczących popytu i produkcji formułowanych przez przedsiębiorstwa³³. Optymistyczne nastroje wśród firm odzwierciedlone są również w rosnących odczytach badań koniunktury GUS w przemyśle, budownictwie i handlu³⁴. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem lub

Wykres 4.11 Spożycie indywidualne i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

³¹ Dodatkowe świadczenie wychowawcze, ze względu na mechanizm wygładzania międzyokresowego podwyższało dynamikę konsumpcji nie tylko w 2016 r., ale w istotnej skali również w 2017 r.

³² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

³³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

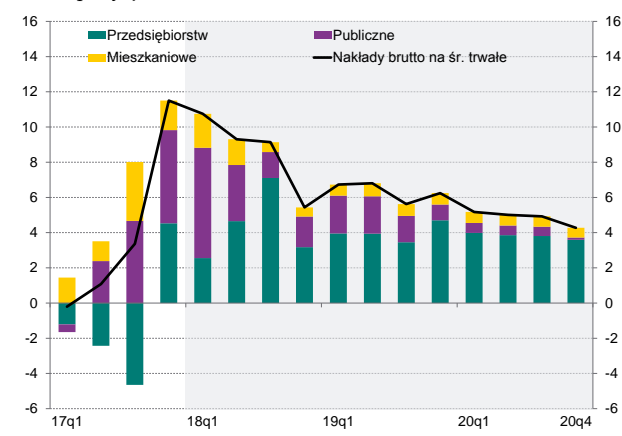
³⁴ Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach, GUS, styczeń 2018 r.

w ramach leasingu ułatwia z kolei historycznie niski poziom stóp procentowych, choć nadal głównym źródłem finansowania inwestycji przedsiębiorstw pozostają środki własne³⁵. Wobec tych korzystnych uwarunkowań, według badań ankietowych NBP³⁶, wyraźnie wzrasta skłonność przedsiębiorstw do podejmowania nowych inwestycji. Jednocześnie duża grupa badanych inwestorów planuje rozszerzenie skali już realizowanych projektów inwestycyjnych.

Po silnych spadkach w 2016 r., w ubiegłym roku nastąpiło wyraźne przyśpieszenie dynamiki inwestycji publicznych związane przede wszystkim ze wzrostem nakładów jednostek samorządu terytorialnego. Wzrost ten wynikał z rosnącego wykorzystania środków unijnych z bieżącej perspektywy finansowej UE. Kształtowanie się wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest bowiem dużo silniej niż w przypadku nakładów przedsiębiorstw powiązane z absorpcją funduszy z budżetu UE. Dane Ministerstwa Rozwoju³⁷ o umowach podpisywanych na wykorzystanie funduszy z poszczególnych programów operacyjnych wskazują, że w najbliższych kwartałach można oczekiwać dalszego silnego wzrostu wydatków majątkowych sektora finansów publicznych (Wykres 4.12). W latach 2019-2020 dynamika napływu transferów z UE będzie w dalszym ciągu dodatnia, choć niższa niż zakładana w 2018 r., przekładając się na obniżenie tempa wzrostu inwestycji publicznych.

Rynek mieszkaniowy znajduje się obecnie w fazie ekspansji co znalazło odzwierciedlenie w liczbie mieszkań oddanych do użytkowania, dla której

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r. Według wyników tych badań nowo rozpoczynane inwestycje najczęściej są finansowane z własnych środków (50,5% inwestorów), a dwukrotnie rzadziej z wykorzystaniem kredytów bankowych.

³⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

³⁷ Lista projektów realizowanych z funduszy europejskich w Polsce w latach 2014-2020, Ministerstwo Rozwoju, <https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/strony/o-funduszach/projekty/lista-projektow/lista-projektow-realizowanych-z-funduszy-europejskich-w-polsce-w-latach-2014-2020/>.

12-miesięczna średnia przekroczyła najwyższe wartości osiągnięte w poprzednim cyklu w latach 2008-2009. Rosnący popyt, inaczej niż w latach 2006-2008, jest przy tym w dużym stopniu równoważony wysoką podażą mieszkań ograniczającą wzrost cen, co wynika m.in. z poprawy efektywności funkcjonowania tego rynku. Ponadto, w przeciwieństwie do poprzedniej fazy ekspansji, pomimo przyspieszenia akcji kredytowej, finansowanie transakcji nadal odbywa się ze znacznym udziałem własnych środków gospodarstw domowych³⁸.

W horyzoncie projekcji inwestycje mieszkaniowe będą rosnać w tempie nieco szybszym niż dynamika PKB. Popyt gospodarstw domowych będzie generowany przez rosnące dochody do dyspozycji i niskie stopy procentowe stanowiące przestrzeń do zwiększenia finansowania zakupów nieruchomości kredytem. Skalę ożywienia na tym rynku zmniejszać mogą niektóre wprowadzone zmiany regulacyjne. Dotyczy to w szczególności obowiązujących obecnie bardziej restrykcyjnych zasad obrotu nieruchomościami Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa, w tym gruntami pod zabudowę deweloperską oraz zakończenia w 2018 r. obowiązywania programu „Mieszkanie dla Młodych”. Pozytywnie na podaż mieszkań będzie wpływać z kolei projekt Indywidualnych Kont Mieszkaniowych, jednak ze względu na odległy horyzont oddziaływania programu, w okresie projekcji nie będzie on miał wpływu na segment deweloperski.

W projekcji przyjęto, że dynamika spożycia publicznego do końca 2018 r. utrzyma się na poziomie istotnie niższym niż oczekiwane tempo wzrostu PKB. Założenie to wynika z zapisów *Ustawy budżetowej na rok 2018*, które przewidują

³⁸ *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2017 r.*, NBP, grudzień 2017 r.

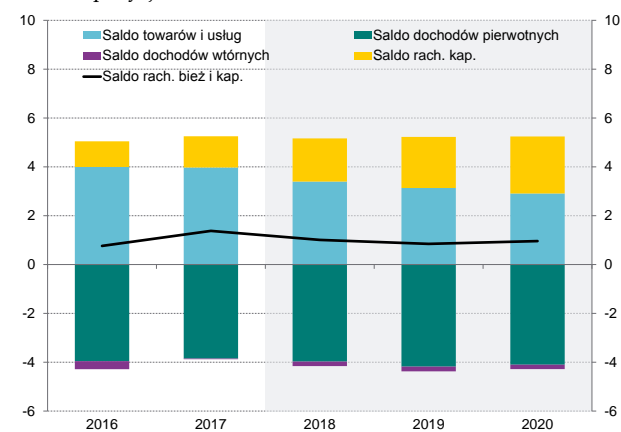
relatywnie niskie tempo wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych oraz wydatków na dotacje celowe finansujące wydatki bieżące innych jednostek sektora. W szczególności, *Ustawa budżetowa na rok 2018* przewiduje utrzymanie zamrożenia funduszu płac części pracowników sektora publicznego. Ze względu na brak szczegółowych informacji na temat kontynuacji działań zmierzających do ograniczania wydatków sektora finansów publicznych w latach 2019-2020, przyjęto tempo wzrostu tych wydatków spójne z neutralną polityką fiskalną. Oznacza to, że w tym okresie dynamika spożycia publicznego przyspieszy i będzie się kształtowała na poziomie nieco wyższym niż tempo wzrostu PKB.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

Statystyki bilansu płatniczego polskiej gospodarki kształtują się korzystnie – w 2017 r. na rekordowo wysokim poziomie ukształtowała się nadwyżka w obrotach towarowych i usługach, a dodatnie saldo rachunku bieżącego i kapitałowego uległo poprawie (Wykres 4.14). Uzyskaniu wysokiej nadwyżki handlowej sprzyjała relatywnie wysoka konkurencyjność polskiej gospodarki oraz rosnący popyt zewnętrzny związany z przyspieszeniem tempa wzrostu światowego PKB. Jednocześnie nadwyżkę na rachunku bieżącym i kapitałowym w ubiegłym roku obniżał utrzymujący się wysoki deficyt dochodów pierwotnych. Wyższe dochody inwestorów zagranicznych z inwestycji w Polsce w porównaniu z dochodami polskich inwestorów z inwestycji za granicą wynikają zarówno z większej wartości zainwestowanego przez nich kapitału, jak i jego wyższej dochodowości.

W latach 2018-2019 w ślad za obniżeniem się nadwyżki w obrotach handlowych oczekiwany jest spadek łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego, jednak pozostanie ono na dodatnim poziomie (Wykres 4.14). Do

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



Źródło: obliczenia NBP.

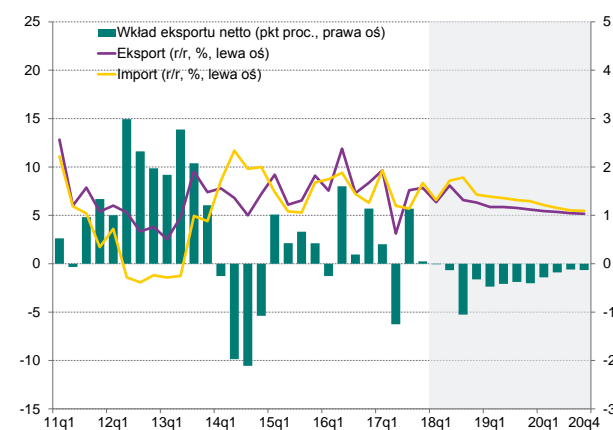
pogorszenia się nadwyżki handlowej przyczyni się stosunkowo wysoka dynamika wolumenu importu w związku z oczekiwanym wzrostem popytu inwestycyjnego w polskiej gospodarce, w tym inwestycji przedsiębiorstw charakteryzujących się relatywnie wyższą importochłonnością (Wykres 4.15). Negatywnie na bilans handlowy będzie również wpływać prognozowane spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz przewidywany aprecjacyjny trend realnego efektywnego kursu złotego ograniczający konkurencyjność cenową polskiego eksportu. W kierunku pogorszenia się salda rachunku bieżącego i kapitałowego oddziaływać będą również rosnące wynagrodzenia imigrantów pracujących w Polsce związane ze zwiększonym napływem cudzoziemców na terytorium Polski (przede wszystkim z Ukrainy). Spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego będzie częściowo neutralizowany przez wzrost nadwyżki na rachunku kapitałowym związany z rosnącym napływem środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

W 2020 r. oczekuje się dalszego wzrostu napływu środków unijnych o charakterze inwestycyjnym. Uwzględniając jednocześnie spowolnienie tempa wzrostu popytu krajowego, które przełoży się na obniżenie dynamiki importu i wyhamowanie spadkowej tendencji nadwyżki w handlu towarami i usługami, w 2020 r. oczekiwana jest ponowna poprawa relacji łącznego salda rachunku bieżącego i kapitałowego do PKB.

Produkt potencjalny

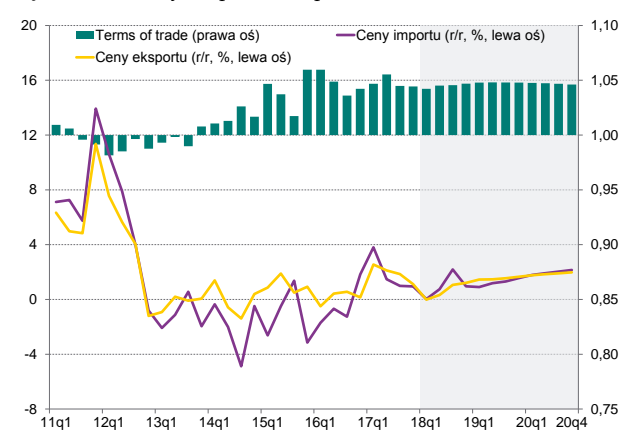
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji przyspieszy do 3,5% r/r, pozostanie jednak niższe niż przed światowym kryzysem finansowym (Wykres 4.17). Podobnie jak w 2017 r. dynamikę potencjału gospodarczego w największym stopniu będzie podnosić wzrost

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



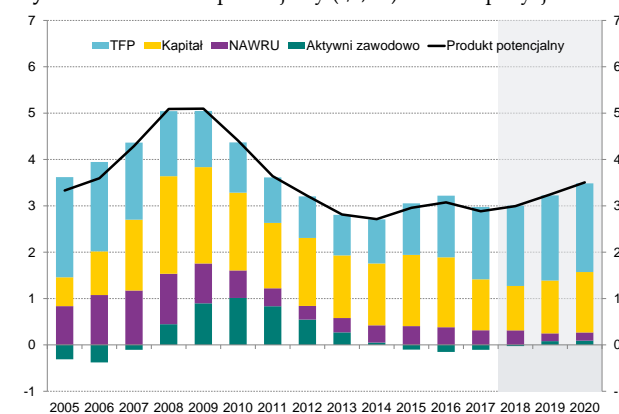
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

łącznej wydajności czynników produkcji (TFP), natomiast wpływ akumulacji kapitału produkcyjnego pozostanie relatywnie mniejszy. Nieznacznie pozytywnie na prognozę tempa wzrostu produktu potencjalnego będzie wpływać także dalszy spadek stopy bezrobocia równowagi NAWRU oraz wzrost liczby osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.17, Wykres 4.18).

Proces konwergencji realnej polskiej gospodarki dokonywał się w ostatnich dwudziestu latach w znaczącej części poprzez wzrost łącznej wydajności czynników produkcji. Jednak na przestrzeni lat dynamika TFP obniżała się w związku ze stopniowym wyczerpywaniem się możliwości dalszego wzrostu wydajności przez poprawę alokacji czynników wytwórczych, a także przez import technologii w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych³⁹. W ostatnich latach spadkowa tendencja dynamiki TFP w Polsce uległa odwróceniu i w horyzoncie projekcji oczekuje się kontynuacji przyspieszenia tempa wzrostu łącznej wydajności czynników produkcji. Wzrostowi dynamiki TFP będzie sprzyjać m.in. dalsza poprawa jakości kapitału ludzkiego, czego wyrazem jest m.in. rosnący odsetek osób z wyższym wykształceniem w grupie wiekowej powyżej 44 lat, oraz zwiększenie innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (*global value chains*).

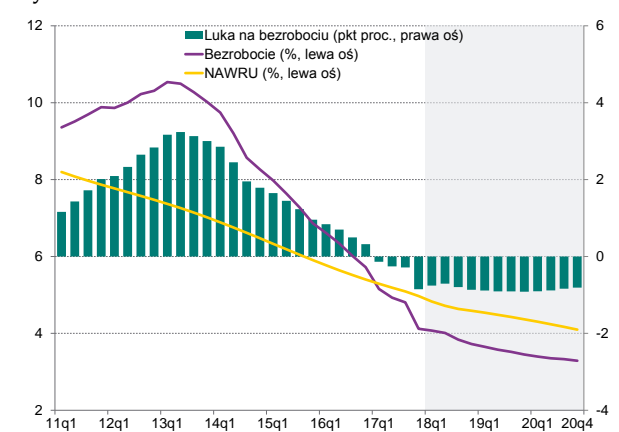
W kierunku wzrostu produktu potencjalnego będzie oddziaływać również rosnący poziom kapitału produkcyjnego. Jednak ze względu na obniżenie stopy inwestycji w następstwie ograniczenia wydatków inwestycyjnych sektora publicznego w 2016 r. oraz sektora przedsiębiorstw w latach 2016-2017 tempo wzrostu środków trwałych w horyzoncie projekcji będzie niższe niż w poprzednich latach.

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

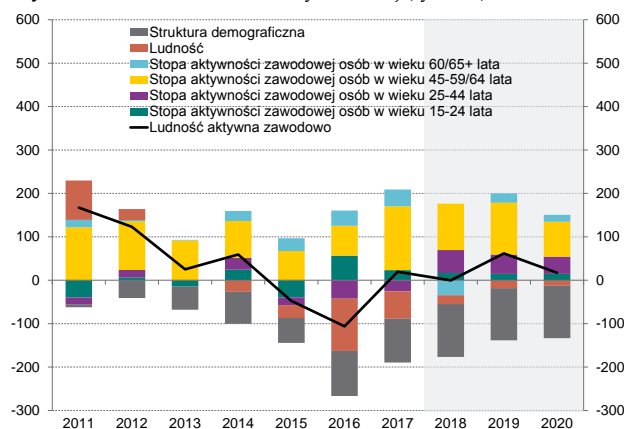
³⁹ Potencjał innowacyjny gospodarki: uwarunkowania, determinanty, perspektywy, NBP, maj 2016 r.

Wzrostowi potencjału gospodarczego będzie sprzyjać skłaniająca do aktywizacji zawodowej korzystna koniunktura na rynku pracy (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. Jednocześnie na skutek obniżenia wieku emerytalnego od 1 października 2017 r., współczynnik aktywności zawodowej w najstarszej grupie wiekowej prawdopodobnie zmniejszy się. Wzrost produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie ponadto ograniczany przez kontynuację negatywnych procesów demograficznych zachodzących w kraju – starzenia oraz zmniejszenia się ludności Polski. Potwierdzeniem tych tendencji jest malejąca liczebność roczników wchodzących na rynek pracy oraz wzrost udziału osób w wieku poprodukcyjnym (BAEL)⁴⁰. Pozytywnie na podaż pracy wpływa natomiast obecność na krajowym rynku pracy imigrantów, w głównej mierze obywateli Ukrainy⁴¹.

Luka popytowa

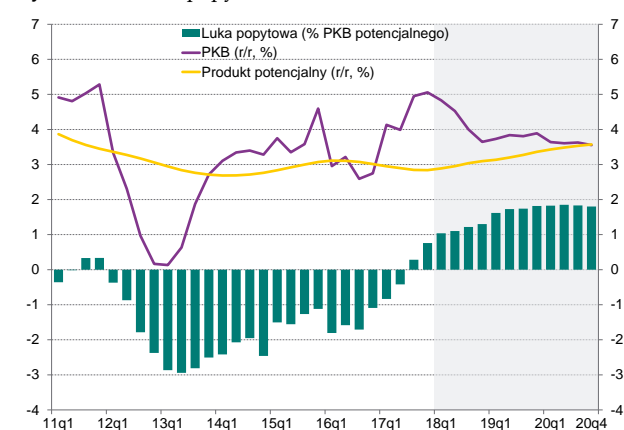
Zgodnie z bieżącą projekcją w II połowie 2017 r. nastąpiło domknięcie ujemnej od 2012 r. luki popytowej. W kolejnych latach dodatnia luka popytowa wzrośnie i w końcu horyzontu projekcji będzie kształtowała się na poziomie 1,8% produktu potencjalnego (Wykres 4.20). Przyrost zdolności produkcyjnych będzie tym samym następował z opóźnieniem w stosunku do wzrostu PKB. Zwiększenie się presji popytowej w skali całej gospodarki, czego wyrazem jest podniesienie poziomu luki popytowej, będzie

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁰ W modelu NECMOD wyróżnia się cztery grupy wiekowe. Określenie „osoby w wieku poprodukcyjnym” odnosi się do najstarszej grupy, obejmującej kobiety w wieku 60 lat i więcej oraz mężczyzn po ukończeniu 65. roku życia. Granice dla tej grupy wiekowej nie zmieniają się wraz ze zmianami wieku emerytalnego.

⁴¹ 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.

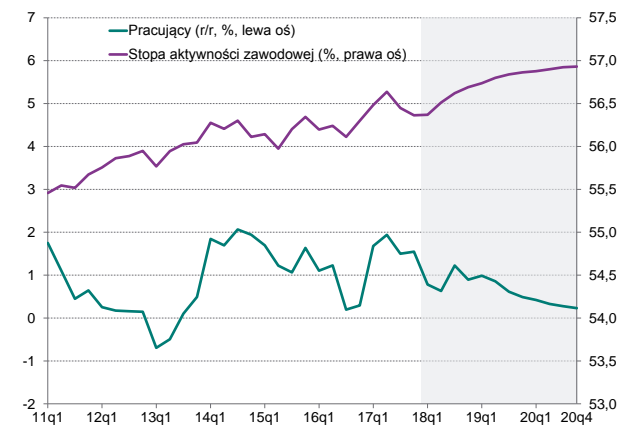
stopniowo przekładać się na wzrost inflacji CPI w najbliższych latach.

Rynek pracy

Po wysokim wzroście liczby pracujących w ostatnich kwartałach (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) w horyzoncie projekcji oczekuje się wyhamowywania dynamiki zatrudnienia (Wykres 4.21). Wprawdzie uwarunkowania popytu na pracę pozostają korzystne, na co wskazuje m.in. najwyższy od 2007 r. wskaźnik prognoz zatrudnienia przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP⁴², ale wraz ze stopniowym spowalnianiem dynamiki PKB w najbliższych latach oczekiwany jest wolniejszy przyrost popytu na pracę. Ograniczeniem dla wzrostu liczby pracujących będzie także w coraz większym stopniu podaż pracowników. Zasób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę jest niewielki co odzwierciedla rekordowo niska i malejąca stopa bezrobocia BAEL (Wykres 4.18, Wykres 4.22). W konsekwencji narastają trudności przedsiębiorstw ze znalezieniem odpowiednich pracowników, które deklaruje blisko połowa ankietowanych firm⁴³. Oznaką tej tendencji jest również rosnąca liczba wakatów. Dostosowanie warunków popytowych i podaży na rynku pracy będzie się zatem dokonywać przez wyższą intensywność wykorzystania tego czynnika produkcji, czemu będzie sprzyjać wzrost nakładów na środki trwale zwiększający techniczne uzbrojenie pracy. Kontynuowana będzie również aktywizacja osób pozostających poza rynkiem pracy.

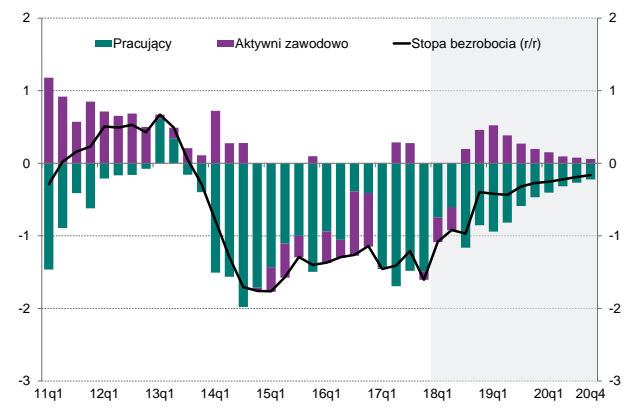
Obniżające się bezrobocie, wysoka liczba ofert pracy oraz malejące prawdopodobieństwo utraty pracy przyczynią się w horyzoncie projekcji do utrzymania się wysokiej dynamiki wynagrodzeń przewyższającej tempo wzrostu wydajności pracy

Wykres 4.21 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

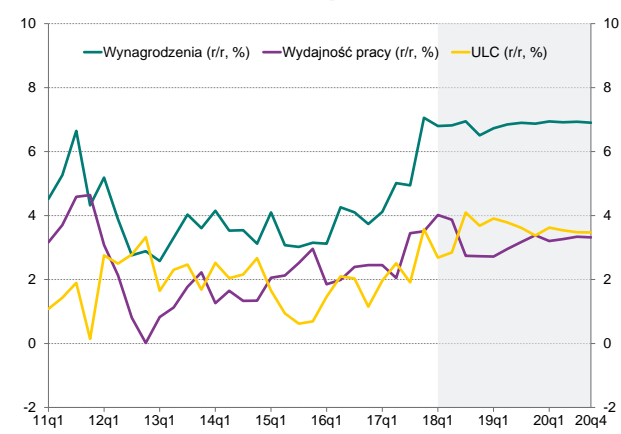
⁴³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

(Wykres 4.23). Scenariusz ten potwierdzają wyniki badań ankietowych NBP wskazujące na rosnący odsetek firm, które prognozują zwiększenie płac⁴⁴. Jednocześnie udział pracowników, których obejmą podwyżki kształtuje się na relatywnie stabilnym poziomie, a wysokość średniej podwyżki wynagrodzeń nieznacznie się obniżyła⁴⁵. Skalę wzrostu płac może ograniczać wciąż niewielki odsetek firm deklarujących, że trudności z pozyskaniem pracowników są dla nich barierą do rozwoju⁴⁶. Nasilającą się presję płacową w gospodarce łagodzi przy tym obecność imigrantów z Ukrainy.

Kurs walutowy

Bieżący poziom kursu złotego znajduje się obecnie poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych, na co wskazuje m.in. poprawa w 2017 r. dodatniego salda rachunku bieżącego i kapitałowego. Pomimo aprecjacji w ostatnich miesiącach kurs walutowy wciąż nie stanowi bariery dla działalności eksportowej polskich przedsiębiorstw⁴⁷. W horyzoncie projekcji oczekuje się, że efektywny kurs złotego będzie się umacniał zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Przemawia za tym prognozowany rosnący napływ transferów UE oraz wysoka nadwyżka handlowa przekładająca się na utrzymanie w latach 2018-2020 dodatniego salda rachunku bieżącego i kapitałowego. Umocnieniu kursu w horyzoncie projekcji sprzyjać będzie również oczekiwany relatywnie niski poziom premii za ryzyko powiązany m.in. z istotnym spadkiem deficytu sektora finansów publicznych. W kierunku aprecjacji krajowej waluty oddziałuje także kontynuacja procesu realnej konwergencji

Wykres 4.23 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

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

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

⁴⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

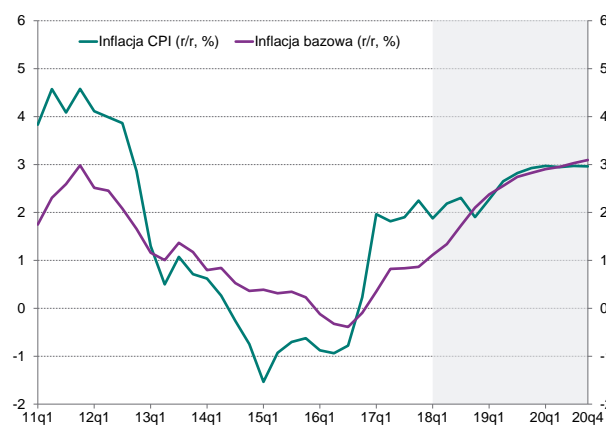
polskiej gospodarki odzwierciedlona w szybszym wzroście produktu potencjalnego w kraju niż u głównych partnerów handlowych Polski. Skalę oczekiwanego umocnienia złotego ogranicza natomiast w części malejący dysparytet stóp procentowych. Spadek dysparytetu wynika z przyjęcia założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym przewidywanym wzroście kosztu pieniądza w otoczeniu gospodarki polskiej. W szczególności w horyzoncie projekcji oczekuje się normalizacji polityki pieniężnej w strefie euro oraz kontynuacji cyklu podwyżek w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Ze względu na oczekiwane niewielkie osłabienie dolara względem euro w horyzoncie projekcji złoty będzie nieco bardziej umacniał się w stosunku do waluty amerykańskiej niż wspólnej waluty europejskiej.

Komponenty inflacji CPI

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

Wzrost inflacji CPI w latach 2018-2020, w tym zwłaszcza inflacji bazowej, będzie spowodowany wzrostem presji kosztowej i popytowej w polskiej gospodarce (Wykres 4.24). Problemy przedsiębiorstw z pozyskaniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników, związane z niedostateczną podażą wolnej siły roboczej, będą przekładać się na wzrost dynamiki wynagrodzeń, która będzie przewyższała wzrost wydajności pracy. W konsekwencji dynamika jednostkowych kosztów pracy przyspieszy i w latach 2018-2020 będzie kształtować się na poziomie zbliżonym do 3,5% r/r (Wykres 4.23). W kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać również narastająca presja popytowa, choć

Wykres 4.24 Inflacja CPI i bazowa



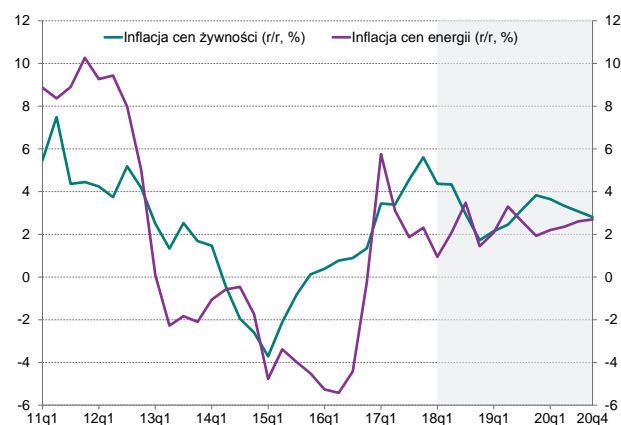
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wrażliwość dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury zmniejszyła się w ostatnich latach⁴⁸.

Wpływ czynników krajowych na wzrost inflacji CPI będzie w latach 2018-2020 częściowo równoważony oczekiwanym niskim poziomem cen importu, wynikającym z utrzymywania się umiarkowanej dynamiki cen w strefie euro oraz aprecjacji złotego. Wzrost kosztów przedsiębiorstw będzie przy tym ograniczany następującym w horyzoncie projekcji stopniowym spadkiem cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Spadek tych cen przełoży się na niską dynamikę krajowych cen energii w latach 2019-2020. Niska inflacja tej kategorii w 2018 r. będzie natomiast spowodowana mniejszym niż w 2017 r. wzrostem opłat za energię elektryczną oraz przewidywanym spadkiem cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, w związku z oczekiwanym zakończeniem w I połowie br. postępowania arbitrażowego pomiędzy PGNiG a Gazpromem.

Pomimo proinflacyjnego oddziaływania czynników popytowych i kosztowych inflacja cen żywności w latach 2018-2020 nie przewyższy poziomu z ub.r. (Wykres 4.25). Wyraźny wzrost cen żywności w 2017 r. wynikał bowiem z niższej dostępności niektórych surowców i produktów rolnych (m.in. owoców, masła, mleka, jaj), a warunki podażowe na tych rynkach zgodnie z założeniem przyjętym w projekcji będą ulegać stopniowej poprawie. Dodatkowo w kierunku ograniczenia wzrostu cen żywności w najbliższych kwartałach będzie oddziaływać uwolnienie od października ub.r. europejskiego rynku cukru od systemu kwotowania produkcji.

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁸ 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.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od *cut-off date* projekcji listopadowej przyczyniły się do podniesienia prognozy tempa wzrostu PKB w latach 2018-2019 o 0,5-0,6 pkt proc., jednocześnie obniżając nieznacznie ścieżkę inflacji w najbliższych kwartałach (Tabela 4.2, Wykres 4.26, Wykres 4.28).

PKB

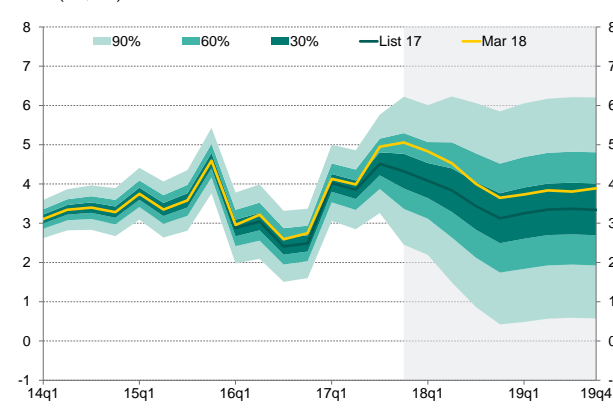
Podniesienie w projekcji marcowej prognozy wzrostu PKB na lata 2018-2019 związane jest z wyższą aktywnością gospodarczą w ubiegłym roku. W porównaniu do oczekiwań z projekcji listopadowej, w 2017 r. szczególnie korzystnie kształtowała się sytuacja w handlu zagranicznym Polski (Wykres 4.27). Wzrost sprzedaży własnych produktów w połączeniu z rewizją w górę prognoz aktywności gospodarczej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych przekłada się na poprawę oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących przyszłości. Potwierdzają to wyniki *Szybkiego Monitoringu NBP*⁴⁹. Po raz kolejny ankietowani przedsiębiorcy podnoszą prognozy popytu, jednocześnie oceniając poziom wykorzystania majątku produkcyjnego swoich firm jako bliski pełnego. Rośnie przy tym odsetek przedsiębiorstw zamierzających w 2018 r. rozpocząć nowe istotne inwestycje, większa jest także łączna kwota planowanych przez nie nakładów. Dodatkowo przedsiębiorcy oceniają obecny poziom zapasów jako zbyt niski, a skala niedoborów zapasów produktów gotowych przekracza tę obserwowaną w 2007 r., tj. w okresie szczytu cyklu koniunkturalnego. Uwzględnienie tych informacji w bieżącej projekcji wpłynęło na podwyższenie, w latach

Tabela 4.2 Projekcja marcową na tle listopadowej

	2017	2018	2019
PKB (r/r, %)			
III 2018	4,6	4,2	3,8
XI 2017	4,2	3,6	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2018	2,0	2,1	2,7
XI 2017	1,9	2,3	2,7

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Projekcja marcową na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2018 r.

2018-2019, zarówno prognozowanej ścieżki inwestycji, jak i zmian zapasów.

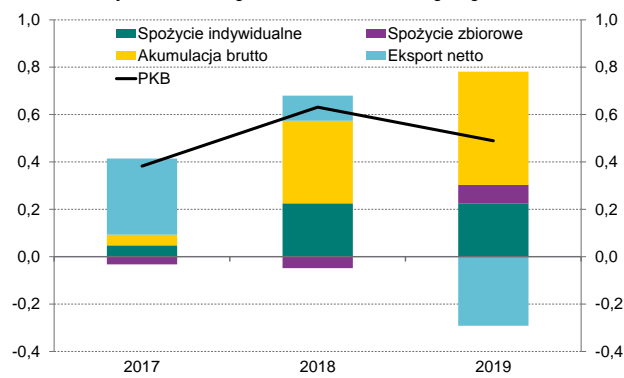
Oprócz akumulacji, komponentem którego perspektywy wzrostu są obecnie lepiej oceniane niż w projekcji listopadowej jest konsumpcja prywatna. W latach 2018-2019 wraz z poprawą koniunktury gospodarczej korzystniej kształtuje się prognozowana sytuacja na rynku pracy odzwierciedlona w szybszym wzroście funduszu płac. Dodatkowo pozytywnie na prognozę spożycia indywidualnego oddziałuje systematyczna poprawa nastrojów gospodarstw domowych – wskaźniki ufności konsumenckiej nadal znajdują się w średniookresowym trendzie wzrostowym przy historycznie maksymalnych poziomach.

Po osiągnięciu w 2017 r. rekordowo wysokiego poziomu nadwyżki handlowej przestrzeń do dalszej poprawy wkładu eksportu netto do wzrostu jest natomiast ograniczona, zwłaszcza biorąc pod uwagę oczekiwany w kolejnych latach aprecjacyjny trend złotego. Dodatkowo wraz z szybszym wzrostem importochłonnych komponentów PKB, takich jak inwestycje oraz konsumpcja prywatna, oczekiwany jest relatywnie silniejszy przyrost importu obniżający tym samym wkład eksportu netto do PKB. Wyższy wzrost gospodarczy w latach 2018-2019 będzie zatem, w porównaniu do projekcji listopadowej, w większym stopniu oparty na popycie wewnętrznym, zmniejszy się natomiast rola handlu zagranicznego (Wykres 4.27).

Inflacja

W 2017 r. inflacja CPI ukształtowała się o 0,1 pkt proc. powyżej oczekiwań z projekcji listopadowej. Wynikało to z silniejszego wzrostu cen żywności w IV kw. 2017 r. na skutek niższej podaży

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a marcową (pkt proc.)⁵⁰



Źródło: obliczenia NBP.

⁵⁰ 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.

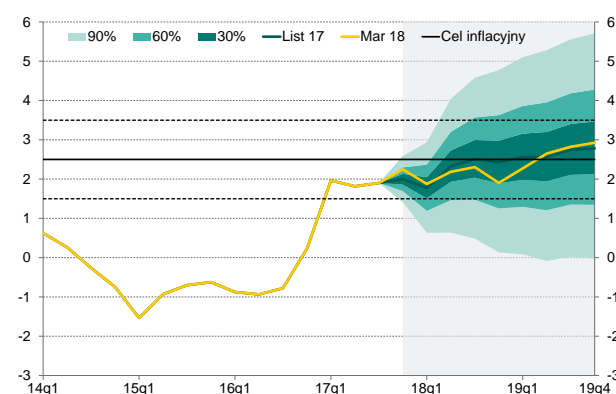
niektórych surowców rolnych, przede wszystkim owoców, warzyw oraz produktów nabiałowych i tłuszczowych (Wykres 4.29). Efekt ten na przestrzeni 2018 r. będzie jednak stopniowo wygasał.

Niżej od oczekiwań ukształtowała się natomiast w IV kw. 2017 r. i styczniu br. inflacja bazowa. Słabsze odczyty tego wskaźnika pomimo wyższego wzrostu gospodarczego i dynamiki wynagrodzeń odzwierciedlają prawdopodobnie mniejszą wrażliwość tempa zmian cen na aktywność gospodarczą⁵¹ oraz stanowią wyraz wysokiej konkurencji na rynku krajowym. Dodatkowo w kierunku niższego wzrostu cen oddziałuje umocnienie kursu złotego, które przekłada się na tańsze dobra importowane z zagranicy. Czynniki te odpowiadają za korektę w dół ścieżki inflacji bazowej w projekcji marcowej, przy czym skala tej rewizji zmniejsza się w 2019 r. w wyniku przełożenia na ceny rosnącej presji popytowej w gospodarce i poprawiającej się sytuacji na rynku pracy.

W porównaniu do projekcji listopadowej, w obecnej rundzie progностycznej nie zmieniły się znacząco prognozy cen energii w latach 2018-2019. Z jednej strony, wzrosty cen ropy naftowej przełożyły się na wyższe krajowe ceny paliw. Z drugiej strony wpływ ten łagodzi relatywnie silniejsze umocnienie kursu złotego w relacji do dolara amerykańskiego. Dodatkowo w styczniu br. nie było oczekiwanej w poprzedniej rundzie progностycznej podwyżki cen energii elektrycznej, co również oddziałuje w kierunku rewizji prognoz cen energii w dół.

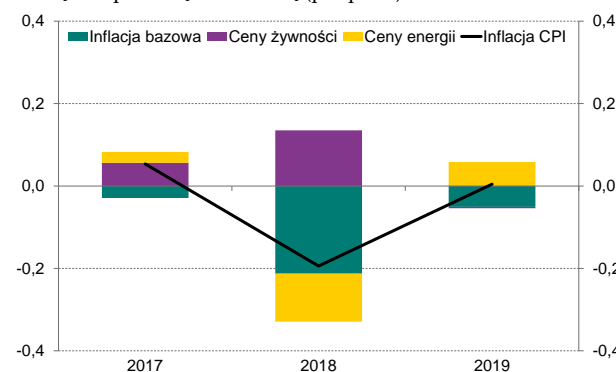
Konsekwencją różnokierunkowego wpływu danych, które napłynęły od zamknięcia projekcji listopadowej, prognozowana na 2019 r. ścieżka

Wykres 4.28 Projektcja marcowia na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.29 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a marcową (pkt proc.)⁵²



Źródło: obliczenia NBP.

⁵¹ Szafrank, 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.

⁵² 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.

inflacji nie zmieniła się w porównaniu do poprzedniej rundy progностycznej, nieznacznie natomiast obniżyła się dynamika cen w 2018 r.

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). Głównym jej źródłem jest dalszy rozwój sytuacji w otoczeniu gospodarki polskiej oraz przyszłe kształtowanie się podaży pracy w kraju. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI i możliwość niższego niż w scenariuszu centralnym przebiegu ścieżki dynamiki PKB w dłuższym horyzoncie projekcji (Tabela 4.3). Asymetria ryzyka dla wzrostu PKB wynika przy tym z większego prawdopodobieństwa ukształtowania się zasobu siły roboczej poniżej ścieżki centralnej projekcji. Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP 2,5% (o szerokości +/- 1 pkt proc.) stopniowo obniża się z obecnego poziomu 86% do 41% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji przedstawiono poniżej.

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Ryzyko niższego niż w scenariuszu bazowym przebiegu ścieżki wzrostu PKB w Polsce wiąże się w dużej mierze z możliwością osłabienia światowej koniunktury.

Wśród czynników o charakterze globalnym, w tym tych związanych ze wzrostem napięć geopolitycznych, istotnym źródłem niepewności

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%)
18q1	0,14	0,97	1,00	0,50	0,86
18q2	0,16	0,69	0,98	0,50	0,82
18q3	0,21	0,58	0,89	0,50	0,67
18q4	0,37	0,69	0,91	0,51	0,54
19q1	0,29	0,57	0,82	0,51	0,53
19q2	0,23	0,47	0,72	0,51	0,50
19q3	0,21	0,43	0,67	0,51	0,46
19q4	0,20	0,41	0,65	0,51	0,45
20q1	0,20	0,40	0,63	0,51	0,43
20q2	0,21	0,41	0,63	0,51	0,42
20q3	0,21	0,40	0,63	0,51	0,41
20q4	0,21	0,40	0,62	0,51	0,41

Źródło: obliczenia NBP.

dla projekcji jest przyszła aktywność gospodarcza w największej gospodarce świata – w Stanach Zjednoczonych. Po dynamicznym wzroście cen akcji na giełdach amerykańskich w 2017 r. wyraźnie wrosło ryzyko ich przewartościowania. Choć w ostatnim okresie ceny aktywów spadły, to nie można wykluczyć ich silniejszej korekty w horyzoncie projekcji. W połączeniu z niską stopą oszczędności gospodarstw domowych i wysokim udziałem aktywów finansowych w ich majątku, może to doprowadzić do wyraźnego

spowolnienia dynamiki wydatków konsumpcyjnych, a w konsekwencji do niższego niż przyjęto w projekcji wzrostu PKB w gospodarce amerykańskiej.

Przyszła dynamika wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak również w innych gospodarkach rozwiniętych, obarczona jest także niepewnością związaną z utrzymywaniem się obniżonego tempa wzrostu produktywności w warunkach niskiej dynamiki nakładów inwestycyjnych.

Ryzykiem dla perspektyw wzrostu PKB w niektórych gospodarkach europejskich jest także skala przyszłego dostosowania na rynku mieszkaniowym w reakcji na obserwowane obecnie relatywnie wysokie ceny nieruchomości. Szczególnie istotne konsekwencje dla dynamiki PKB wystąpiłyby w krajach charakteryzujących się wysokim poziomem zadłużenia gospodarstw domowych.

Źródłem ryzyka dla bieżącej projekcji pozostaje także możliwe spowolnienie globalnej wymiany handlowej w wyniku wyhamowania procesów integracyjnych w światowej gospodarce. W Europie ryzykiem dla projekcji pozostaje niepewność odnośnie do warunków opuszczenia przez Wielką Brytanię Unii Europejskiej.

Poprawa globalnej koniunktury

W przypadku realizacji czynników ryzyka wzmocniających ożywienie globalnej koniunktury tempo wzrostu PKB w Polsce mogłoby się ukształtować na poziomie wyższym niż w scenariuszu bazowym projekcji.

W szczególności miałyby to miejsce w warunkach silniejszego, w stosunku do przyjętych założeń, wpływu reform podatkowych w Stanach Zjednoczonych na koniunkturę w tym kraju. Wyższy wzrost PKB w gospodarce amerykańskiej może się wiązać także z korzystniejszymi

uwarunkowaniami podażowymi w tej gospodarce. Utrzymująca się relatywnie niska stopa inflacji może bowiem wskazywać, że spadek dynamiki potencjalnego PKB w Stanach Zjednoczonych po kryzysie finansowym był mniejszy od założeń projekcyjnych⁵³.

Możliwość wyższego od przyjętego w projekcji wzrostu w strefie euro związana jest natomiast z silniejszą odbudową inwestycji w warunkach wysokiego popytu wewnętrznego i zewnętrznego wraz z towarzyszącą mu poprawą nastojów wśród przedsiębiorców. W dalszym horyzoncie projekcji wyższe tempo wzrostu PKB w strefie euro wynikać może również z silniejszej poprawy konkurencyjności gospodarek strefy w wyniku reform strukturalnych wprowadzanych w części krajów członkowskich.

Podaż pracy w Polsce

Przyszły zasób siły roboczej w Polsce pozostaje największym wewnętrznym źródłem ryzyka dla scenariusza centralnego projekcji. Wiąże się to z trudnością w ocenie skali dezaktywizacji zawodowej osób, które uzyskają uprawnienia emerytalne zgodnie z obowiązującą ustawą obniżającą wiek emerytalny. W projekcji przyjęto, że korzystna koniunktura na rynku pracy skłoni większość z osób dotychczas aktywnych zawodowo do pozostania na rynku pracy, ale szacunki te obarczone są dużą niepewnością. Trudno również ocenić w jakim stopniu obserwowane obecnie pozytywne zmiany strukturalne na rynku pracy prowadzące do wzrostu aktywności zawodowej osób w grupie wiekowej 45-59/64 lat będą w horyzoncie projekcji kontynuowane.

⁵³ Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko, Mauricio Ulate, 2018. Real-Time Estimates of Potential GDP: Should the Fed Really Be Hitting the Brakes?, *Policy Futures*, Center on Budget and Policy Priorities.

Realizacja powyższych czynników ryzyka skutkująca niższą podażą pracy ograniczając przestrzeń do zwiększania produkcji krajowej prowadziłyby do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Nadal nieokreślone pozostają założenia polityki

podażowej organizacji OPEC po wygaśnięciu pod koniec br. obecnie obowiązujących ograniczeń produkcji ropy naftowej. Niepewnością obarczone są również prognozy podaży ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych ze względu na krótką historię eksploatacji dostępnych obecnie złóż oraz dynamiczny rozwój technologii ich wydobycia. Czynnikiem ryzyka dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy jest także kształtowanie się popytu na ten surowiec ze strony azjatyckich gospodarek wschodzących.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2016	2017	2018	2019	2020
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	-0,6	2,0	2,1	2,7	3,0
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	-0,2	0,7	1,6	2,6	3,0
Ceny żywności (% r/r)	0,9	4,3	3,3	2,9	3,2
Ceny energii (% r/r)	-3,8	3,3	2,0	2,5	2,5
PKB (% r/r)	2,9	4,6	4,2	3,8	3,6
Popyt krajowy (% r/r)	2,2	4,7	4,7	4,3	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,9	4,8	4,1	3,9	3,7
Spożycie publiczne (% r/r)	1,7	2,4	2,2	3,9	3,9
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-7,9	5,4	8,6	6,3	4,8
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	0,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,2
Eksport (% r/r)	8,8	7,0	6,8	5,8	5,3
Import (% r/r)	7,9	7,4	7,8	6,7	5,7
Wynagrodzenia (% r/r)	3,8	5,3	6,8	6,8	6,9
Pracujący (% r/r)	0,7	1,7	0,9	0,7	0,3
Stopa bezrobocia (%)	6,2	4,8	3,9	3,5	3,3
NAWRU (%)	5,6	5,1	4,7	4,5	4,2
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,5	56,5	56,8	56,9
Wydajność pracy (% r/r)	2,2	2,9	3,3	3,1	3,3
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,7	2,5	3,3	3,7	3,5
Produkt potencjalny (% r/r)	3,1	2,9	3,0	3,2	3,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,5	0,0	1,2	1,7	1,8
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,90	0,81	0,85	0,85
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,50	0,64	0,70	0,66	0,63
Inflacja za granicą (% r/r)	1,1	1,3	1,4	1,9	2,1
PKB za granicą (% r/r)	1,8	2,4	2,3	1,8	1,6
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,8	1,4	1,0	0,8	1,0
WIBOR 3M (%)	1,70	1,73	1,73	1,73	1,73

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

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

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2017 r. – styczeń 2018 r.

■ Data: 8 listopada 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2017 z dnia 8 listopada 2017 r. zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

E. M. Łon

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

J. J. Kropiwnicki oraz E.J. Osiatyński byli nieobecni.

■ Data: 5 grudnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2017 z dnia 5 grudnia 2017 r. zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

E. Gatnar

J.J. Kropiwnicki

E. M. Łon

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw: G. M. Ancyparowicz

Ł. J. Hardt

E. J. Osiatyński

■ Data: 19 grudnia 2017 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2017 z dnia 19 grudnia 2017 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2018.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

E. J. Osiatyński

R. Sura

J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

www.nbp.pl

