

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2019 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 21 lutego 2019 r. oraz dane BAEL o IV kw. 2018 r. opublikowane 25 lutego 2019 r. i wstępny szacunek PKB w IV kw. 2018 r. opublikowany 28 lutego 2019 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
Ramka: Zakończenie zakupów netto w ramach programu skupu aktywów Eurosystemu	16
1.5 Światowe rynki finansowe	22
2. Gospodarka krajowa	25
2.1 Ceny dóbr i usług	25
2.2 Popyt i produkcja	27
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	34
2.4 Rynek pracy	35
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	37
2.6 Pieniądz i kredyt	40
2.7 Bilans płatniczy	42
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2018 r. – marzec 2019 r.	45
4. Projekcja inflacji i PKB	61
4.1 Synteza	62
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	64
4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021	69
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	79
4.5 Źródła niepewności projekcji	81
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2018 r. – styczeń 2019 r.	87

Synteza

W II połowie 2018 r. pojawiły się sygnały pogarszania się koniunktury w gospodarce światowej. W III kw. ub.r. tempo wzrostu globalnego PKB osłabło przede wszystkim wskutek niższej dynamiki aktywności w strefie euro oraz w części krajów azjatyckich, w tym w Chinach. W IV kw. 2018 r. i na początku br. pogłębiło się spowolnienie produkcji przemysłowej, zwłaszcza produkcji dóbr kapitałowych. Niższa była również dynamika sprzedaży detalicznej.

Dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej obniża się od listopada ub.r., przy czym zarówno jej wcześniejszy wzrost, jak i ostatnie spadki odzwierciedlają głównie silne zmiany cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Inflacja bazowa w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie.

W tych warunkach EBC utrzymuje stopę depozytową poniżej zera i zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. Jednocześnie zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w grudniu ub.r. Eurosystem zakończył zakupy netto w ramach programu skupu aktywów i obecnie reinwestuje w całości raty kapitałowe z zakupionych papierów wartościowych. Natomiast Fed – po podwyżce w grudniu ub.r. przedziału dla stopy procentowej – na początku br. zaprzestał sygnalizowania dalszych podwyżek stóp. Równolegle Fed nadal stopniowo zmniejsza swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów zgodnie z wcześniej ogłoszonym planem. Jednak ze względu na pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz sygnały płynące w ostatnich miesiącach z EBC i Fed, osłabiły się oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

Pogorszenie się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego było jednym z czynników niekorzystnie wpływających na nastroje na rynkach finansowych. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało osłabienie się oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC i Fed. W efekcie w ostatnich miesiącach ceny aktywów uznawanych za bezpieczniejsze wzrosły, a ceny bardziej ryzykownych papierów wartościowych na rynkach rozwiniętych, po silnych wahaniami na przełomie roku, ukształtowały się istotnie poniżej szczytu z września ub.r. Jednocześnie na rynkach wschodzących ceny aktywów pozostały nieco niższe niż średnio w 2018 r.

W Polsce dynamika cen konsumpcyjnych – mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w 2017 r. wzrostu płac – obniżyła się pod koniec 2018 r. (w grudniu ub.r. inflacja CPI wyniosła 1,1% r/r, a według wstępnych danych w styczniu br. 0,9% r/r). Wynikało to głównie ze spadku dynamiki krajowych cen żywności i energii. Niskiej inflacji sprzyjała także nadal niska inflacja bazowa. Ankietowe opinie konsumentów dotyczące przyszłego kształtowania się cen, po przejściowym wzroście w grudniu 2018 r. – związanym prawdopodobnie w znacznym stopniu z obawami o silny wzrost cen energii – w styczniu i lutym br. obniżyły się. Z kolei ekonomiści ankietowani przez NBP nadal spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP.

Choć pod koniec 2018 r. koniunktura gospodarcza w Polsce nieco się pogorszyła, to roczne tempo wzrostu gospodarczego w II połowie ub.r. pozostało relatywnie wysokie. W III i IV kw. ub.r. tempo wzrostu PKB wyniosło odpowiednio 5,1% r/r i 4,9% r/r, tj. było tylko nieznacznie niższe od obserwowanego w poprzednich kilku kwartałach. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny, mimo że rósł on już nieco wolniej niż w 2017 r. Znaczący wkład do wzrostu PKB miały również inwestycje, którym sprzyjała zwiększająca się absorpcja środków unijnych oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. W III kw. ub.r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był ujemny, natomiast w IV kw. okazał się nieznacznie dodatni.

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia oraz obniżania się stopy bezrobocia, choć zarówno przyrost zatrudnienia, jak i spadek bezrobocia stopniowo spowalniają. Wobec umacniania się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych nominalne wynagrodzenia w gospodarce nieznacznie przyspieszyły w ostatnich kwartałach. Towarzyszyła temu stabilizacja dynamiki wydajności pracy, co w II połowie ub.r. przełożyło się na nieco wyższą dynamikę jednostkowych kosztów pracy względem w I połowy 2018 r.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania makroekonomiczne, Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Od publikacji poprzedniego *Raportu* oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości istotnie się obniżyły i wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Wpłynęła na to niższa bieżąca i oczekiwana inflacja oraz oznaki pogarszającej się światowej koniunktury gospodarczej, przy jednoczesnym osłabieniu oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

Obniżenie się oczekiwanej ścieżki stóp procentowych w Polsce, wraz z malejącymi rentownościami obligacji na rynkach światowych oraz niską podażą papierów skarbowych na rynku pierwotnym, sprzyjało wzrostowi cen polskich obligacji skarbowych. Obniżenie się w ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych, w szczególności tych o dłuższych terminach zapadalności, odzwierciedlało także korzystną ocenę sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów i brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. Równocześnie ceny akcji, po wcześniejszych spadkach, w II połowie 2018 r. ustabilizowały się. Od październikowego lokalnego minimum wartość indeksu WIG wzrosła jednak o ponad 10%. Rosnącym cenom polskich obligacji i akcji w ostatnich miesiącach towarzyszył stabilny kurs złotego.

W II połowie 2018 r. dynamika szerokiego pieniądza w gospodarce wzrosła. Podobnie jak we wcześniejszych okresach największy wkład do zmiany agregatu M3 miał wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych. Od strony czynników kreacji w IV kw. ub.r. do zwiększenia się stanu szerokiego pieniądza przyczynił się głównie wzrost aktywów zagranicznych netto oraz kredytów dla sektora niefinansowego. Od kilku kwartałów dynamika kredytu jest zbliżona do dynamiki nominalnego PKB, a relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB jest stabilna i na koniec 2018 r. wyniosła 51,5%.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki. W szczególności w III kw. obniżyło się zadłużenie zagraniczne Polski w relacji do PKB, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski poprawiła się wobec 2017 r. Jednocześnie w II połowie 2018 r. saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się względem I połowy roku, czemu jednak towarzyszył wzrost nadwyżki na rachunku kapitałowym w związku z wyższym napływem środków unijnych.

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. W rozdziale 3 umieszczone są *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie listopad 2018 r. – luty 2019 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. Opis dyskusji na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 19 marca 2019 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. W rozdziale 5 znajdują się Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie od października 2018 r. do stycznia 2019 r. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono ramkę: *Zakończenie zakupów netto w ramach programu skupu aktywów Eurosystemu*.

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. Marcowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do 15 lutego br. – w tym informacje dotyczące ustawowego zamrożenia cen energii – oraz wstępne informacje o zapowiedzianych w 23 lutego br. zmianach w zakresie polityki fiskalnej. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,2–2,2% w 2019 r. (wobec 2,6–3,9% w projekcji z listopada 2018 r.), 1,7–3,6% w 2020 r. (wobec 1,9–3,9%) oraz 1,3–3,5% w 2021 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3–4,7% w 2019 r. (wobec 2,7–4,4% w projekcji z listopada 2018 r.), 2,7–4,6% w 2020 r. (wobec 2,3–4,2%) oraz 2,4–4,3% w 2021 r.

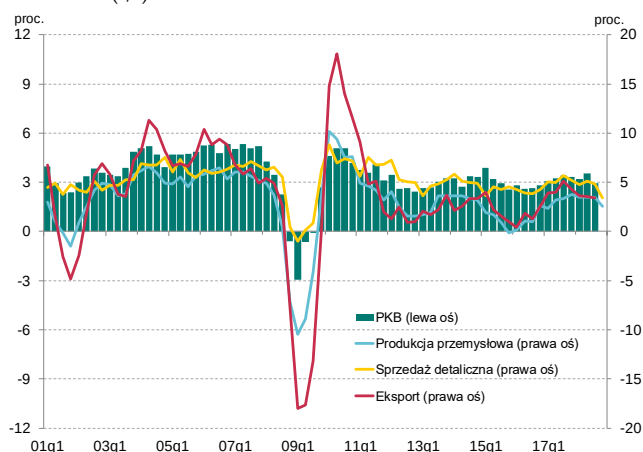
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W II połowie 2018 r. pojawiły się sygnały pogarszania się koniunktury w gospodarce światowej. W III kw. ub.r. tempo wzrostu globalnego PKB osłabło przede wszystkim wskutek niższej dynamiki aktywności w strefie euro oraz w części krajów azjatyckich, w tym w Chinach. W IV kw. 2018 r. i na początku br. pogłębiło się w szczególności spowolnienie produkcji przemysłowej, zwłaszcza produkcji dóbr kapitałowych. Niższa była również dynamika sprzedaży detalicznej (Wykres 1.1).

W strefie euro wzrost gospodarczy spowolnił w II połowie ub.r. do poziomu najniższego od czterech lat i wyniósł w III i IV kw. 2018 r. odpowiednio 1,6% i 1,2% r/r (Wykres 1.2). Wynikało to z wyraźnego obniżenia wkładu eksportu netto do wzrostu, odzwierciedlającego osłabienie dynamiki sprzedaży za granicę. W IV kw. utrzymała się także słaba dynamika produkcji przemysłowej, zmniejszył się optymizm przedsiębiorców oraz – w wielu krajach strefy euro – konsumentów¹. Nadal negatywnie na koniunkturę oddziaływały także czynniki jednorazowe (protesty we Francji, wydłużające się problemy sektora motoryzacyjnego w Niemczech). Pomimo obniżenia się dynamiki konsumpcji prywatnej głównym źródłem wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostaje popyt wewnętrzny. Sprzyja mu systematyczny wzrost zatrudnienia i płac oraz wciąż ekspansywna polityka pieniężna Europejskiego Banku

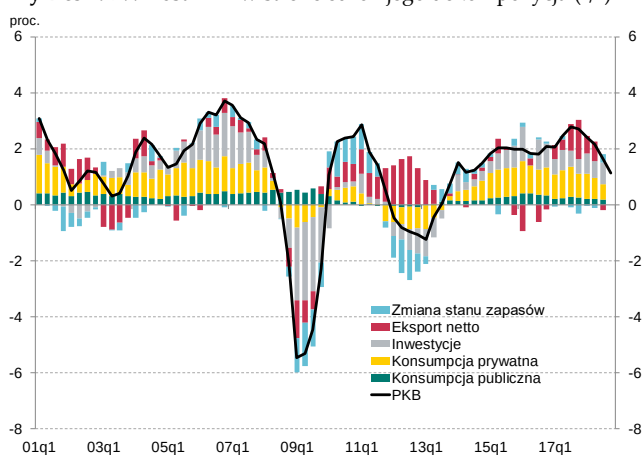
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

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



Źródło: dane Eurostat.

¹ O pogarszającej się koniunkturze w strefie euro świadczy także systematyczny spadek wskaźnika PMI w 2018 r. Pogorszenie PMI zanotowano również w styczniu 2019 r. (spadek z 51,1 pkt w grudniu ub.r. do 50,7 pkt).

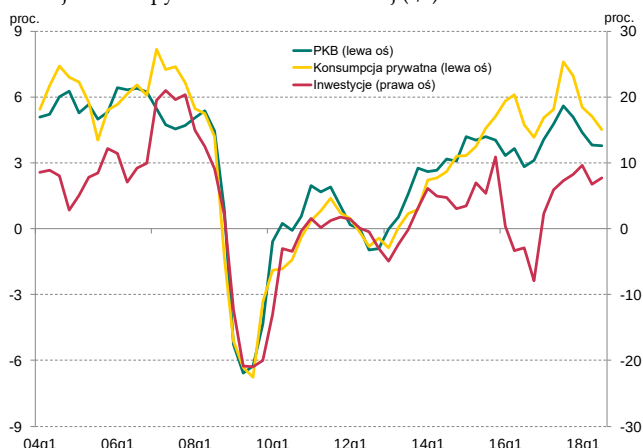
Centralnego (EBC; por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

Mimo słabszego wzrostu gospodarczego w strefie euro dynamika PKB w Europie Środkowo-Wschodniej pozostała wysoka (w II i III kw. 2018 r. wyniosła odpowiednio 3,7% i 3,8% r/r; Wykres 1.3). Tendencje w poszczególnych gospodarkach były jednak zróżnicowane. Na Węgrzech i Słowacji tempo wzrostu PKB zwiększyło się w III kw. ub.r., kształtując się wyraźnie powyżej poziomu z 2017 r., natomiast dane z Czech i Rumunii wskazywały na spowolnienie aktywności w tych krajach. Pomimo pewnego spowolnienia konsumpcji, popyt wewnętrzny pozostał czynnikiem podtrzymującym wzrost PKB w regionie. Jednocześnie szybki wzrost inwestycji odzwierciedlał realizację dużych projektów w przemyśle oraz silny popyt w sektorze budowlanym. Wkład eksportu netto obniżył się natomiast wskutek zaburzeń produkcji w przemyśle motoryzacyjnym oraz spadku zamówień eksportowych dla europejskich sieci podaży.

Koniunktura w Stanach Zjednoczonych w II połowie ub.r. była korzystna, a dynamika PKB w III kw. 2018 r. wyniosła 3,0% r/r² (Wykres 1.4). Największy wkład do wzrostu PKB w tej gospodarce miał nadal popyt konsumpcyjny. Sprzyjała temu bardzo dobra koniunktura na rynku pracy, materializujące się efekty reformy podatkowej oraz relatywnie wysoka – pomimo korekty na giełdach papierów wartościowych (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) – wartość majątku gospodarstw domowych. Wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych był także wspierany przez rosnące inwestycje przedsiębiorstw. Ograniczało go natomiast osłabienie eksportu.

W Wielkiej Brytanii dynamika PKB wzrosła w III kw. ub.r. (do 1,6% r/r) dzięki przyspieszeniu

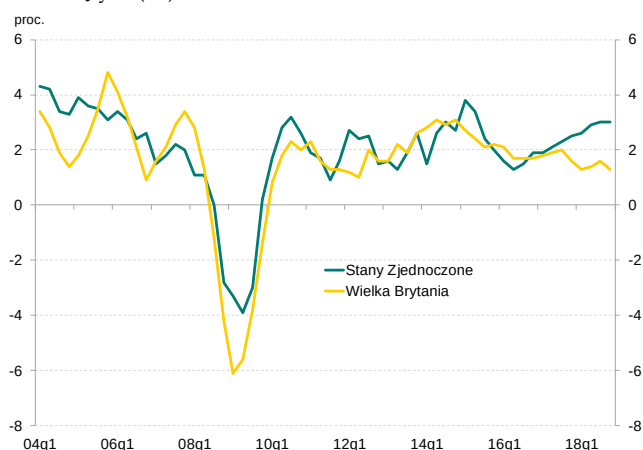
Wykres 1.3 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



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), ważona PKB.

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



Źródło: dane Bloomberg.

² W ujęciu kwartał do kwartału dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych osłabła z 4,2% w II kw. 2018 r. do 3,4% w III kw. 2018 r. (dane zannualizowane).

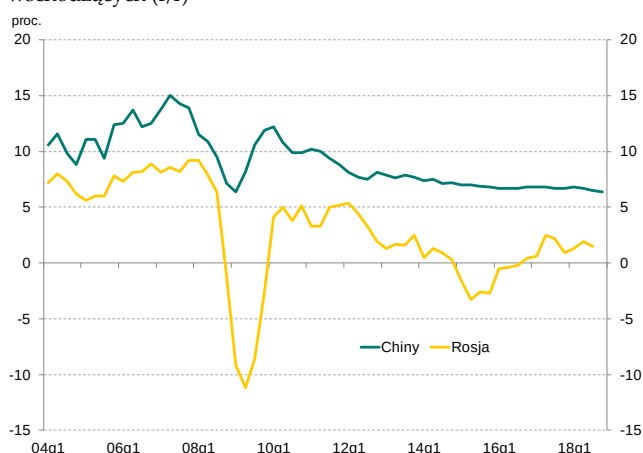
wzrostu konsumpcji prywatnej i zwiększonej akumulacji zapasów. Jednak w IV kw. ub.r. dynamika PKB ponownie się obniżyła i wyniosła 1,3% r/r³, w szczególności wskutek osłabienia popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw. Jednocześnie osłabienie wzrostu gospodarki globalnej i niepewność związana z przebiegiem *Brexitu* wywierają w dalszym ciągu niekorzystny wpływ na plany inwestycyjne firm.

W większości największych gospodarek wschodzących wzrost gospodarczy pod koniec 2018 r. był nieco niższy niż w I połowie 2018 r. (Wykres 1.5). Dynamika PKB w Chinach obniżyła się do 6,5% r/r w III kw. i 6,4% r/r w IV kw. ub.r., co wynikało z osłabienia się zarówno popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, jak i eksportu – dwóch głównych czynników wspierających wzrost gospodarczy w III kw. 2018 r. Spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach jedynie częściowo ograniczyły działania władz nakierowane na pobudzenie wzrostu popytu inwestycyjnego. Z kolei obniżenie się dynamiki PKB w Rosji (z 1,9% r/r w II kw. 2018 r. do 1,5% r/r w III kw.) odzwierciedlało w znacznej mierze normalizację produkcji w rolnictwie po dwóch latach bardzo dobrej koniunktury. Natomiast głównym czynnikiem wspierającym wzrost była produkcja sektora wydobywczego, stymulowana m.in. poluzowaniem ograniczeń wydobycia ropy wprowadzonych przez kraje należące do Organizacji Krajów Eksportujących Ropę Naftową i niektórych innych eksporterów (tzw. OPEC+).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od listopada ub.r. dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej obniża się, przy czym zarówno jej wcześniejszy wzrost, jak i ostatnie spadki odzwierciedlają głównie zmiany cen surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 1.6; por. rozdz. 1.3 Światowe

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



Źródło: dane Bloomberg.

³ W ujęciu kwartału do kwartału dynamika PKB w Wielkiej Brytanii osłabła z 0,6% w III kw. 2018 r. do 0,2% w IV kw. 2018 r.

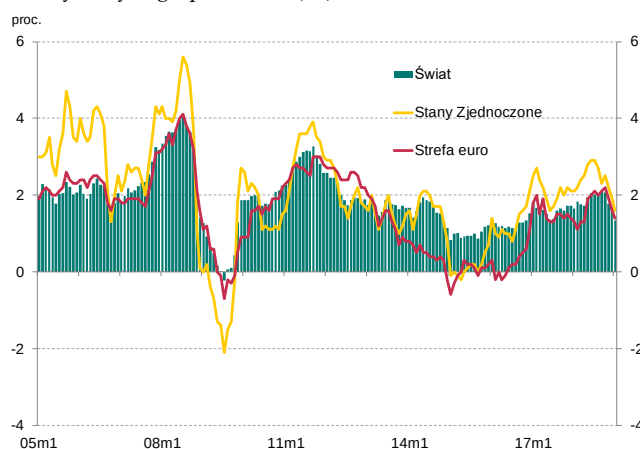
rynki surowców). Inflacja bazowa w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie. Jednocześnie w II połowie ub.r. wskaźniki inflacji bazowej w gospodarkach rozwijających się, w tym w gospodarkach, które doświadczyły w 2018 r. istotnych deprecjacji kursów walut, były wyższe niż w I połowie 2018 r.

W strefie euro inflacja pozostaje niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC (w grudniu 2018 r. wyniosła 1,6% r/r, a w styczniu 2019 r. 1,4% r/r) przede wszystkim wskutek wyraźnego zmniejszenia się wkładu cen energii. Pomimo stopniowo przyspieszającej dynamiki płac również inflacja bazowa pozostaje niska, kształtując się w pobliżu 1%.

W Stanach Zjednoczonych inflacja jest nadal wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych pomimo spadku w ostatnich miesiącach spowodowanego obniżeniem się cen energii (wskaźnik CPI ukształtował się w grudniu 2018 r. na poziomie 1,9% r/r, a w styczniu 2019 r. 1,6% r/r). Inflacja bazowa CPI utrzymuje się powyżej 2% (zarówno w grudniu 2018 r., jak i w styczniu 2019 r. wyniosła 2,2% r/r), wspierana przez trwające od kilku lat ożywienie gospodarcze, które znajduje odzwierciedlenie w bardzo dobrej sytuacji pracowników na rynku pracy. Stopa bezrobocia utrzymuje się na historycznie niskim poziomie, a dynamika płac przyspiesza.

Przeciętna inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej obniżyła się w ostatnich miesiącach 2018 r. wraz ze spadkiem tempa wzrostu cen energii i żywności (Wykres 1.7). Równocześnie dynamiczny wzrost kosztów produkcji, w tym płac, spowodował, że inflacja bazowa ustabilizowała się na poziomie bliskim 2%.

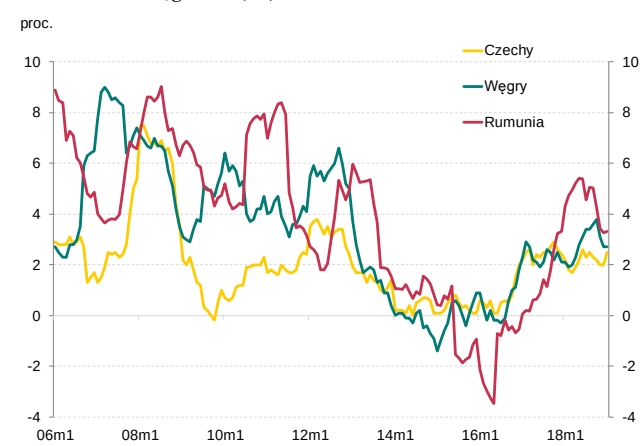
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Roczna inflacja CPI.

1.3 Światowe rynki surowców

Pod koniec 2018 r. ceny surowców, w szczególności energetycznych, silnie się obniżyły, jednak na początku 2019 r. nieco wzrosły. W efekcie obecnie znajdują się na poziomie jedynie nieznacznie niższym od notowanego rok wcześniej (Wykres 1.8).

Ceny ropy naftowej charakteryzowały się w ostatnim okresie wysoką zmiennością. W IV kw. 2018 r. spadły o około 40%, po czym wzrosły o około 30% i w lutym br. powróciły do poziomów z listopada ub.r. (Wykres 1.9). Spadki cen w ostatnich miesiącach 2018 r. były efektem przede wszystkim wzrostu światowych zapasów surowca, do którego przyczyniło się rosnące wydobycie w Stanach Zjednoczonych. W tym samym kierunku oddziaływały obawy o spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego oraz czasowe wyłączenie kilku państw z sankcji Stanów Zjednoczonych na import ropy z Iranu. Wzrostowi cen na początku br. sprzyjało natomiast ograniczenie wydobycia przez państwa OPEC oraz zmniejszenie obaw o negatywny wpływ sporów handlowych między Stanami Zjednoczonymi i Chinami na światowy wzrost gospodarczy. Pomimo ostatnich wzrostów ropa pozostaje nieznacznie tańsza niż przed rokiem.

Ceny gazu ziemnego spadły o ponad jedną trzecią od publikacji poprzedniego *Raportu*. Nastąpiło to głównie na skutek wcześniejszego spadku cen ropy naftowej, który przełożył się na notowania cen gazu ze względu na traktowanie tych dwóch surowców jako niedoskonałych substytutów. Po ostatnich spadkach ceny gazu osiągnęły poziom o ponad 10% niższy niż przed rokiem.

W związku ze spadkami cen ropy naftowej i gazu ziemnego obniżyły się również ceny węgla kamiennego. Ich zmienność w ostatnim okresie była jednak mniejsza niż w przypadku pozostałych surowców energetycznych. W efekcie ceny węgla kształtują się obecnie poniżej poziomu

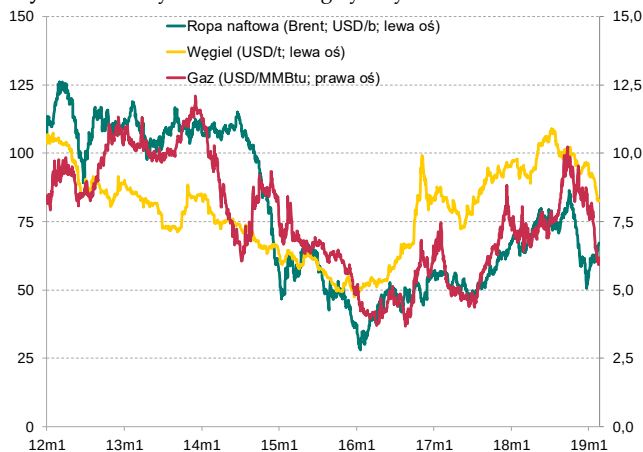
Wykres 1.8 Indeks cen surowców



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

z listopada 2018 r. i sprzed roku, ale pozostają relatywnie wysokie w porównaniu z poprzednimi latami.

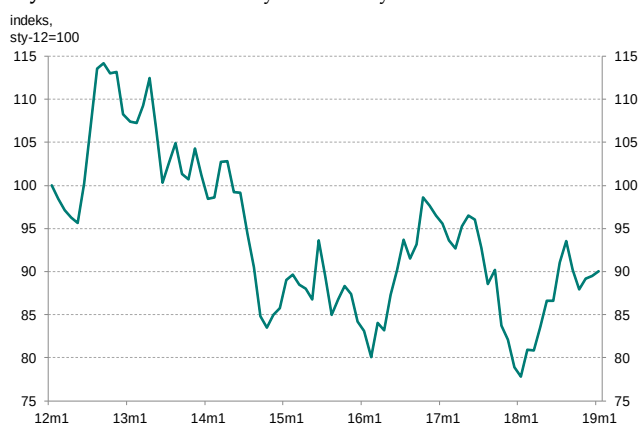
Ceny surowców rolnych w IV kw. 2018 r. nieco się obniżyły, jednak pozostały wyższe niż przed rokiem (Wykres 1.10). Wzrost cen w ub.r. był związany z rosnącymi kosztami produkcji i suszą występującą w wielu krajach, a także relatywnie korzystną globalną koniunkturą gospodarczą. Ograniczająco na ogólny poziom cen surowców rolnych oddziaływał natomiast bezpieczny poziom zapasów (np. zbóż, roślin oleistych, cukru), wysoka podaż (np. kawy, kakao) oraz cykliczny wzrost produkcji na niektórych rynkach (np. mleka, wieprzowiny)⁴.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w ostatnich miesiącach osłabiły się oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (Wykres 1.11).

EBC utrzymuje stopę depozytową poniżej zera. W efekcie krótkoterminowe stawki rynku międzybankowego w strefie euro pozostają ujemne. Jednocześnie EBC zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do lata 2019 r., a niektórzy przedstawiciele EBC zasugerowali możliwość wydłużenia tego okresu. Ponadto w ostatnim okresie EBC obniżył ocenę ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro do negatywnej. Dodatkowo podczas dyskusji na styczniowym posiedzeniu Rady Prezesów EBC poruszono kwestię możliwego przedłużenia programu wsparcia akcji kredytowej (ang. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO). W tych warunkach oczekiwania implikowane z notowań rynkowych wskazują, że krótkoterminowe stawki rynku międzybankowego pozostaną ujemne

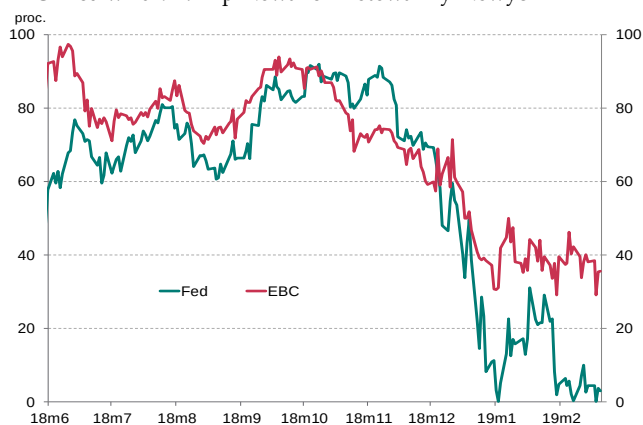
Wykres 1.10 Indeks cen artykułów rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

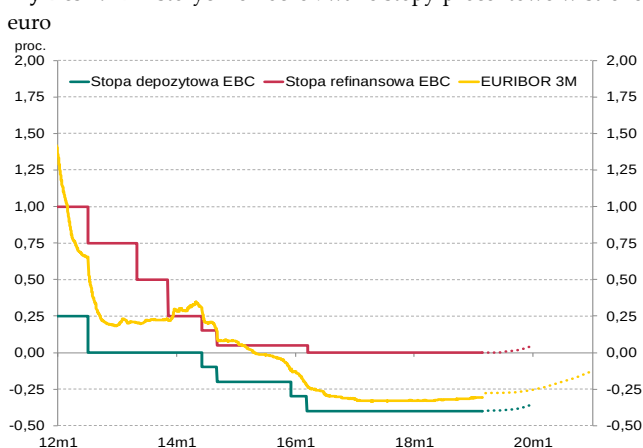
Wykres 1.11 Prawdopodobieństwo wzrostu stóp procentowych EBC i Fed w 2019 r. implikowane z notowań rynkowych



Źródło: dane Bloomberg.

Fed – prawdopodobieństwo kształtowania się stopy *fed funds* w grudniu 2019 r. w przedziale 2,50-2,75% lub powyżej, wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*. EBC – prawdopodobieństwo kształtowania się stopy depozytywnej EBC w grudniu 2019 r. na poziomie -0,30% lub powyżej wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight interest swap*.

Wykres 1.12 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe w strefie euro



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania w dniu 21.02.2019 r. Oczekiwane stopy EBC wyznaczone na podstawie kontraktów *overnight interest swap*; oczekiwana stawka EURIBOR 3M wyznaczona na podstawie notowań opcji.

⁴ Opisane trendy były kontynuowane w styczniu 2019 r.

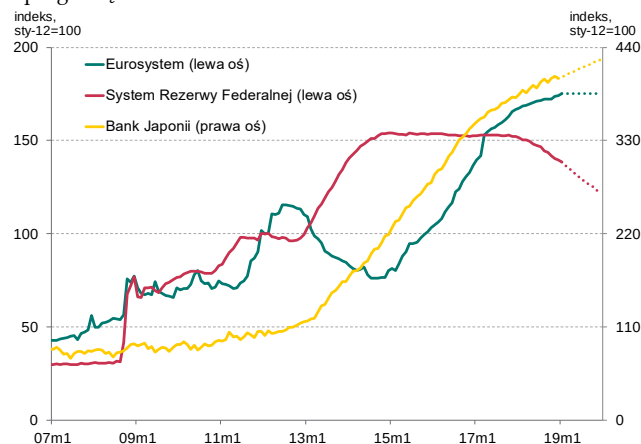
jeszcze przez cały 2020 r. (Wykres 1.12). Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w grudniu ub.r. Eurosystem zakończył zakupy netto w ramach programu skupu aktywów i obecnie reinwestuje w całości raty kapitałowe z zakupionych papierów wartościowych (Wykres 1.13; por. *Ramka: Zakończenie zakupów netto w ramach programu skupu aktywów Eurosystemu*).

Z kolei Fed – po podwyżce w grudniu ub.r. przedziału dla stopy procentowej o 0,25 pkt proc. do 2,25-2,50% – na początku br. zaprzestał sygnalizowania dalszych podwyżek stóp. Jest to związane z podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych i pogorszeniem się perspektyw światowej koniunktury, przy wciąż jedynie umiarkowanej presji inflacyjnej (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe, 1.1 Aktywność gospodarcza za granicą i 1.2 Ceny dóbr i usług za granicą*). W związku z tym większość uczestników rynku oczekuje stabilizacji stóp procentowych w 2019 r. (Wykres 1.14). Równolegle Fed nadal stopniowo zmniejsza swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów zgodnie z wcześniej ogłoszonym planem, co oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych. W ostatnim okresie Fed zaznaczył jednak, że jest gotowy wprowadzić zmiany w procesie zmniejszania sumy bilansowej, gdyby napływające dane wskazywały na taką potrzebę.

Stopy procentowe banków centralnych w pozostałych gospodarkach rozwiniętych w dalszym ciągu kształtują się na bardzo niskim, a w Japonii, Szwajcarii, Szwecji i Danii – ujemnym poziomie. Dodatkowo Bank Japonii kontynuuje program zakupu aktywów finansowych, a Bank Szwajcarii wyraża gotowość do prowadzenia interwencji walutowych w celu zapobiegania nadmiernej aprecjacji franka. Jednocześnie banki centralne w niektórych gospodarkach rozwiniętych, w tym w Kanadzie, Izraelu i Korei, nieznacznie podwyższyły stopy procentowe.

Większość banków centralnych w Europie Środkowo-Wschodniej utrzymywała w ostatnim

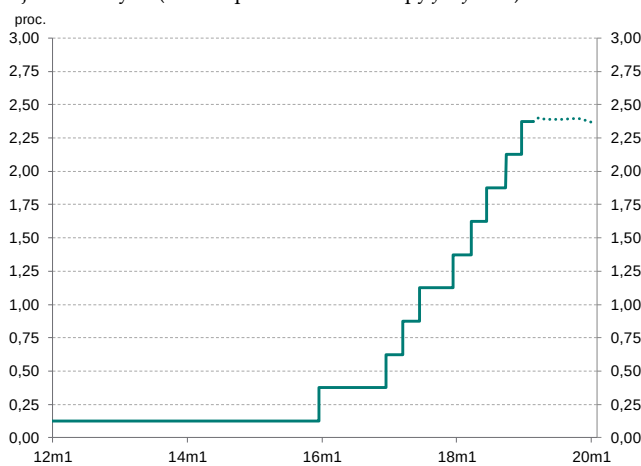
Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza do grudnia 2019 r.: dla Eurosystemu przy założeniu stabilnej sumy bilansowej, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym w 2018 r., dla Systemu Rezerwy Federalnej przy założeniu spadku zgodnego z wytycznymi z czerwca 2017 r. dotyczącymi obniżania sumy bilansowej przy uwzględnieniu terminów zapadalności obligacji skarbowych w bilansie tego banku centralnego.

Wykres 1.14 Historyczna i oczekiwana stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych (środek przedziału dla stopy *fed funds*)



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwanie rynkowe w dniu 21.02.2019 r. wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

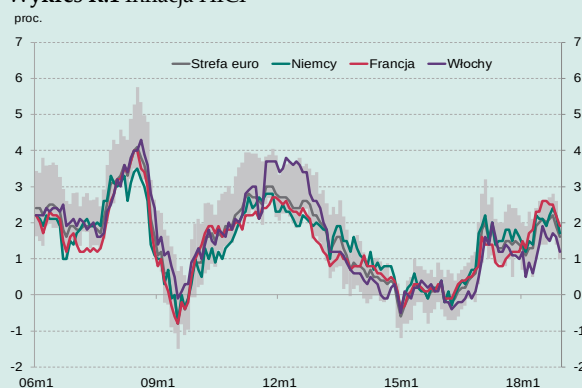
okresie stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Wyjątek stanowił Bank Czech, który w listopadzie ub.r. po raz kolejny podwyższył stopę procentową. Jednak w następnych miesiącach Bank Czech utrzymywał stopy procentowe bez zmian.

Z kolei w największych gospodarkach wschodzących występowały zróżnicowane tendencje w zakresie polityki pieniężnej. W związku ze wzrostem zmienności na światowych rynkach finansowych i podwyższoną inflacją banki centralne Rosji, RPA i Meksyku podniosły stopy procentowe. Natomiast banki centralne Chin oraz Indii w ostatnim okresie poluzowały politykę pieniężną.

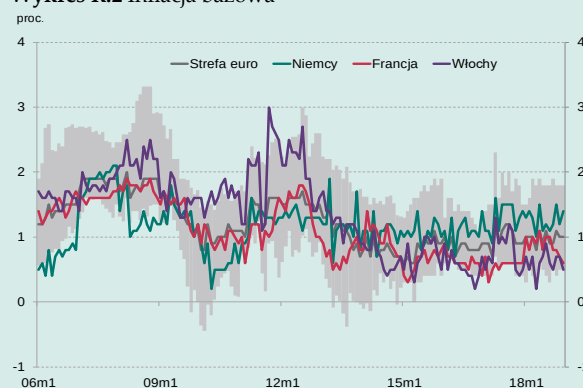
Ramka: Zakończenie zakupów netto w ramach programu skupu aktywów Eurosystemu

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami w grudniu 2018 r. Eurosystem, po ponad czterech latach, zakończył zakupy netto w ramach programu skupu aktywów⁵. Jednocześnie w ocenie EBC nadal konieczne jest prowadzenie akomodacyjnej polityki pieniężnej, w związku z czym EBC wciąż zapowiada utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie przynajmniej do lata 2019 r. oraz podkreśla, że Eurosystem będzie reinwestował w całości raty kapitałowe z zakupionych papierów wartościowych jeszcze przez dłuższy czas po ewentualnym rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych, a w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne⁶.

Wykres R.1 Inflacja HICP



Wykres R.2 Inflacja bazowa



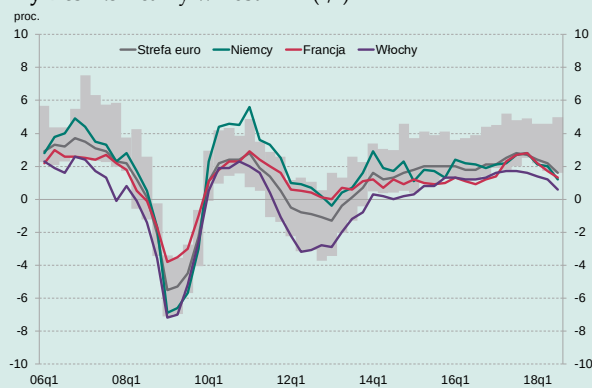
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Zacieniony obszar przedstawia zróżnicowanie pomiędzy krajami strefy euro w danym miesiącu w formie przedziału pomiędzy 20 a 80 percentylem. Inflacja bazowa – inflacja HICP bez cen energii, żywności, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych.

⁵ W niniejszej ramce określenie „program skupu aktywów” odnosi się do wszystkich programów skupu aktywów finansowych prowadzonych przez Eurosystem w okresie między wrześniem 2014 r. a grudniem 2018 r., tj. *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), *Third Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) i *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

⁶ EBC dąży w ten sposób do utrzymania wielkości portfela papierów wartościowych zakupionych w ramach programu skupu aktywów na poziomie z grudnia 2018 r. Reinwestycje rat z papierów zakupionych w ramach programu skupu obligacji sektora publicznego (PSPP) odbywają się z uwzględnieniem klucza kapitałowego EBC. Zgodnie z szacunkami EBC średnia miesięczna wielkość reinwestycji w ciągu 2019 r. wyniesie 16,9 mld euro.

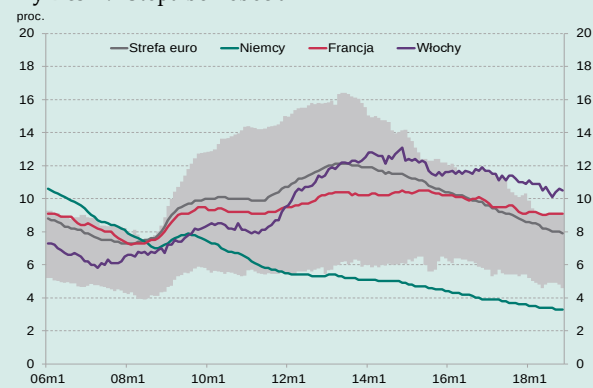
Wykres R.3 Realny wzrost PKB (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Zacieniony obszar przedstawia różnicowanie pomiędzy krajami strefy euro w danym miesiącu lub kwartale w formie przedziału pomiędzy 20 a 80 percentylem.

Wykres R.4 Stopa bezrobocia



Uwarunkowania makroekonomiczne i przebieg skupu aktywów

W 2014 r. w strefie euro występowała bardzo niska – a na przełomie 2014 i 2015 r. nawet ujemna – dynamika cen w warunkach wciąż umiarkowanego, pomimo przyśpieszenia, wzrostu gospodarczego i istotnego zróżnicowania sytuacji gospodarczej pomiędzy krajami (Wykres R.1, Wykres R.2, Wykres R.3). Jednocześnie stopa bezrobocia była nadal znacznie wyższa niż przed światowym kryzysem finansowym (we wrześniu 2014 r. wynosiła 11,5% wobec 7,3% na początku 2008 r.) i bardzo wyraźnie różniła się w poszczególnych krajach (Wykres R.4). W szczególności we wrześniu 2014 r. najwyższa stopa bezrobocia występowała w Grecji (26,0%) i Hiszpanii (24,0%), z kolei we Włoszech wynosiła 12,7%, a najniższa była w Niemczech (5,0%) i Austrii (5,7%).

W tej sytuacji w 2014 r. EBC kontynuował działania mające na celu złagodzenie warunków monetarnych. Przede wszystkim obniżył stopę depozytową poniżej zera, wzmocnił swoją komunikację dotyczącą utrzymywania stóp na niskim poziomie (ang. *forward guidance*) i wprowadził program wsparcia akcji kredytowej w postaci ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (ang. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO). Pod koniec 2014 r. Eurosystem rozpoczął program skupu papierów wartościowych zabezpieczonych należnościami od niefinansowych podmiotów sektora prywatnego strefy euro (ABSPP) oraz listów zastawnych (CBPP3) o łącznej skali około 13 mld euro miesięcznie⁷. Następnie, na początku 2015 r. Eurosystem rozpoczął program skupu obligacji sektora publicznego (PSPP), głównie obligacji skarbowych państw strefy euro, i znacząco zwiększył łączną miesięczną skalę programu skupu aktywów (do 60 mld euro)⁸. Zgodnie z początkowymi założeniami program skupu aktywów miał trwać przynajmniej do końca września 2016 r., a w każdym razie do czasu trwałego powrotu ścieżki inflacji do poziomu odpowiadającego definicji stabilności cen EBC (inflacja

⁷ Wcześniej, od maja 2010 r. do września 2012 r. Eurosystem prowadził program zakupu papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych, na rynkach krajów strefy euro, na których występowały poważne zaburzenia (ang. *Securities Market Programme*, SMP). Zakupy aktywów w ramach tego programu były sterylizowane, tj. nie zwiększały poziomu płynności w systemie bankowym. Deklarowanym celem programu SMP była poprawa funkcjonowania mechanizmu transmisji monetarnej, a nie poluzowanie polityki pieniężnej. Papiery wartościowe zakupione w ramach SMP są utrzymywane do zapadalności i nie podlegają reinwestowaniu. Pod koniec stycznia 2019 r. wielkość portfela tych papierów w bilansie Eurosystemu wyniosła 73,1 mld euro. Z kolei od lipca 2009 r. oraz od listopada 2011 r. EBC przeprowadził dwa roczne programy skupu listów zastawnych (ang. *Covered Bond Purchase Programmes*, CBPP). Listy zastawne zakupione w ramach tych programów również są utrzymywane do zapadalności i nie podlegają reinwestowaniu, a wielkość ich portfela w bilansie Eurosystemu pod koniec stycznia 2019 r. wyniosła w sumie 8,3 mld euro.

⁸ W ramach programu PSPP początkowo skupowano obligacje o ratingu przynajmniej BBB- (z nielicznymi wyjątkami), zapadalności od 2 do 30 lat i rentowności powyżej poziomu stopy depozytowej EBC, które stanowiły co najwyżej 33% wielkości całkowitej emisji danego emitenta i 25% wielkości emisji obligacji danej serii. Podczas realizacji programu EBC korygował niektóre z tych limitów: od listopada 2015 r. dopuścił skup obligacji, które stanowiły do 33% wielkości emisji obligacji danej serii, od stycznia 2016 r. również obligacji samorządowych, a od stycznia 2017 r. także obligacji o zapadalności 1 roku i/lub rentowności niższej niż stopa depozytowa EBC. Struktura (pod względem krajów emitenta) zakupionych obligacji spełniających powyższe kryteria była określana z uwzględnieniem klucza kapitałowego EBC.

poniżej, ale blisko 2%). Ze względu na potrzebę dalszego stymulowania gospodarki w kolejnych latach EBC kilkakrotnie przedłużał okres trwania programu skupu aktywów, zmieniał jego miesięczną skalę, a w 2016 r. zaczął skupować również obligacje korporacyjne przedsiębiorstw niebankowych (CSPP; Tabela R.1)⁹.

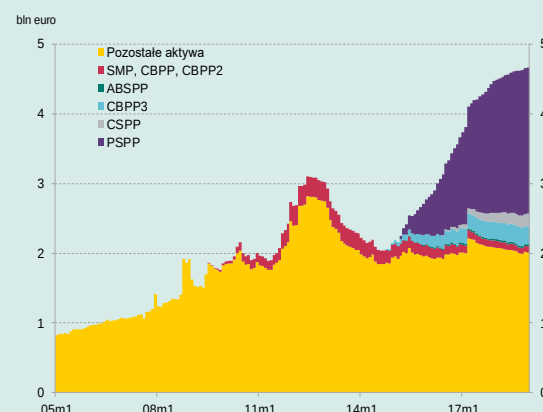
Tabela R.1 Kalendarium programu skupu aktywów Eurosystemu

Data	Etap programu skupu aktywów Eurosystemu
4 września 2014 r.	Ogłoszenie programów CBPP3 oraz ABSPP
20 października 2014 r.	Rozpoczęcie CBPP3
21 listopada 2014 r.	Rozpoczęcie ABSPP
22 stycznia 2015 r.	Ogłoszenie PSPP
Marzec 2015 r.	Zwiększenie skali miesięcznego skupu aktywów do 60 mld euro
9 marca 2015 r.	Rozpoczęcie PSPP
10 marca 2016 r.	Ogłoszenie CSPP
Kwiecień 2016 r.	Zwiększenie skali miesięcznego skupu aktywów do 80 mld euro
8 czerwca 2016 r.	Rozpoczęcie CSPP
Kwiecień 2017 r.	Zmniejszenie skali miesięcznego skupu aktywów do 60 mld euro
Styczeń 2018 r.	Zmniejszenie skali miesięcznego skupu aktywów do 30 mld euro
Październik 2018 r.	Zmniejszenie skali miesięcznego skupu aktywów do 15 mld euro
13 grudnia 2018 r.	Ogłoszenie zakończenia skupu aktywów
19 grudnia 2018 r.	Zakończenie skupu aktywów

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów EBC.

ABSPP – Asset-Backed Securities Purchase Programme (program zakupu papierów zabezpieczonych należnościami od niefinansowych podmiotów sektora prywatnego strefy euro)
CBPP – Covered Bond Purchase Programme (program zakupu listów zastawnych; czas trwania: lipiec 2009 r. – czerwiec 2010 r.)
CBPP2 – Second Covered Bond Purchase Programme (drugi program zakupu listów zastawnych; czas trwania: listopad 2011 r. – październik 2012 r.)
CBPP3 – Third Covered Bond Purchase Programme (trzeci program zakupu listów zastawnych)
CSPP – Corporate Sector Purchase Programme (program zakupu obligacji korporacyjnych)
PSPP – Public Sector Purchase Programme (program zakupu obligacji sektora publicznego)
SMP – Securities Markets Programme (program zakupu papierów wartościowych; czas trwania: maj 2010 r. – wrzesień 2012 r.)

Wykres R.5 Aktywa Eurosystemu



Źródło: dane EBC.

Całkowita wielkość programu skupu aktywów Eurosystemu prowadzonego od września 2014 r. do grudnia 2018 r. wyniosła 2,6 bln euro (22% PKB strefy euro w 2018 r.)¹⁰, z czego zdecydowaną większość (2,1 bln euro) stanowiły zakupy obligacji sektora publicznego, natomiast skala zakupu obligacji korporacyjnych była znacznie mniejsza (178 mld euro; Wykres R.5, Wykres R.6)¹¹. W konsekwencji suma bilansowa Eurosystemu wzrosła w tym okresie ponad dwukrotnie i na koniec 2018 r. sięgnęła 4,7 bln euro (40% PKB).

Wpływ skupu aktywów na warunki finansowe i gospodarkę

W literaturze wymieniane są zwykle dwa główne kanały wpływu skupu aktywów finansowych przez bank centralny na złagodzenie warunków monetarnych:

- Kanał cenowo-portfelowy: zakupy papierów wartościowych powinny spowodować wzrost ich cen, a więc – w przypadku papierów dłużnych – doprowadzić do spadku rentowności. Spadek rentowności obligacji skupowanych przez bank centralny powinien również skłonić inwestorów do zmiany struktury ich portfeli,

⁹ Zakupy obligacji korporacyjnych dotyczyły papierów denominowanych w euro o ratingu przynajmniej BBB- i były prowadzone zarówno na rynku wtórnym, jak i pierwotnym, przy czym na rynku pierwotnym nie kupowano obligacji przedsiębiorstw publicznych (ang. *public undertakings*) ze względu na traktatowy zakaz finansowania monetarnego. Eurosystem mógł kupić do 70% danej emisji obligacji korporacyjnych (z wyjątkiem obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa publiczne, dla których limit był taki sam jak w programie PSPP). Struktura branżowa emitentów obligacji skupowanych w ramach programu CSPP była określana z uwzględnieniem struktury branżowej wszystkich emitentów obligacji korporacyjnych spełniających kryteria programu (największy udział w strukturze programu CSPP miały następujące branże: zaopatrywanie w energię elektryczną, wodę i gaz, infrastruktura i transport, motoryzacja, telekomunikacja). W połowie lutego br. w bilansie Eurosystemu znajdowały się obligacje korporacyjne zakupione w ramach programu CSPP pochodzące z około 1200 emisji dokonanych przez ponad 270 spółek. Lista obligacji korporacyjnych zakupionych w ramach programu CSPP, a także struktura branżowa i geograficzna programu, są dostępne na stronie internetowej EBC pod adresem: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

¹⁰ PKB strefy euro w 2018 r. na podstawie prognozy Komisji Europejskiej. Dla porównania skala programu skupu aktywów po światowym kryzysie finansowym w Stanach Zjednoczonych (w latach 2008-2014) jest szacowana na 21% PKB, w Wielkiej Brytanii (w latach 2009-2017) na 22% PKB, w Szwecji (w latach 2015-2017) na 6% PKB, a w Japonii (od 2009 r.) jak dotąd na 79% PKB.

¹¹ W ramach programu PSPP Eurosystem zakupił i utrzymuje w bilansie w sumie około 25% istniejących obligacji skarbowych krajów strefy euro. Z kolei udział Eurosystemu w rynku obligacji korporacyjnych spełniających kryteria programu CSPP można szacować na około 15-20%.

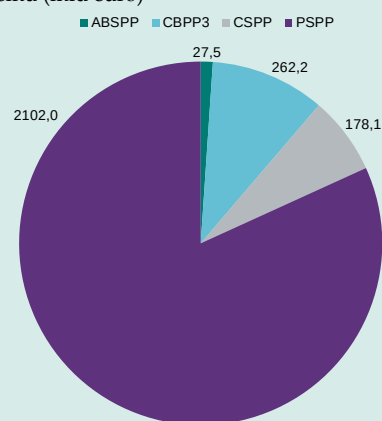
w tym zwiększenia ekspozycji na inne aktywa finansowe, propagując efekty złagodzenia warunków monetarnych.

- Kanał sygnalizacyjny: zakupy papierów wartościowych na znaczną skalę powinny podkreślić determinację i możliwości instytucjonalno-prawne banku centralnego w luzowaniu warunków monetarnych nawet po osiągnięciu dolnego ograniczenia dla stóp procentowych, w tym dodatkowo wzmacniać *forward guidance*. Powinno to oddziaływać w kierunku obniżenia ścieżki oczekiwanych krótkoterminowych stóp procentowych, a także wzrostu oczekiwań inflacyjnych i osłabienia kursu walutowego.

Złagodzenie warunków monetarnych – w tym spadek rentowności obligacji – związane z zakupami aktywów finansowych przez bank centralny, może przyczyniać się do pobudzenia wzrostu gospodarczego i inflacji głównie poprzez obniżenie kosztów finansowania podmiotów gospodarczych, w tym sektora publicznego (tzw. zwiększenie przestrzeni fiskalnej ze względu na spadek kosztów oraz poprawę warunków rolowania długu i finansowania deficytu), a także poprzez osłabienie kursu walutowego oraz efekt majątkowy wzrostu cen aktywów finansowych.

Badanie wpływu programu skupu aktywów Eurosystemu na warunki monetarne w strefie euro jest utrudnione i wiąże się z niepewnością przede wszystkim ze względu na jednoczesne stosowanie różnych instrumentów polityki pieniężnej przez EBC. Niemniej badania empiryczne wskazują, że program skupu aktywów Eurosystemu oddziaływał w kierunku obniżenia rentowności obligacji w strefie euro (Wykres R.7). W literaturze szacuje się zwykle, że zapowiedzi i rozpoczęcie programu skupu aktywów Eurosystemu na przełomie 2014 i 2015 r. przyczyniły się do obniżenia w ciągu kilku kwartałów rentowności obligacji skarbowych w strefie euro średnio o około 30-60 punktów bazowych, przy czym spadek był wyraźnie silniejszy w przypadku obligacji skarbowych o wyższych rentownościach (Altavilla i in., 2015; Andrade i in., 2016; Blattner i Joyce, 2016; De Santis, 2016). Największy spadek rentowności nastąpił w okresie rosnących oczekiwań na uruchomienie programu skupu obligacji sektora publicznego (PSPP) przez Eurosystem, a jeszcze przed faktycznym rozpoczęciem zakupu tych papierów (De Santis i Holm-Hadulla, 2017). Według szacunków prezentowanych przez przedstawicieli EBC wpływ całego programu skupu aktywów wraz z oczekiwanymi reinwestycjami na obniżenie premii terminowej zawartej w rentownościach 10-letnich obligacji skarbowych krajów strefy euro wyniósł w szczytowym momencie, tj. w 2018 r., około 100 punktów bazowych (Praet, 2018).

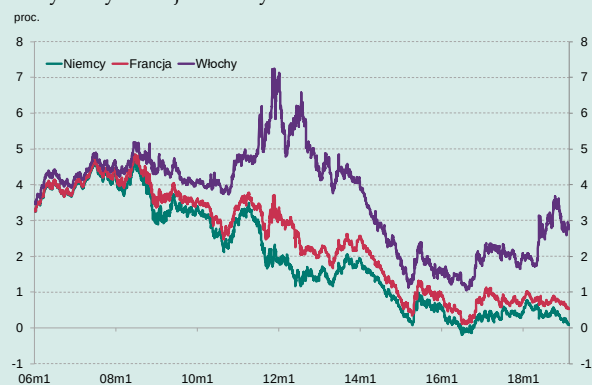
Wykres R.6 Struktura programu skupu aktywów Eurosystemu (mld euro)



Źródło: dane EBC.

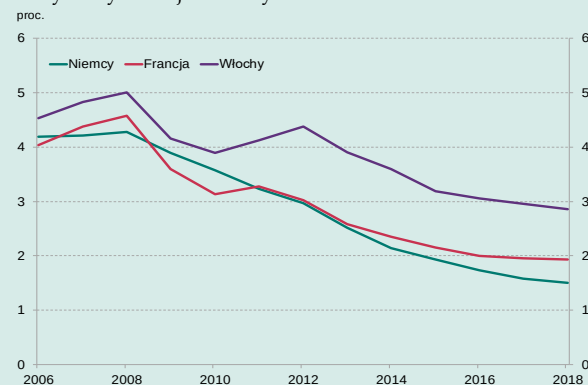
Rozwinięcia skrótów poszczególnych programów znajdują się w uwagach pod Tabelą R.1.

Wykres R.7 Rentowności 10 letnich obligacji skarbowych w wybranych krajach strefy euro



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres R.8 Średni koszt obsługi zadłużenia publicznego w wybranych krajach strefy euro



Źródło: dane Komisji Europejskiej (AMECO).

Wydatki odsetkowe sektora finansów publicznych jako procent długu publicznego danego kraju.

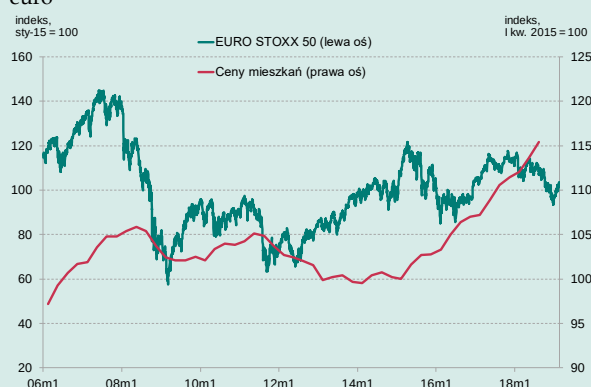
Spadek rentowności papierów wartościowych skupowanych przez Eurosystem przyczyniał się do obniżenia kosztów finansowania ogółem w gospodarce. W szczególności stopniowo obniżały się koszty obsługi zadłużenia publicznego krajów strefy euro (Wykres R.8), przy jednoczesnym wyraźnym wydłużeniu się średniej zapadalności skarbowych papierów dłużnych. Równocześnie poprawiły się warunki finansowania przedsiębiorstw. Dostępne szacunki empiryczne wskazują, że CSPP przyczynił się do zawężenia spreadów obligacji przedsiębiorstw niebankowych w strefie euro o około 10-25 punktów bazowych (EBC, 2016; De Santis i in., 2018; Abidi i Miquel-Flores, 2018). Należy jednak zauważyć, że skup obligacji korporacyjnych prawdopodobnie nie doprowadził do zwiększenia emisji papierów dłużnych przez przedsiębiorstwa, które dotychczas emitowały obligacje jedynie sporadycznie lub wcale (ECB, 2017a). Ponadto badania empiryczne i ankietowe sugerują, że program skupu aktywów mógł wspierać także wzrost akcji kredytowej (Albertazzi i in., 2018; ECB, 2017b).

Jednocześnie program skupu aktywów prawdopodobnie wzmacniał zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen EBC (Karadi, 2017), a także – w warunkach stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych – oddziaływał w kierunku osłabienia kursu euro do dolara.

Dodatkowo w pierwszych miesiącach po ogłoszeniu programu skupu aktywów indeks cen akcji w strefie euro wyraźnie wzrósł. Obecnie kształtuje się on w pobliżu poziomu sprzed ogłoszenia programu, choć poziom cen akcji jest zróżnicowany w poszczególnych krajach (Wykres R.9)¹². Z kolei ceny mieszkań w strefie euro w okresie realizacji programu skupu aktywów systematycznie rosły, choć ich dynamika była zróżnicowana pomiędzy krajami¹³. W związku z tym EBC w raporcie *Financial Stability Review* z listopada 2018 r. zwrócił uwagę na pewne sygnały możliwego przewartościowania cen mieszkań oraz nieruchomości komercyjnych w strefie euro (ECB, 2018). Jednocześnie przedstawiciele EBC podkreślają, że ewentualne ryzyka dla stabilności finansowej, w tym wynikające ze zmiany cen nieruchomości, powinny być ograniczane za pomocą narzędzi polityki makroostrożnościowej (Constâncio, 2018).

Podobnie jak w przypadku analizy wpływu programu skupu aktywów Eurosystemu na warunki monetarne, także badanie jego oddziaływania na wzrost gospodarczy i inflację w strefie euro jest trudne i wiąże się z dużą niepewnością ze względu na jednoczesne stosowanie różnych instrumentów polityki pieniężnej przez EBC oraz – co jest szczególnie ważne przy kwantyfikowaniu efektów na zmienne makroekonomiczne – także skomplikowany mechanizm transmisji tych instrumentów na procesy gospodarcze. W związku z tym liczba dostępnych badań jest stosunkowo niewielka. Niemniej sugerują one skuteczność programu skupu aktywów Eurosystemu w zakresie pobudzenia wzrostu gospodarczego i inflacji w strefie euro. Badania z wykorzystaniem modeli teoretycznych wskazują, że skup aktywów wpłynął w latach 2015 i 2016 na podwyższenie rocznej dynamiki PKB o 0,3-0,9 pkt proc., a inflacji o 0,6-0,8 pkt proc. (Hohberger i in., 2018; Sahuc, 2016). Podobne

Wykres R.9 Średnie ceny mieszkań i indeks cen akcji w strefie euro



Źródło: dane Bloomberg i Eurostat.

EURO STOXX 50 – indeks giełdowy 50 największych spółek z 11 krajów strefy euro; dane dzienne.

Ceny mieszkań – indeks transakcyjnych cen nieruchomości mieszkaniowych na rynku pierwotnym i wtórnym we wszystkich krajach strefy euro w danym okresie; dane kwartalne.

¹² Od początku września 2014 r. do końca stycznia 2019 r. ceny akcji wzrosły przede wszystkim w Niemczech i Francji, natomiast m.in. we Włoszech i Hiszpanii – spadły.

¹³ Od III kw. 2014 do III kw. 2018 r. ceny mieszkań w strefie euro wzrosły średnio o 14,5%. Wzrost dotyczył wszystkich krajów tego obszaru walutowego oprócz Włoch, gdzie nastąpił spadek o 4,9%. W szczególności w Niemczech ceny wzrosły o 22,3%, w Hiszpanii o 24,2%, a we Francji o 6,1%.

oszacowania skali wpływu wynikają z badań empirycznych. Zgodnie z nimi początkowa faza programu skupu aktywów Eurosystemu (w formie ogłoszonej w styczniu 2015 r.) przyczyniła się średnio do podwyższenia wzrostu PKB w ujęciu rocznym o około 0,2-0,9 pkt proc. oraz zwiększenia inflacji o około 0,3-0,6 pkt proc. w horyzoncie do dwóch lat (Wieladek i Pascal, 2016; Blatter i Joyce, 2016; Gambetti i Musso, 2017). Według aktualnych szacunków EBC cały program skupu aktywów wraz z pozostałymi instrumentami polityki pieniężnej stosowanymi od połowy 2014 r. przełoży się na skumulowany wzrost zarówno PKB, jak i wskaźnika cen o 1,9% w latach 2016–2020 (Praet, 2018)^{14,15}.

Literatura

- Abidi, N., Miquel-Flores, I. (2018). *Who benefits from the corporate QE? A regression discontinuity design approach*. ECB Working Paper Series No 2145, April 2018.
- Adam, K., Tzamourani, P. (2016). *Distributional consequences of asset price inflation in the euro area*. European Economic Review, 89, 172-192.
- Albertazzi, U., Becker, B., Boucinha, M. (2018). *Portfolio rebalancing and the transmission of largescale asset programmes: Evidence from the euro area*. ECB Working Paper Series No 2125, January 2018.
- Altavilla, C., Carboni, G., Motto, R. (2015). *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area*. ECB Working Paper Series No 1864, November 2015.
- Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., Violante, G. (2018). *Monetary policy and household inequality*. ECB Working Paper Series No 2170, July 2018.
- Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., Tristani, O. (2016). *The ECB's asset purchase programme: an early assessment*. ECB Working Paper Series No 1956, September 2016.
- Blattner, T. S., Joyce, M. A. (2016). *Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE*. ECB Working Paper Series No 1957, September 2016.
- Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L., Secchi, A. (2018). *A "Reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households*. Journal of International Money and Finance, 85, 215-235.
- Claeys, G., Darvas, Z. M., Leandro, A., Walsh, T. (2015). *The effects of ultra-loose monetary policies on inequality*. Bruegel Policy Contribution Issue 2015/09.
- Constâncio, V. (2018). *Financial stability risks and macroprudential policy in the euro area* Speech at the ECB and Its Watchers XIX Conference, Frankfurt am Main, 14 March 2018.
- De Santis, R. A. (2016). *Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news*. ECB Working Paper Series No 1939, July 2016.
- De Santis, R. A., Holm-Hadulla, F. (2017). *Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment*. ECB Working Paper Series No 2052, May 2017.
- De Santis, R. A., Geis, A., Juskaite, A., Vaz Cruz, L. (2018). *The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations*. ECB Economic Bulletin Issue 3/2018.
- Domanski, D., Scatigna, M., Zabai, A. (2016). *Wealth inequality and monetary policy*. BIS Quarterly Review, March 2016.
- ECB (2016). *The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme*. Economic Bulletin Issue 5/2016.
- ECB (2017a). *The ECB's corporate sector purchase programme: its implementation and impact*. Economic Bulletin Issue 4/2017.
- ECB (2017b). *The euro area bank lending survey. Third quarter of 2017*. October 2017.
- ECB (2018). *Financial Stability Review*. November 2018.
- Gambetti, L., Musso, A. (2017). *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*. ECB Working Paper Series No 2075, June 2017.
- Guerello, C. (2018). *Conventional and unconventional monetary policy vs. households income distribution: An empirical analysis for the Euro Area*. Journal of International Money and Finance, 85, 187-214.
- Hohberger, S., Priftis, R., Vogel, L. (2019). *The Distributional Effects of Conventional Monetary Policy and Quantitative Easing: Evidence from an Estimated DSGE model*. Journal of Banking & Finance, accepted manuscript.

¹⁴ Na tej podstawie można wnioskować, że szacowany przez EBC wpływ całego programu skupu aktywów wraz z pozostałymi instrumentami polityki pieniężnej stosowanymi od połowy 2014 r. na wzrost PKB w ujęciu rocznym i inflację wynosi około 0,4 pkt proc. średnio w latach 2016-2020.

¹⁵ Dodatkowo w literaturze dotyczącej efektów ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, w tym skupu aktywów przez Eurosystem, wskazuje się na jej możliwe skutki redystrybucyjne i ich oddziaływanie na nierówności ekonomiczne, jednak łączny kierunek tego wpływu jest niejednoznaczny. Z jednej strony taka polityka może oddziaływać – poprzez poprawę koniunktury gospodarczej, w tym zmniejszenie bezrobocia – na ograniczenie nierówności dochodowych, a z drugiej strony – poprzez wzrost cen aktywów finansowych – może prowadzić do pogłębienia się nierówności majątkowych (Lenza i Slacalek, 2018; Ampudia i in., 2018; Hohberger i in., 2019; Claeys i in., 2015; Casiraghi i in., 2018; Guerello, 2018; Adam i Tzamourani, 2016; Domanski i in., 2016).

Hohberger, S., Romanos, P., Vogel, L. (2018). *The Macroeconomic Effects of Quantitative Easing in the Euro Area: Evidence from an Estimated DSGE Model*. Bank of Canada Staff Working Paper 2018-11, March 2018.

Karadi, P. (2017). *The ECB's announcements of non-standard measures and longer-term inflation expectations*. ECB Research Bulletin No. 33, 18 April 2017.

Lenza, M., Slacalek, J. (2018). *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area*. ECB Working Paper Series No 2190, October 2018.

Praet, P. (2018). *Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalization*. Speech at The ECB and Its Watchers XIX Conference, Frankfurt am Main, 14 March 2018.

Sahuc, J. G. (2016). *The ECB's asset purchase programme: A model-based evaluation*. Economic Letters 145 (2016): 136-140.

Wieladek, T., Pascual, A. G. (2016). *The European Central Bank's QE: A New Hope*. CESifo Working Paper No. 5946, June 2016.

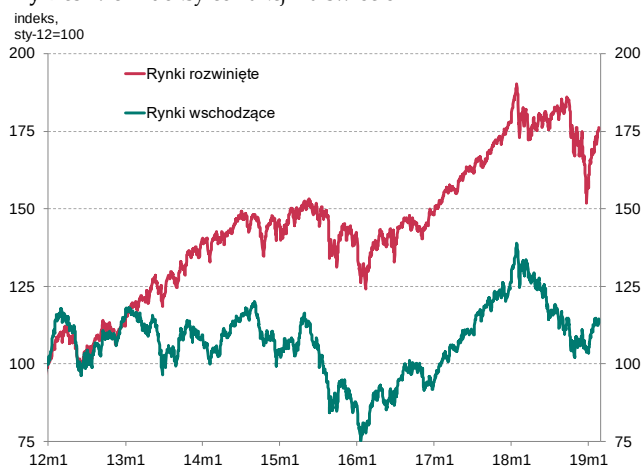
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach ceny aktywów uznawanych za bezpieczniejsze wzrosły, a ceny bardziej ryzykownych papierów wartościowych na rynkach rozwiniętych, po silnych wahaniami na przełomie roku, ukształtowały się istotnie poniżej szczytu z września ub.r. Jednocześnie na rynkach wschodzących ceny aktywów pozostały nieco niższe niż średnio w 2018 r. pomimo stabilizacji sytuacji w gospodarkach najbardziej dotkniętych odpływem kapitału w połowie 2018 r. (przede wszystkim w Argentynie i Turcji).

Niekorzystnie na nastroje na rynkach finansowych oddziaływało pogorszenie się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego oraz podwyższona niepewność związana przede wszystkim z polityką handlową największych gospodarek, przejściowym zawieszeniem działalności części instytucji federalnych Stanów Zjednoczonych na przełomie roku i możliwością bezumownego wyjścia Wielkiej Brytanii z UE (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało osłabienie się oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych warunkach ceny akcji na rynkach rozwiniętych wyraźnie spadły w IV kw. 2018 r. i – pomimo wzrostu na początku br. – obecnie kształtują się istotnie poniżej szczytu z września ub.r. (Wykres 1.15). Z kolei na rynkach wschodzących ceny akcji w ostatnich miesiącach

Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

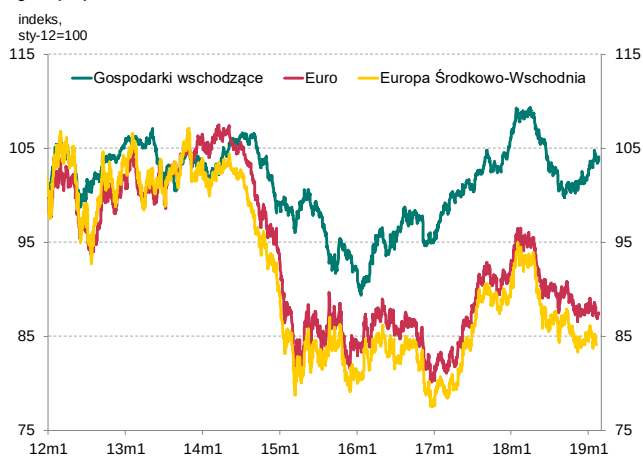
Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

lekko wzrosły po wcześniejszym długotrwałym spadku.

Jednocześnie kursy walut gospodarek wschodzących względem dolara amerykańskiego umocniły się po wyraźnej deprecjacji w pierwszych trzech kwartałach 2018 r., podczas gdy kursy euro i walut gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej do dolara pozostały relatywnie stabilne (Wykres 1.16).

Z kolei rentowności obligacji na większości rynków wyraźnie obniżyły się. Wpłynął na to spadek oczekiwań inflacyjnych wynikający z wyraźnej obniżki cen ropy pod koniec ub.r., a także osłabienie się oczekiwań na zacieśnianie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (Wykres 1.17; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W rezultacie rentowność 10-letnich obligacji Niemiec ukształtowała się na najniższym poziomie od ponad dwóch lat (pod koniec lutego br. 0,1%), a Stanów Zjednoczonych – w pobliżu najniższego poziomu od roku (pod koniec lutego br. 2,7%). Z kolei rentowności obligacji we Włoszech – pomimo spadku związanego z zawarciem w grudniu ub.r. porozumienia rządu Włoch z Komisją Europejską w sprawie budżetu na 2019 r. – są nadal wyraźnie wyższe niż w zdecydowanej większości pozostałych krajów strefy euro (pod koniec lutego br. 2,8%).

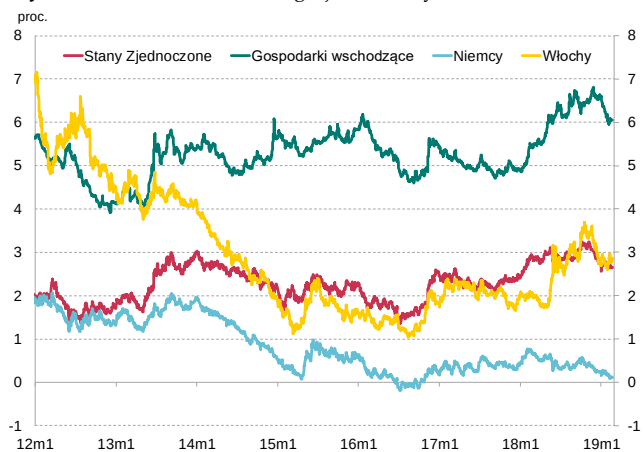
Wykres 1.16 Kursy walut względem dolara (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.17 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

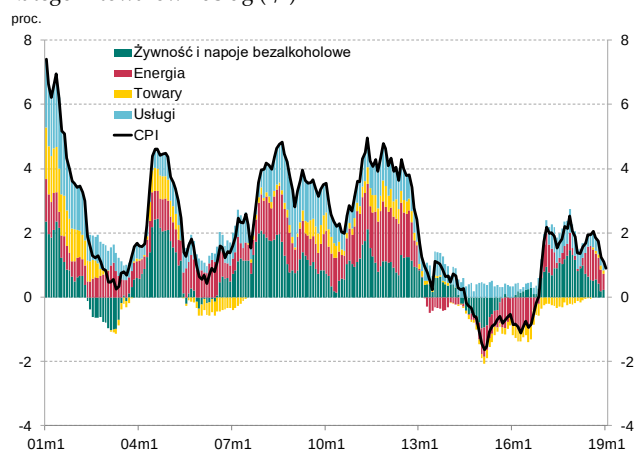
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Pod koniec 2018 r. dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce – mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w 2017 r. wzrostu płac – obniżyła się (w grudniu ub.r. inflacja CPI wyniosła 1,1% r/r, a według wstępnych danych w styczniu br. 0,9% r/r¹⁶; Wykres 2.1). Wynikało to głównie ze spadku dynamiki krajowych cen żywności i energii. Niskiej inflacji sprzyjały: obniżająca się od listopada ub.r. – w ślad za spadkiem cen ropy na rynkach światowych w IV kw. – inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski¹⁷, silna konkurencja na rynku globalnym i krajowym oraz umiarkowana wewnętrzna presja popytowa (Wykres 2.3).

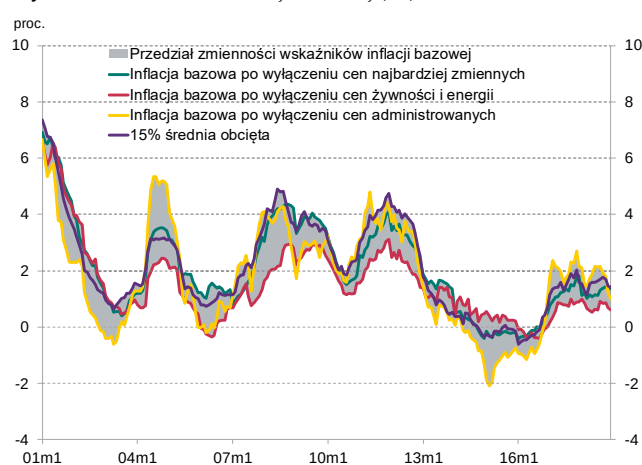
Inflacja bazowa pozostaje niska (Wykres 2.2). W szczególności wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii nieznacznie się obniżył w ostatnich miesiącach (do 0,6% r/r w grudniu). W warunkach umiarkowanej presji popytowej i silnej konkurencji był to efekt jednorazowego spadku dynamiki cen usług (do 0,9% r/r)¹⁸, przy utrzymującej się niskiej i stabilnej dynamice cen towarów nieżywnościowych (0,4% r/r w grudniu)¹⁹.

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.

¹⁶ Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane po zmianie 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.

¹⁷ Inflacja HICP w strefie euro obniżyła się w styczniu br. do 1,4% r/r wobec 2,2% r/r w październiku ub.r.

¹⁸ Spadek dynamiki cen usług nastąpił w listopadzie ub.r. i wynikał z przeprowadzonych wówczas promocji cenowych w zakresie usług telefonii komórkowej i internetu oraz usług telewizyjnych.

¹⁹ Wzrostowi dynamiki cen artykułów farmaceutycznych oraz odzieży i obuwia towarzyszył spadek dynamiki cen środków transportu i wyrobów tytoniowych.

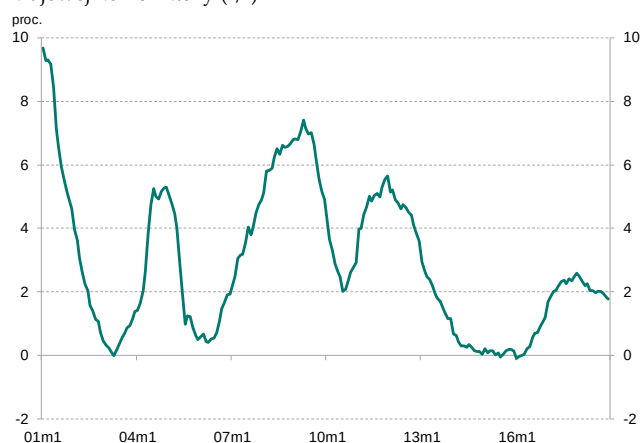
Dynamika cen żywności obniżyła się pod koniec 2018 r. (do 0,9% r/r w grudniu). Przyczyniła się do tego wysoka podaż części produktów rolnych (głównie owoców), cykliczny wzrost produkcji na niektórych rynkach (np. mięsa i mleka), a w przypadku rynku jaj – efekty bazy (związane z silnym wzrostem ich cen w IV kw. 2017 r.). Jednocześnie w kierunku wzrostu dynamiki cen żywności oddziaływały rosnące koszty produkcji (np. pieczywa) oraz susza w wielu krajach powodująca spadek produkcji (np. zbóż, warzyw i cukru).

W ostatnich miesiącach obniżyła się także dynamika cen energii (do 3,2% r/r w grudniu). Wynikało to głównie ze spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych w IV kw. ub.r., który przełożył się na niższy poziom krajowych cen paliw. Obniżenie się dynamiki cen energii pogłębiała słabnąca dynamika cen opału związana ze spadkiem światowych cen węgla w ostatnim okresie (Wykres 2.4).

Spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych w ostatnich miesiącach ub.r. spowodował też obniżenie się rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.5). Jednocześnie w kierunku wyższej dynamiki PPI oddziaływał nieco słabszy niż przed rokiem kurs złotego. Dynamika cen produkcji sprzedanej na rynku krajowym jest nadal wyższa niż produkcji eksportowanej, jednak różnica między nimi wyraźnie się zmniejszyła wskutek spowolnienia wzrostu cen dóbr energetycznych, które są sprzedawane głównie na rynku wewnętrznym.

W grudniu 2018 r. – prawdopodobnie w znacznym stopniu pod wpływem obaw o silny wzrost cen energii w 2019 r.²⁰ – anketowe opinie zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorstw na temat przyszłej inflacji przesunęły się w górę (Wykres 2.6). Jednak po uchwaleniu ustawy zamrażającej ceny energii elektrycznej, w styczniu i lutym br.

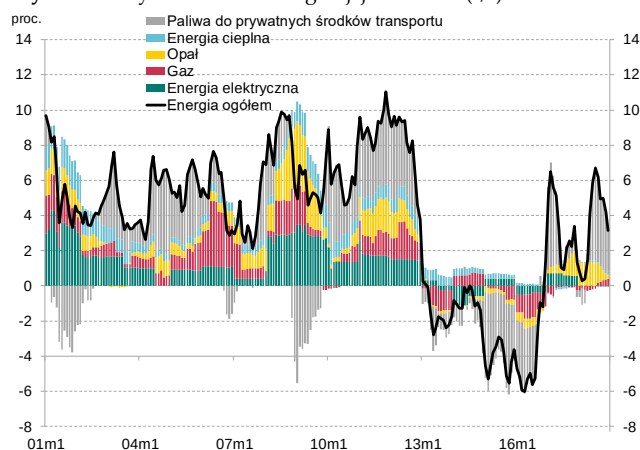
Wykres 2.3 Wskaźnik inflacji dóbr pozostających pod wpływem krajowej koniunktury (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

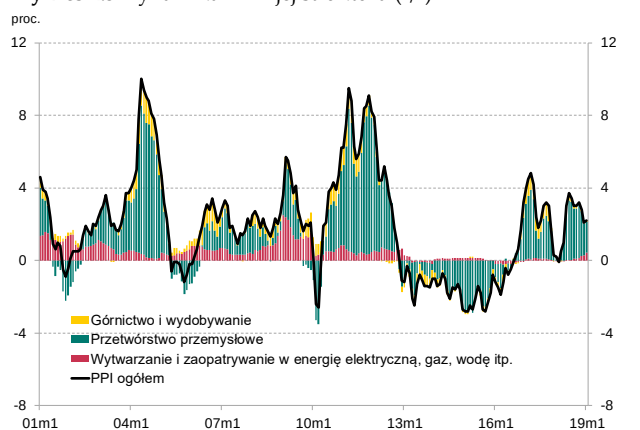
Agregat komponentów CPI reagujących na zmiany krajowej aktywności gospodarczej. Szerzej nt. metodyki liczenia wskaźnika: Hałka, A. i Kotłowski, J. (2014): *Does the Domestic Output Gap Matter for Inflation in a Small Open Economy*, Eastern European Economics, vol. 52.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

²⁰ Źródłem obaw dotyczących silnego wzrostu cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych w 2019 r. był istotny wzrost hurtowych cen energii w 2018 r.

ankietowe opinie konsumentów dotyczące przyszłego kształtowania się cen obniżyły się. Z kolei ekonomiści ankietowani przez NBP nadal spodziewają się, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP (Tabela 2.1).

2.2 Popyt i produkcja

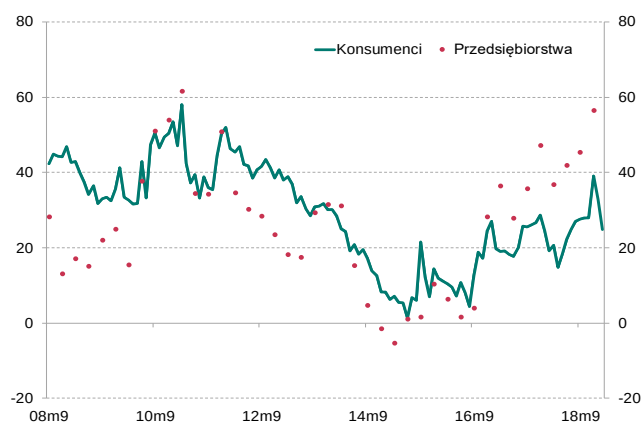
Choć pod koniec 2018 r. koniunktura gospodarcza w Polsce nieco się pogorszyła, to roczne tempo wzrostu gospodarczego w II połowie ub.r. pozostało relatywnie wysokie.

W III i IV kw. ub.r. tempo wzrostu PKB wyniosło odpowiednio 5,1% r/r i 4,9% r/r, tj. było tylko nieznacznie niższe od obserwowanego w poprzednich kilku kwartałach (Wykres 2.7). Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny, mimo że rośnie on już nieco wolniej niż w 2017 r. Popyt jest wspierany przez zwiększające się płace i zatrudnienie, nadal bardzo dobre nastroje konsumentów oraz rosnący kredyt konsumpcyjny, przy czym dynamika zatrudnienia stopniowo spowalnia, a nastroje gospodarstw domowych nieznacznie się pogorszyły w ostatnim okresie.

Znaczący wkład do wzrostu PKB mają również inwestycje. Do rosnących od kilku kwartałów inwestycji publicznych od III kw. ub.r. dołączyły inwestycje w sektorze przedsiębiorstw, zwłaszcza średnich i dużych firm. Wzrostowi inwestycji sprzyja rosnąca absorpcja środków unijnych oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych.

W III kw. ub.r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był ujemny. Dynamika eksportu była w tym okresie niższa niż w 2017 r., do czego przyczyniło się pogorszenie koniunktury w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech. Jednocześnie dynamika importu pozostała wysoka, czemu sprzyjał silny popyt wewnętrzny. Natomiast w IV kw. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był nieznacznie dodatni.

Wykres 2.6 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

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

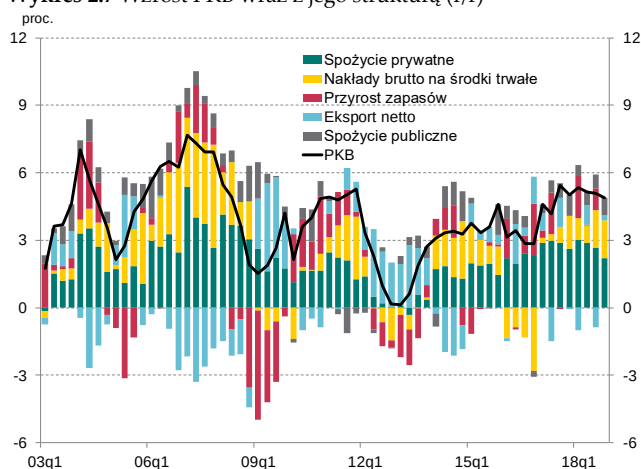
	Ankieta przeprowadzona w:				
	18q1	18q2	18q3	18q4	19q1
Ankieta Thomson Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,2	2,1	2,4	2,3	2,4
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,1	2,2	2,3	2,3	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,4	2,5	2,4	2,6	-

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, z wyjątkiem I kw. 2019, gdy zaprezentowano dane z lutego.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

2.2.1 Konsumpcja

Konsumpcja pozostaje głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Polsce. Spożycie gospodarstw domowych jest nadal wysokie, chociaż jego dynamika w II połowie 2018 r. była nieco niższa niż w poprzednich kwartałach (4,5% r/r w III kw. i 4,3% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.8).

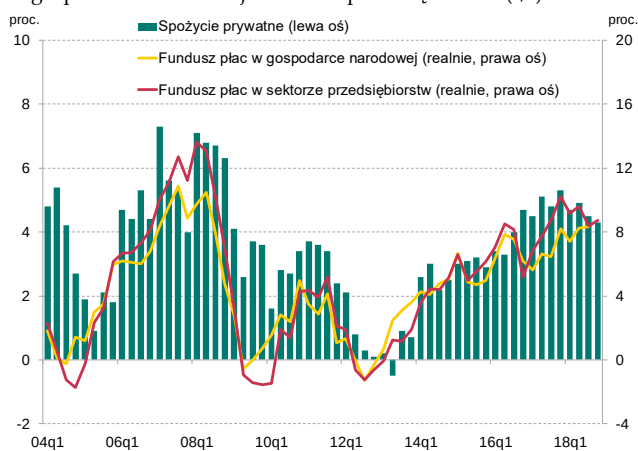
Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyja korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy, odzwierciedlona w dalszym wzroście płac oraz zatrudnienia, które w II połowie ub.r. rośnie już w tempie nieco wolniejszym niż wcześniej. Pozytywnie na dynamikę konsumpcji oddziaływały także wciąż optymistyczne nastroje gospodarstw domowych mimo pewnego pogorszenia wskaźników ufności konsumenckiej w ostatnich miesiącach (Wykres 2.9). Czynnikiem wspierającym wzrost spożycia prywatnego było ponadto wyraźne przyspieszenie dynamiki kredytów konsumpcyjnych.

2.2.2 Inwestycje

W II połowie ub.r. wyraźnie ożywiły się inwestycje (Wykres 2.10). W III kw. nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 9,9% r/r, a w IV kw. o 6,7% r/r. Szacunki NBP wskazują, że w tym okresie dynamika wszystkich głównych komponentów inwestycji była dodatnia.

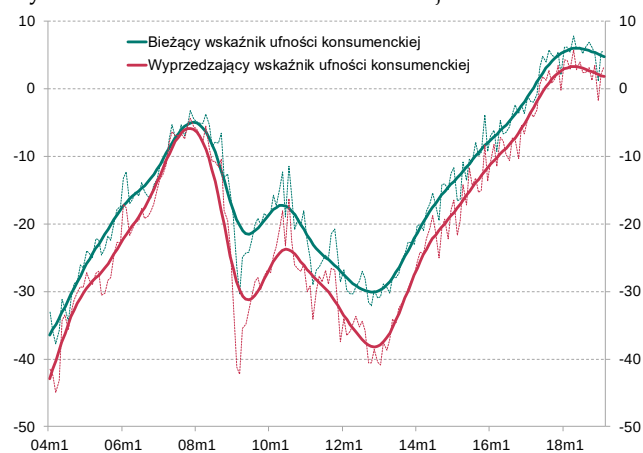
W III kw. ub.r. rosły inwestycje przedsiębiorstw. Realny wzrost inwestycji średnich i dużych firm (zatrudniających co najmniej 50 pracowników) przyspieszył do 14,4% r/r (wobec 13,5% r/r w II kw.; Wykres 2.10). Według wstępnych danych GUS inwestycje sektora mikro i małych przedsiębiorstw również istotnie wzrosły. Podobnie jak w poprzednim kwartale dodatni wkład do wzrostu inwestycji miały wszystkie sektory gospodarki (Wykres 2.11), a tempo wzrostu inwestycji w większości sektorów było wysokie.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

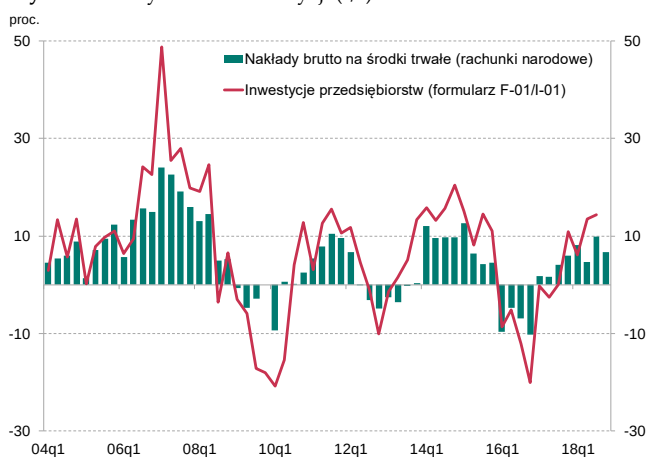
Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.10 Dynamika inwestycji (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

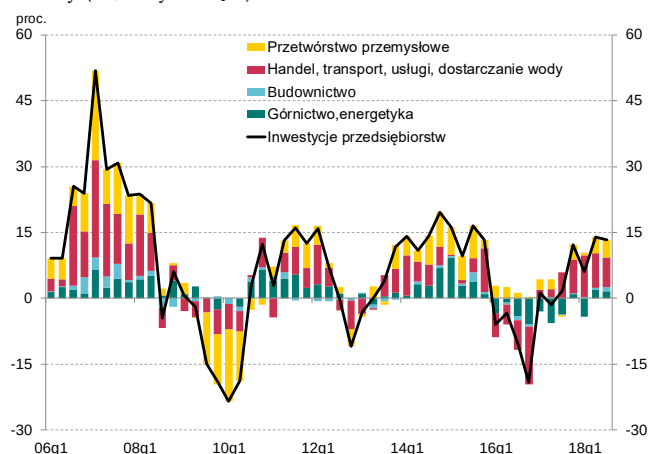
Dane o inwestycjach przedsiębiorstw ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, prowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

W dalszym ciągu wyraźnie szybciej rosły inwestycje przedsiębiorstw publicznych, natomiast – ze względu na słabszy wzrost inwestycji firm zagranicznych – obniżyła się nieco dynamika inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. Odmierna była także struktura rodzajowa nakładów w poszczególnych sektorach własności. Podczas gdy firmy publiczne podejmują przede wszystkim inwestycje budowlane, korzystając przy tym ze środków unijnych, to przedsiębiorstwa prywatne zwiększają nakłady głównie na maszyny i urządzenia, czemu sprzyja bardzo wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych (Wykres 2.12). Według danych ankietowych NBP w ostatnim okresie znacząco wzrósł udział firm, które planują rozpoczęcie nowych inwestycji w I kw. br., a plany inwestycyjne na cały rok pozostają relatywnie wysokie²¹. Jednocześnie sygnały stopniowego osłabienia koniunktury mogą ograniczać skłonność przedsiębiorstw do znaczącego zwiększania nakładów brutto na środki trwałe.

Głównym źródłem wzrostu inwestycji pozostały inwestycje publiczne. W szczególności w III kw. ub.r. wciąż bardzo szybko rosły inwestycje jednostek samorządu terytorialnego (wzrost nominalny o 74,0% r/r). Inwestycje samorządów były finansowane zarówno ze środków krajowych, jak i unijnych.

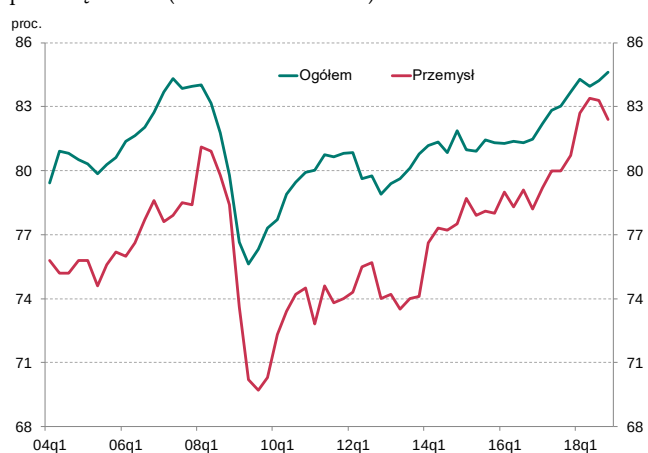
Tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych było nadal relatywnie wysokie, choć nieco obniżyło się w porównaniu z poprzednimi kwartałami. W III kw. oczekiwana rentowność inwestycji mieszkaniowych była wciąż wyższa niż rentowność innych form lokowania środków przez gospodarstwa domowe²². Przyrostowi tych inwestycji sprzyja także korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy oraz optymistyczne nastroje konsumentów.

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



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

Wykres 2.12 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



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

²¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

²² Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2018 r., NBP, styczeń 2019 r.

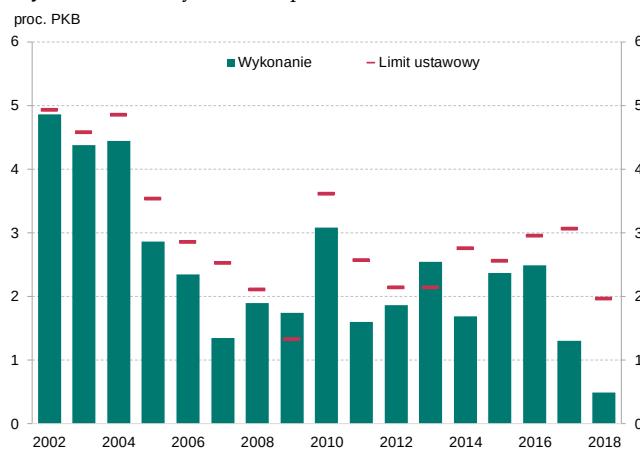
2.2.3 Sektor finansów publicznych

W 2018 r. nastąpiła dalsza znacząca poprawa sytuacji sektora finansów publicznych, na co wskazuje saldo całego sektora (ESA2010) w okresie styczeń-wrzesień (4,9 mld zł wobec -9,2 mld zł w tym samym okresie 2017 r.) oraz dane o bardzo korzystnej sytuacji budżetu państwa i podsektora funduszy ubezpieczeń społecznych za okres styczeń-grudzień ub.r. Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (ESA2010) w całym 2018 r. ukształtował się na poziomie 0,5% PKB, wobec 1,4% PKB w 2017 r. (Wykres 2.13).

Bardzo dobra sytuacja sektora finansów publicznych (ESA2010) w pierwszych trzech kwartałach 2018 r. była związana w głównej mierze z dynamicznym wzrostem dochodów podatkowych sektora (o 9,6% r/r) oraz składek na ubezpieczenia społeczne (o 8,4% r/r), któremu sprzyjała wysoka dynamika aktywności gospodarczej i bardzo dobra sytuacja na rynku pracy. Jednocześnie utrzymywał się umiarkowany wzrost wydatków bieżących sektora (4,3% r/r), przy silnym wzroście inwestycji publicznych (o 28,5% r/r). Szczególnie silnie zwiększyły inwestycje jednostki samorządu terytorialnego (o 79,7% r/r²³).

Przyjęta w styczniu br. przez Sejm *Ustawa budżetowa na rok 2019* przewiduje po stronie dochodowej kontynuację działań mających na celu uszczelnienie systemu podatkowego²⁴, przy braku zmian podstawowych stawek podatkowych (z wyjątkiem obniżenia stawki CIT z 15% do 9% dla małych i średnich przedsiębiorstw). Jednocześnie przyjęty wzrost limitu wydatków budżetu państwa jest umiarkowany (4,8% r/r wobec 3,2% w 2018 r., porównując limity ustawowe), a jego przyspieszenie związane jest m.in. z podwyżkami

Wykres 2.13 Deficyt budżetu państwa



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

²³ Dane pochodzą ze sprawozdawczości krajowej (ujęcie kasowe).

²⁴ Działania te mają przynieść dodatkowe wpływy na poziomie 0,4% PKB w 2019 r.

wynagrodzeń nauczycieli, służb mundurowych i administracji publicznej.

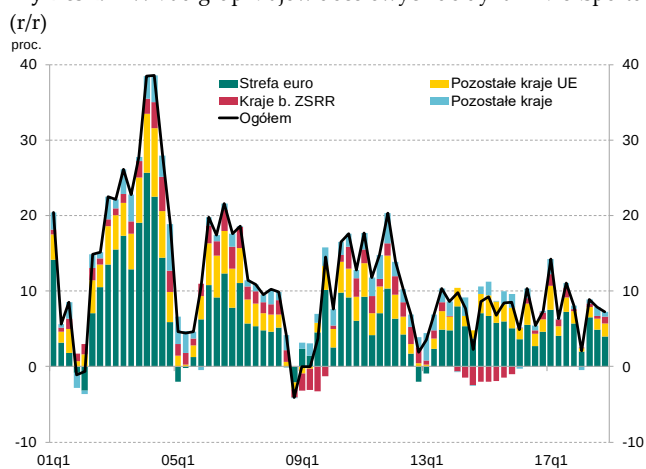
Obok zmian uwzględnionych w *Ustawie budżetowej* ważnymi elementami polityki fiskalnej w 2019 r. będzie pakiet działań przedstawionych w lutym 2019 r. (m.in. rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus” i dodatkowe świadczenie dla emerytów i rencistów), zmiany mające na celu przeciwdziałanie wzrostom cen energii elektrycznej dla jej odbiorców, które zostały uchwalone pod koniec 2018 r.²⁵ oraz niższe tempo wzrostu inwestycji publicznych. Niższy wzrost inwestycji sektora finansów publicznych w 2019 r. będzie następstwem możliwego spowolnienia wzrostu wydatków majątkowych podsektora lokalnego oraz słabszej dynamiki absorpcji środków unijnych, choć poziom absorpcji tych środków pozostanie relatywnie wysoki²⁶.

2.2.4 Handel zagraniczny²⁷

W II połowie 2018 r. – w ślad za spowolnieniem handlu światowego – odnotowano obniżenie się dynamiki eksportu towarów względem II kw. ub.r. Spadek dynamiki dotyczył przede wszystkim eksportu do strefy euro oraz kategorii dóbr pośrednich. Średnia dynamika eksportu w 2018 r. była niższa niż odnotowana w 2017 r.

Do obniżenia się dynamiki eksportu przyczyniło się przede wszystkim spowolnienie eksportu do strefy euro (Wykres 2.14), prawdopodobnie na skutek niższego tam wzrostu aktywności gospodarczej w II połowie 2018 r. (por. rozdz. 1.1. *Aktywność gospodarcza za granicą*). Obniżenie się

Wykres 2.14 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ Uchwalono wówczas obniżenie stawki akcyzy na energię elektryczną i opłaty przejściowej (stanowiące dochód sektora w ujęciu ESA2010) oraz rekompensaty dla przedsiębiorstw zajmujących się obrotem energią elektryczną. Por. ustawa z dnia 28 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2018 r., poz. 2538).

²⁶ Spadek dynamiki nastąpił mimo oczekiwanej stabilizacji wydatków na relatywnie wysokim poziomie, podczas gdy w 2018 r. przyspieszenie dynamiki było następstwem wzrostu wydatków z niskiego poziomu rok wcześniej.

²⁷ W niniejszym rozdziale analizowane są dane GUS dotyczące wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych umożliwiających dekompozycję wartości według rodzajów usług i krajów przeznaczenia.

dynamiki eksportu do strefy euro było częściowo kompensowane przez wzrost dynamiki eksportu do pozostałych krajów Unii Europejskiej. W ujęciu towarowym spadek dynamiki dotyczył przede wszystkim kategorii dóbr pośrednich, co częściowo może wynikać z problemów sektora motoryzacyjnego w strefie euro, związanych z wprowadzaniem nowych standardów emisji spalin (WLTP²⁸). Spadku tego nie rekompensował trwający od kilku kwartałów wzrost dynamiki eksportu dóbr inwestycyjnych, których udział w eksporcie ogółem pozostaje znacznie mniejszy.

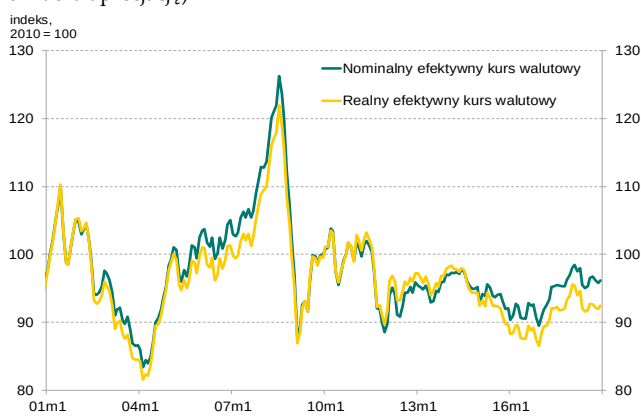
Nieznacznemu osłabieniu się dynamiki polskiego eksportu towarzyszył relatywnie stabilny kurs złotego (Wykres 2.15), przy czym rzeczywisty kurs złotego względem euro i dolara kształtował się powyżej kursu opłacalności eksportu deklarowanego przez przedsiębiorstwa. Jednocześnie kurs złotego nie stanowił bariery dla opłacalności importu²⁹.

W II połowie ub.r. dynamika importu towarów była zbliżona do odnotowanej w II kw. i od kilku kwartałów pozostaje wyższa niż dynamika eksportu (Wykres 2.16). Pewne ożywienie dynamiki wartości importu dotyczyło dóbr pośrednich, z kolei w kierunku niższej dynamiki oddziaływało obniżenie się dynamiki importu pozostałych dóbr, w tym znaczące osłabienie się importu samochodów osobowych.

2.2.5 Produkcja

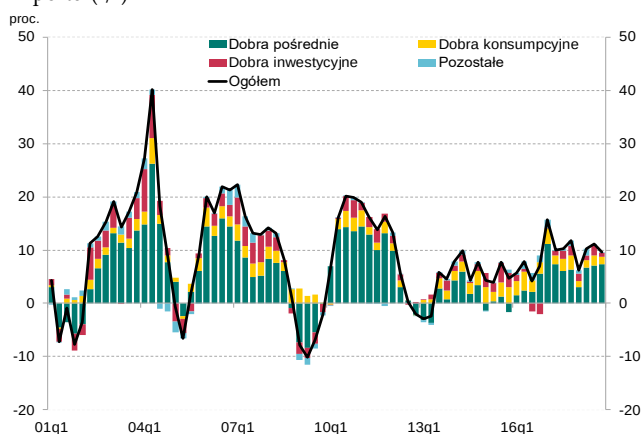
Choć w II połowie 2018 r. i na początku 2019 r. koniunktura nieznacznie się pogorszyła, to wzrost aktywności nadal obejmował wszystkie sektory gospodarki (Wykres 2.17). W III i IV kw. 2018 r. dynamika wartości dodanej w przemyśle i budownictwie była nieco niższa niż w II kw. W III kw. towarzyszył temu wzrost dynamiki

Wykres 2.15 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

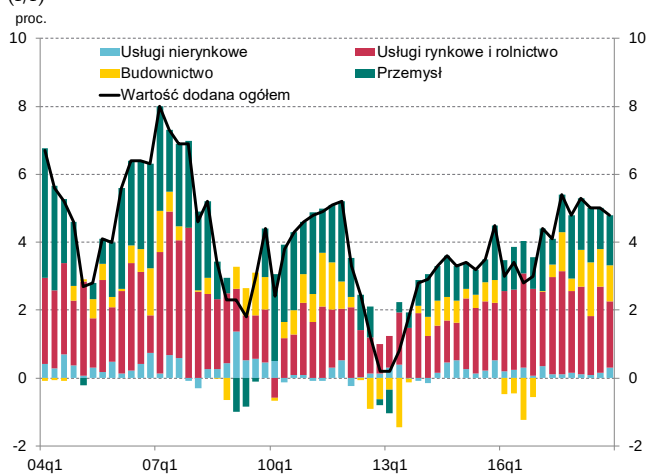
Wykres 2.16 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁸ WLTP – Worldwide Light Vehicle Test Procedure.

²⁹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2018 r. oraz Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

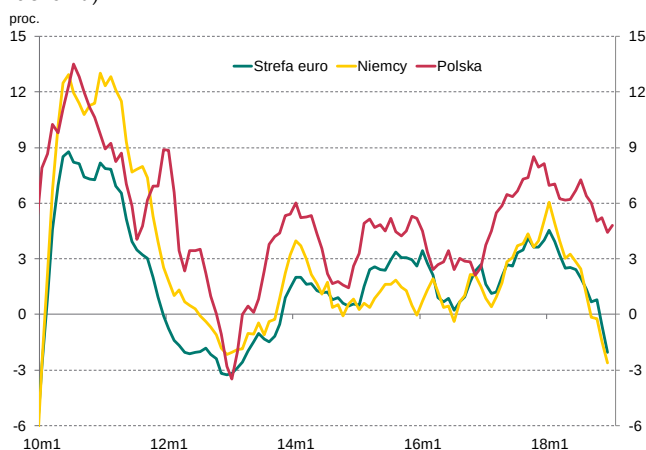
wartości dodanej w usługach, która jednak w IV kw. również się obniżyła.

W przemyśle w IV kw. ub.r. dynamika produkcji była zbliżona do tej z III kw., ale niższa niż w II kw. (5,4% r/r wobec 5,3% r/r w III kw. i 7,0% w II kw.). Wzrostowi aktywności w przemyśle sprzyjał silny popyt wewnętrzny, dzięki czemu dynamika produkcji pozostała relatywnie wysoka pomimo dalszego pogorszenia koniunktury w strefie euro, a zwłaszcza w przemyśle niemieckim (Wykres 2.18). W styczniu dynamika produkcji w przemyśle pozostała relatywnie wysoka³⁰, choć ankietowe wskaźniki koniunktury i dane o zamówieniach wskazują na możliwość jej spadku w kolejnych miesiącach.

W IV kw. ub.r. dynamika produkcji w budownictwie obniżyła się tylko nieznacznie (do 16,8% r/r z 18,3% r/r w III kw. i 21,9% r/r w II kw.) i pozostała wysoka, jednak w styczniu br. wyhamowała już wyraźnie (do 3,2% r/r). W kierunku spowolnienia tempa wzrostu aktywności oddziaływał stopniowy spadek dynamiki produkcji w budownictwie infrastrukturalnym (Wykres 2.19), w tym w budowie dróg i sieci energetycznych. W IV kw. wpływ tego czynnika częściowo równoważyło pewne przyspieszenie w budowie budynków (a w szczególności w budownictwie mieszkaniowym), na początku 2019 r. dynamika produkcji mocno jednak spowolniła również i w tym segmencie. Do obniżenia się dynamiki produkcji w budownictwie mieszkaniowym i komercyjnym przyczyniły się zapewne ograniczenia po stronie podażowej (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

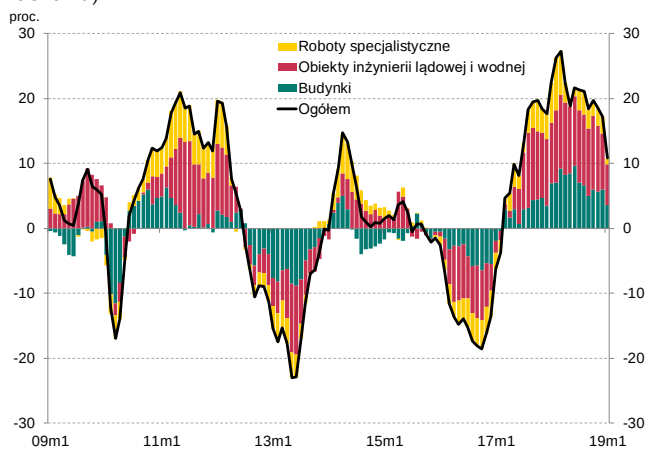
W usługach rynkowych dynamika wartości dodanej, po spadku w II kw. ub.r., w III kw. wzrosła do poziomu obserwowanego w poprzednich kilku kwartałach, po czym w IV kw. ponownie się obniżyła (Wykres 2.20).

Wykres 2.18 Dynamika produkcji przemysłowej w strefie euro, Niemczech i Polsce (r/r, dane odsezonowane, 3-miesięczna średnia ruchoma)



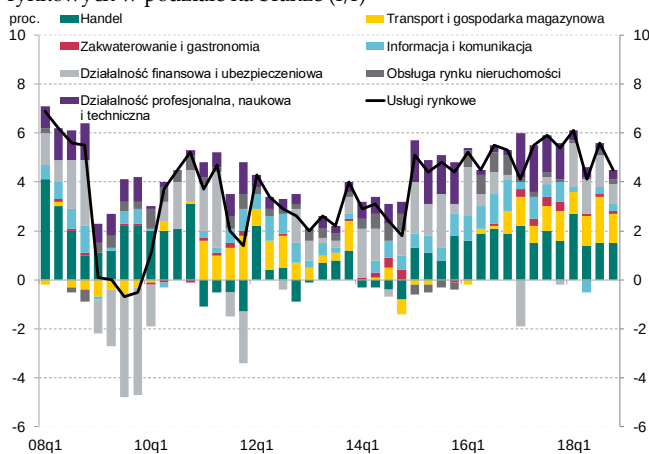
Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³⁰ Dynamika produkcji przemysłowej w styczniu wyniosła 6,1% r/r wobec 5,0% średnio w IV kw. ub.r.

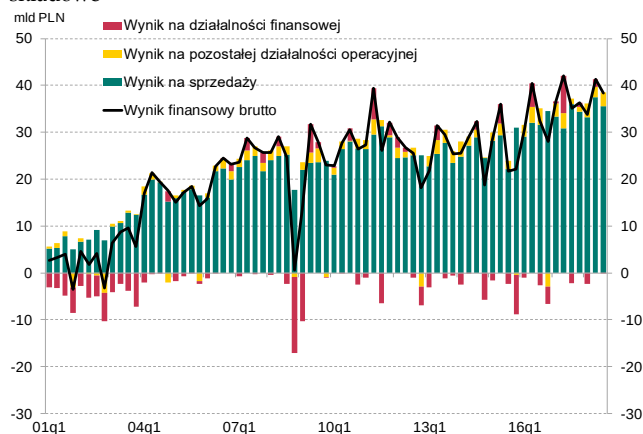
Widoczne od II kw. ub.r. obniżenie się dynamiki aktywności gospodarczej w handlu w III kw. zostało zrównoważone przez przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w transporcie. W IV kw. koniunktura w transporcie również jednak osłabła, czemu towarzyszył spadek dynamiki wartości dodanej w działalności finansowej i ubezpieczeniowej.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W II połowie ub.r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw była dobra, choć pozostała zróżnicowana pomiędzy branżami. Wynik finansowy brutto w III kw. ub.r. pozostał na wysokim poziomie i wzrósł o 9,5% w porównaniu z III kw. 2017 r. (Wykres 2.21). Przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP³¹ oceniały swoją sytuację jako dobrą i stabilną także w IV kw. ub.r., chociaż niektóre z napływających danych wskazują na możliwość pewnego pogorszenia się koniunktury w sektorze przedsiębiorstw pod koniec 2018 r. (por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*).

W III kw. ub.r. dynamika sprzedaży obniżyła się nieznacznie na skutek silnego spadku dynamiki sprzedaży zagranicznej, którego nie zrekomensował w pełni pewien wzrost dynamiki sprzedaży krajowej. Z kolei dynamika kosztów sprzedaży nieco wzrosła. Przyczyniły się do tego rosnące koszty surowców i wynagrodzeń oraz silny wzrost kosztów energii, które mają jednak niewielki udział w kosztach przedsiębiorstw. W rezultacie dynamika kosztów przewyższyła dynamikę przychodów, a wynik na podstawowej działalności przedsiębiorstw nieznacznie spadł (o 1,6% w porównaniu z III kw. 2017 r.). Wraz ze spadkiem wyniku na sprzedaży obniżył się wskaźnik rentowności sprzedaży w stosunku do III kw. 2017 r., choć w dalszym ciągu kształtował się on na relatywnie wysokim poziomie. Z kolei dodatnie różnice kursowe i wyższe wpływy

Wykres 2.21 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

z tytułu dywidend przełożyły się na wyraźną poprawę wyniku na pozostałej działalności przedsiębiorstw. W efekcie wynik finansowy ogółem wzrósł w III kw. ub.r.

Na dobrą sytuację w sektorze przedsiębiorstw wskazują także wskaźniki finansowe (Tabela 2.2). Zarówno udział firm rentownych, jak i rentowność obrotu netto pozostają wysokie. Mimo obniżenia się wskaźnika płynności – w III kw. 2018 r. porównaniu z III kw. 2017 r. – firmy nie spodziewają się znacznego pogorszenia płynności w I kw. br.

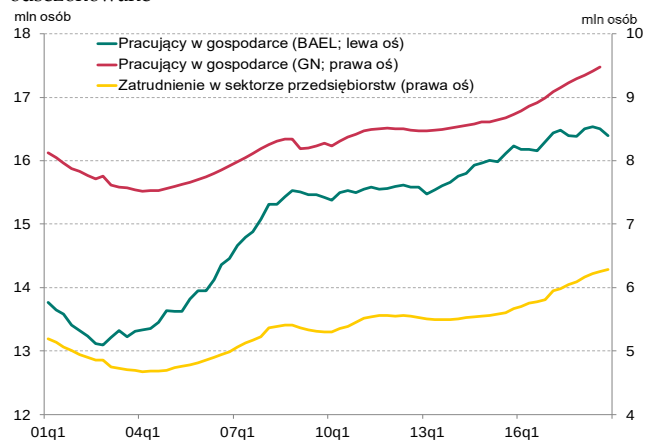
2.4 Rynek pracy

Korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia, choć ostatnie dane sygnalizują spowolnienie jego dynamiki (Wykres 2.22)³².

Według danych BAEL stopniowy wzrost zatrudnienia następuje w warunkach obniżającej się liczby osób aktywnych zawodowo w wieku produkcyjnym (liczba osób aktywnych zawodowo w wieku 15 lat i więcej zmniejszyła się o 0,7% r/r w IV kw. 2018 r.). Spadek ten wynika ze zmniejszania się populacji w wieku produkcyjnym, przy relatywnie stabilnym współczynniku aktywności zawodowej. Dane BAEL nie uwzględniają jednak czasowych pracowników z zagranicy, których liczba szacowana jest obecnie na około 1 mln osób³³.

Wzrost zatrudnienia oddziałuje w kierunku dalszego obniżania się stopy bezrobocia, choć jej spadek – podobnie jak przyrost zatrudnienia – stopniowo spowalnia. Stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się do 3,6% w IV kw. 2018 r. z 3,8% kwartał wcześniej (po uwzględnieniu wahań sezonowych; Wykres 2.23).

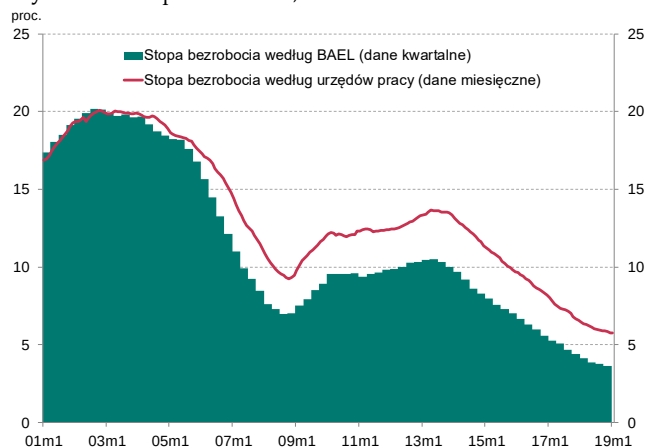
Wykres 2.22 Liczba pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.23 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³² Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w Internecie wzrósł o 6,1% r/r w styczniu br. Z kolei liczba ofert pracy w urzędach pracy spadła w grudniu ub.r. o 14,9% r/r, co było jednak najprawdopodobniej związane ze zmianą zasad dotyczących zamieszczania ofert w urzędach pracy w przypadku chęci zatrudnienia cudzoziemców na podstawie zezwolenia na pracę sezonową.

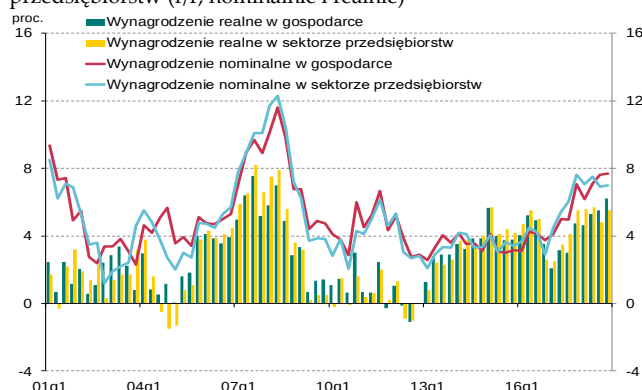
³³ BAEL uwzględnia osoby przebywające w Polsce od co najmniej 12 miesięcy.

W warunkach niskiego bezrobocia wiele przedsiębiorstw napotyka trudności ze znalezieniem pracowników. Odsetek firm wskazujących takie trudności jako barierę rozwoju wzrósł do 10% w IV kw. 2018 r., a odsetek firm informujących o nieobsadzonych stanowiskach – mimo pewnego obniżenia się – pozostaje relatywnie wysoki (41,6% w IV kw. 2018 r.)³⁴. Wobec umacniania się pozycji pracowników w negocjacjach płacowych na wysokim poziomie kształtuje się również odsetek przedsiębiorstw sygnalizujących presję płacową³⁵.

W rezultacie wynagrodzenia nominalne w gospodarce rosną szybciej niż w poprzednich latach (7,7% r/r w IV kw. 2018 r.; Wykres 2.24). Ich wzrost w ostatnich kwartałach nieznacznie przyspieszył pod wpływem zwiększenia się dynamiki wynagrodzeń w sektorze publicznym, przy stabilnej dynamice wynagrodzeń w sektorze prywatnym³⁶. Jednocześnie poprawiają się pozapłacowe warunki pracy. W szczególności nadal rośnie liczba pracujących na czas nieokreślony (o 2,7% r/r w IV kw. 2018 r.), a liczba pracujących na czas określony spada (o 8,6% r/r w IV kw. 2018 r.).

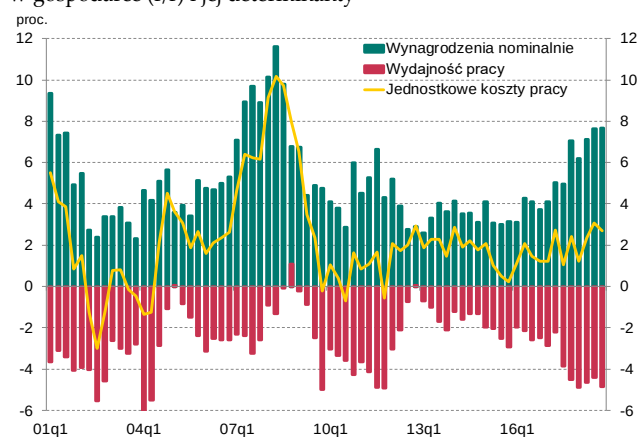
Nieznacznemu przyspieszeniu wzrostu wynagrodzeń w ostatnich kwartałach towarzyszyła stabilizacja dynamiki wydajności pracy. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy ukształtowała się na nieco wyższym poziomie niż w I połowie ub.r. (2,7% w IV kw. 2018 r.; Wykres 2.25).

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



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

³⁵ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

³⁶ Na przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym (tj. w podmiotach stanowiących własność państwową lub samorządową oraz własność mieszaną z przewagą kapitału państwowego lub samorządowego) w ostatnich kwartałach wpłynęła przede wszystkim podwyższona dynamika płac w górnictwie, edukacji i ochronie zdrowia.

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

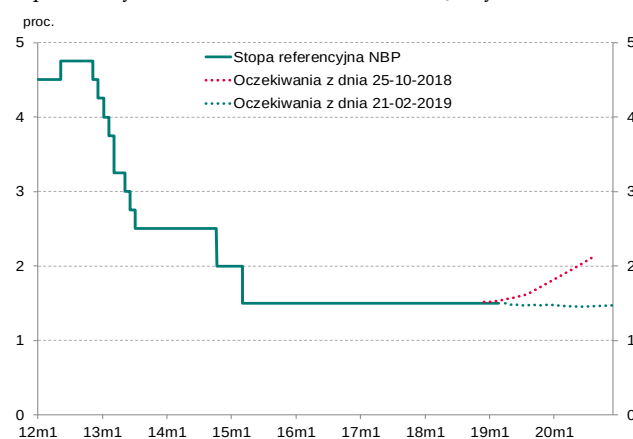
Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Od publikacji poprzedniego *Raportu* oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości istotnie się obniżyły i wskazują na stabilizację stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.26). Wpłynęła na to niższa bieżąca i oczekiwana inflacja oraz oznaki pogarszającej się światowej koniunktury gospodarczej, przy jednoczesnym osłabieniu oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.

2.5.1 Rynki finansowe

Notowaniom polskich obligacji skarbowych sprzyjały malejące rentowności obligacji na rynkach światowych oraz niska podaż papierów skarbowych na rynku pierwotnym, a także obniżenie oczekiwanej ścieżki stóp procentowych w Polsce. W związku z tym w ostatnich miesiącach obniżyły się rentowności obligacji skarbowych, w szczególności tych o dłuższych terminach zapadalności (Wykres 2.27). Odzwierciedlało to także korzystną ocenę sytuacji fundamentalnej polskiej gospodarki przez inwestorów i brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. W rezultacie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w lutym 2019 r.³⁷ wyniosła średnio 2,7%, a papierów 2-letnich 1,5%.

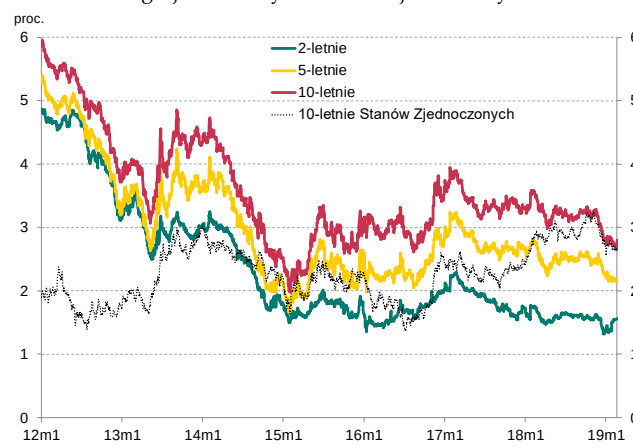
Po wcześniejszych spadkach, w II połowie 2018 r. ceny akcji ustabilizowały się i nie wykazywały wyraźnego trendu (Wykres 2.28). Od październikowego lokalnego minimum wartość indeksu WIG wzrosła jednak o ponad 10%. Obok wciąż korzystnej koniunktury w polskiej gospodarce, wzrostom tym od początku 2019 r.

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



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.28 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

³⁷ Dane za okres od 1 do 21 lutego 2019 r.

sprzyjał także wzrost cen na głównych światowych rynkach akcji.

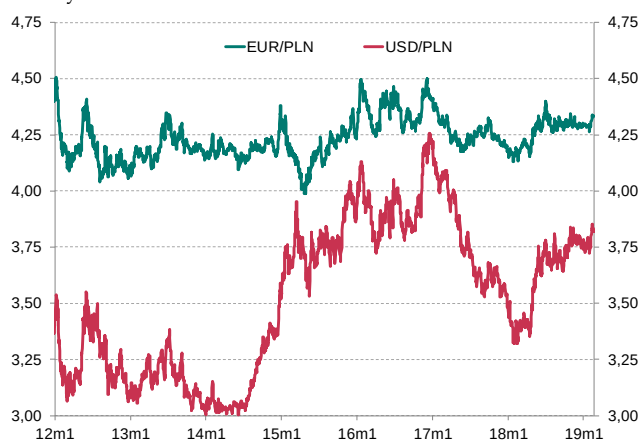
Rosnącym cenom polskich obligacji i akcji w ostatnich miesiącach towarzyszył stabilny kurs złotego (Wykres 2.29). 3-miesięczna implikowana zmienność złotego względem euro obniżyła się znacznie w II połowie 2018 r. i jest obecnie niższa od zmienności notowanych zarówno dla koszyka walut rynków wchodzących, jak i koszyka siedmiu głównych walut światowych. Świadczy to o relatywnej odporności polskiej waluty na czynniki globalne, wspieranej przez dobre fundamenty makroekonomiczne krajowej gospodarki. W rezultacie średni kurs złotego do euro i dolara amerykańskiego w lutym 2019 r. pozostał zbliżony do kursów notowanych w połowie 2018 r.

2.5.2 Rynek nieruchomości³⁸

W III kw. ub.r. rynek mieszkaniowy, mimo nieznacznego spowolnienia, nadal znajdował się w fazie wysokiej aktywności. Trzeci kwartał z rzędu notowano niewielki spadek liczby sprzedanych mieszkań, jednak ich podaż pozostała na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.30). Ponadto notowano wysoką liczbę pozwoleń na budowę, mieszkań oddanych do użytkowania oraz liczbę mieszkań, których budowę rozpoczęto. Zwiększonej aktywności rynku towarzyszył wzrost cen mieszkań, związany w części ze zwiększonymi kosztami produkcji (Wykres 2.31).

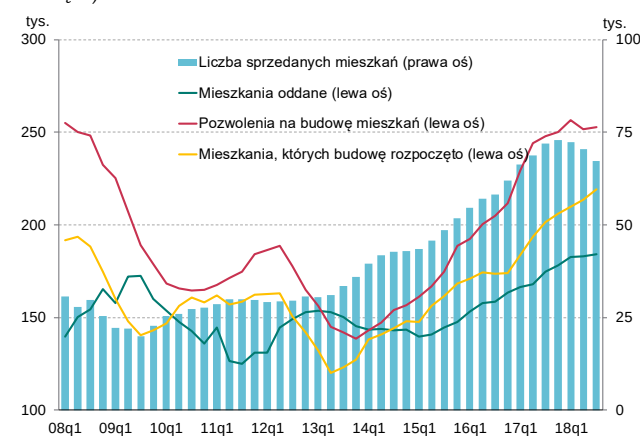
Wysoki popyt na mieszkania jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację pracowników na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz optymistyczne nastroje konsumentów. Do wysokiego poziomu sprzedaży mieszkań przyczynia się także stabilne oprocentowanie kredytów mieszkaniowych i stosunkowo wysoka oczekiwana rentowność wynajmu mieszkań

Wykres 2.29 Nominalny kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.30 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, REAS, obliczenia NBP.

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

³⁸ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2018 r.* NBP, styczeń 2019.

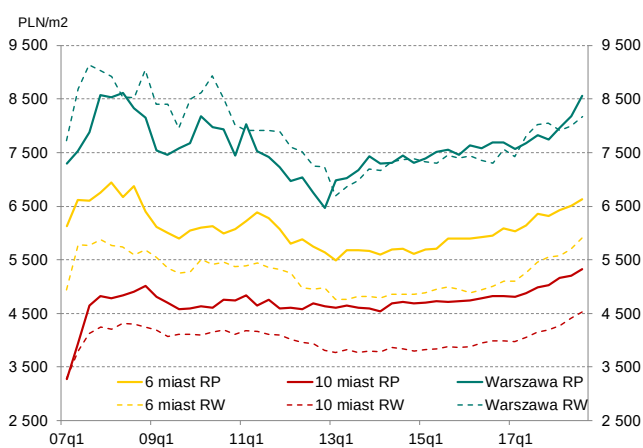
w relacji do innych form lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe.

Rosnący popyt na mieszkania oraz szacowane stopy zwrotu z projektów mieszkaniowych przyczyniają się do utrzymania na wysokim poziomie liczby wydanych pozwoleń na budowę oraz liczby mieszkań oddanych do użytkowania³⁹ (Wykres 2.30). Niemniej wzrost podaży mieszkań pozostawał nieznacznie wolniejszy od wzrostu popytu. W tych warunkach mieszkania były nabywane na coraz wcześniejszych etapach inwestycji.

Osiągnięty poziom produkcji może jednak powodować problemy z dalszym jej zwiększaniem z uwagi na utrzymujące się ograniczenia deweloperów po stronie podażowej. Ze względu na wysoką aktywność w całym sektorze budownictwa⁴⁰ obserwowane są problemy z dostępnością pracowników budowlanych, co przekłada się na wzrost ich wynagrodzeń, jak również rosnące ceny materiałów. Ponadto wysoki popyt na dobrze zlokalizowane grunty budowlane spowodował wzrost ich cen. Istniejące zasoby gruntu będące w posiadaniu firm deweloperskich powinny jednak zapewnić podaż nowych mieszkań w najbliższych latach.

Na rynku nieruchomości komercyjnych w III kw. 2018 r. wzrosła podaż nieruchomości biurowych, czemu sprzyjają wyższe stopy zwrotów z tego typu inwestycji w Polsce niż za granicą, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca z bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*)⁴¹. W III kw. ub.r. wyższej podaży towarzyszył również wzrost popytu na wynajem

Wykres 2.31 Ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

³⁹ Zgodnie z danymi GUS łącznie w czterech ostatnich kwartałach wydano o 2,1% r/r więcej pozwoleń na budowę niż w okresie IV kw. 2016 – III kw. 2017 r. Równocześnie liczba mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła o 1,1% r/r, a liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, wzrosła o 8,6% r/r względem analogicznego okresu rok wcześniej.

⁴⁰ Udział w budownictwie ogółem budownictwa mieszkaniowego wynosi ok. 25%, budownictwa komercyjnego również ok. 25%, a budownictwa obiektów inżynierii lądowej i wodnej ok. 50%.

⁴¹ Rosną jednak koszty utrzymania zasobu nieruchomości biurowych, co może przekładać się na spadek oczekiwanej zyskowności inwestycji w tego typu nieruchomości.

nieruchomości biurowych, co spowodowało zmniejszenie się stopy pustostanów⁴² w dużych miastach. Z kolei w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych budowa nowych powierzchni spowalnia.

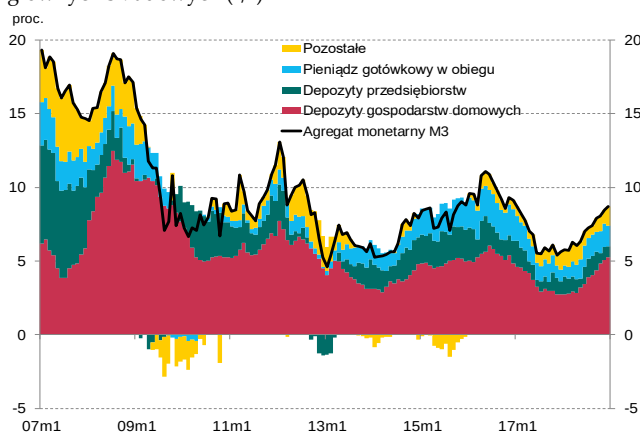
2.6 Pieniądz i kredyt

W II połowie 2018 r. dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce przyspieszyła (do 7,5% w III kw. i 8,4% w IV kw.⁴³ wobec 6,5% w II kw.).⁴⁴ Podobnie jak we wcześniejszych okresach największy wkład do zmiany agregatu M3 miał wzrost wartości depozytów gospodarstw domowych, w tym w szczególności depozytów bieżących (Wykres 2.32).

Od strony czynników kreacji w IV kw. ub.r. do zwiększenia stanu szerokiego pieniądza przyczynił się głównie wzrost aktywów zagranicznych netto⁴⁵ oraz kredytów dla sektora niefinansowego⁴⁶. Od kilku kwartałów dynamika kredytu jest zbliżona do dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.33). W konsekwencji relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB jest stabilna i na koniec 2018 r. wyniosła 51,5%.

Najważniejszym źródłem wzrostu akcji kredytowej pozostały kredyty dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów od 2016 r. stopniowo wzrasta i w IV kw. 2018 r. wyniosła 5,8% r/r⁴⁷ (Wykres 2.34). Choć dynamika kredytów konsumpcyjnych była wyraźnie wyższa od dynamiki kredytów mieszkaniowych (odpowiednio 9,3% r/r i 4,8% r/r w IV kw. ub.r.), to przyrost wartości kredytów dla gospodarstw domowych wynikał przede wszystkim ze wzrostu

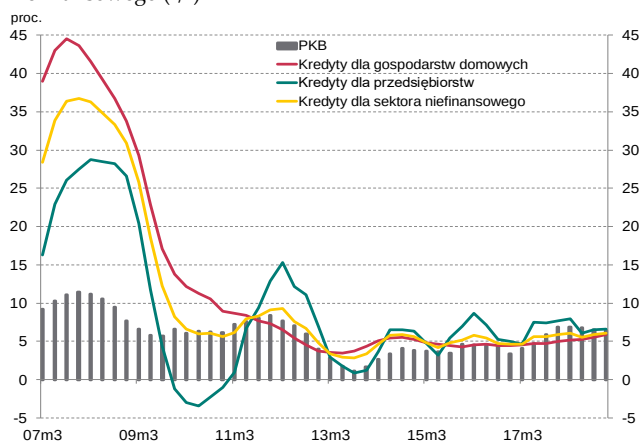
Wykres 2.32 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

⁴² Stopa pustostanów to iloczyn powierzchni niewynajętej do całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

⁴³ W styczniu 2019 r. dynamika M3 wyniosła 8,3%.

⁴⁴ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów jest definiowana jako roczna dynamika zmian transakcyjnych uśredniona z trzech miesięcy w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

⁴⁵ Wzrost aktywów zagranicznych netto wynikał zarówno z transakcji krajowych banków komercyjnych, jak i z transakcji NBP.

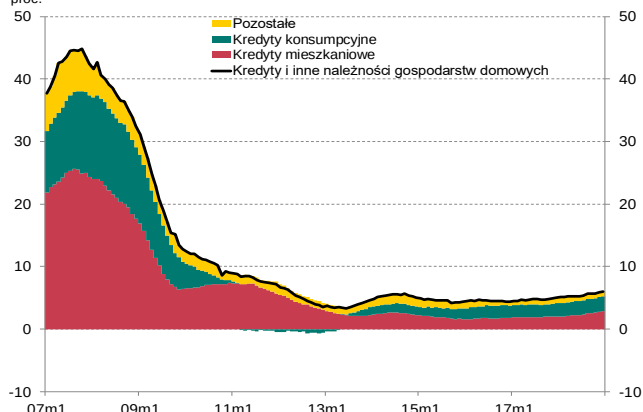
⁴⁶ W niniejszym rozdziale dynamika kredytów dla danego sektora gospodarczego jest definiowana jako roczna dynamika zmian transakcyjnych należności monetarnych instytucji finansowych od tego sektora.

⁴⁷ W styczniu 2019 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 6,0%.

kredytów mieszkaniowych. Tempo wzrostu złotych kredytów mieszkaniowych było relatywnie wysokie (11,4% r/r) oraz nieco wyższe niż w poprzednim kwartale i przed rokiem. Spadek walutowych kredytów mieszkaniowych utrzymywał się natomiast przez cały 2018 r. na poziomie około 8% r/r, tj. był wyższy niż w poprzednich latach. Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjały m.in. stabilne stopy procentowe, korzystna sytuacja na rynku pracy oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Popyt na kredyty wspierało złagodzenie przez banki kryteriów i niektórych warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych, w tym obniżenie marż i wydłużenie maksymalnego okresu kredytowania⁴⁸. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast istotne zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów w segmencie kredytów mieszkaniowych.

Kredyty dla przedsiębiorstw również miały istotny wkład do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego. W IV kw. ub.r. ich dynamika nieznacznie wzrosła (do 6,6% r/r⁴⁹), choć pozostała niższa niż przed rokiem (Wykres 2.35). Nieco wyższy wzrost wynikał z dalszego przyspieszenia kredytów bieżących (do 10,8%), podczas gdy dynamika kredytów inwestycyjnych pozostała na poziomie z III kw. (2,8%), tj. niższym od notowanego w poprzednich latach. Dane te są spójne z wynikami badań przedsiębiorstw sugerujących, że preferują one finansowanie inwestycji ze środków własnych⁵⁰. W efekcie w strukturze terminowej zobowiązań przedsiębiorstw spada udział zobowiązań długoterminowych na rzecz krótkoterminowych. Ograniczająco na dynamikę kredytów działało również zaostrzenie w II połowie 2018 r. polityki kredytowej przez część banków, w szczególności wobec małych i średnich przedsiębiorstw.

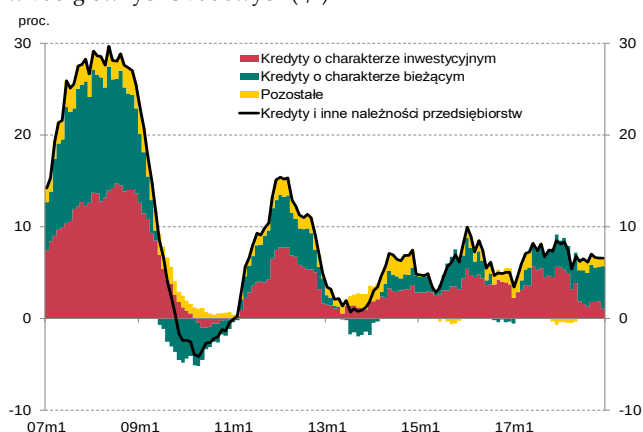
Wykres 2.34 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁸ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2018 r., NBP, luty 2019 r.

⁴⁹ Również w styczniu 2019 r. zanotowano dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych na poziomie 6,6%.

⁵⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, Nr 01/19, NBP, styczeń 2019 r.

2.7 Bilans płatniczy

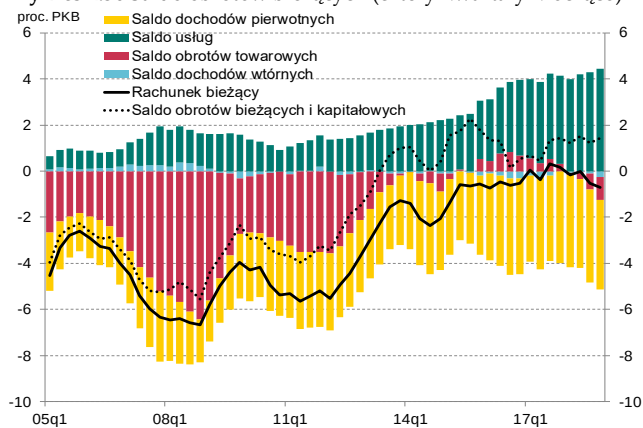
W II połowie 2018 r. saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się względem I połowy roku (Wykres 2.36). W III kw. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł -0,5% PKB⁵¹ (wobec 0,0% PKB na koniec II kw. ub.r.), a szacunkowe dane miesięczne za IV kw. wskazują na dalsze pogłębienie się deficytu do poziomu -0,7% PKB.

W kierunku niższego salda oddziaływało przede wszystkim pogłębienie się ujemnego salda na rachunku obrotów towarowych, które wynikało z utrzymującej się wyższej dynamiki importu niż eksportu (por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*). Jednocześnie nadwyżka w handlu usługami pozostawała wysoka, na co złożyły się przede wszystkim dodatnie salda w kategorii pozostałych usług⁵² oraz usług transportowych. W II połowie ub.r. saldo dochodów pierwotnych było zbliżone do dotychczasowego i pozostało znacząco ujemne ze względu na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym wzrosła w związku z wyższym napływem środków unijnych, przede wszystkim w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego oraz Funduszu Spójności. Zwiększenie się salda na rachunku kapitałowym równoważyło obniżenie się salda na rachunku bieżącym, stąd łączne saldo pozostało zbliżone do odnotowanego w II kw. ub.r. i w IV kw. wyniosło 1,4% PKB.

Saldo na rachunku finansowym w II połowie 2018 r. zwiększyło się i wyniosło 1,1% PKB w IV kw. ub.r. (wobec 0,2% PKB na koniec II kw. ub.r.; Wykres 2.37). Największa zmiana dotyczyła salda oficjalnych aktywów rezerwowych, które zwiększyło się przede wszystkim na skutek transakcji przeprowadzanych przez NBP⁵³.

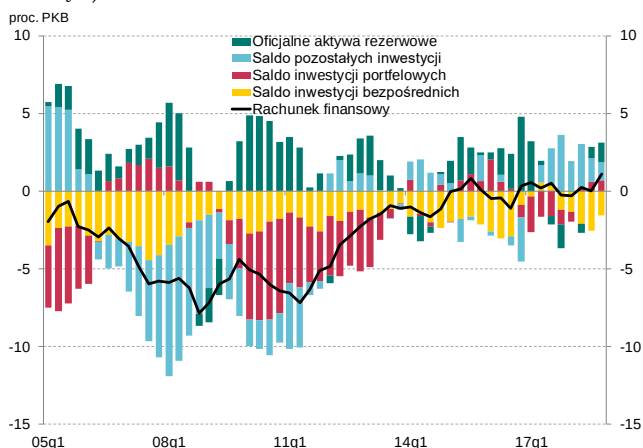
Wykres 2.36 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP

Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2018 r. oraz szacunku NBP nominalnego PKB w IV kw. ub.r.

Wykres 2.37 Saldo na rachunku finansowym (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2018 r. oraz szacunku NBP nominalnego PKB w IV kw. ub.r.

⁵¹ Dane o bilansie płatniczym są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

⁵² Do pozostałych usług należą m.in. usługi budowlane, finansowe, telekomunikacyjne, informatyczne i informacyjne.

⁵³ Były to przede wszystkim transakcje własne banku centralnego, w tym operacje *reverse repo*, oraz na zlecenie klientów NBP, w tym Komisji Europejskiej i Ministerstwa Finansów.

W II połowie 2018 r. saldo inwestycji bezpośrednich było nadal ujemne, jednak w IV kw. ub.r. zwiększyło się, co wynikało ze zmniejszenia zobowiązań rezydentów wobec inwestorów zagranicznych⁵⁴. Natomiast saldo inwestycji portfelowych ukształtowało się w II połowie ub.r. na dodatnim poziomie, co w dużej mierze było wynikiem dalszego zmniejszania zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki. W szczególności w III kw. obniżyło się zadłużenie zagraniczne Polski w relacji do PKB, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski poprawiła się względem 2017 r. (Tabela 2.3).

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

	2016	2017				2018			
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,5	0,0	-0,4	0,3	0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,5	0,7	0,4	1,3	1,4	1,2	1,5	1,2	1,4
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,0	4,0	3,9	4,2	4,1	3,9	3,9	3,6	3,5
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	6,4	5,7	5,2	5,0	4,7	4,8	4,7	4,7	4,9
Zadłużenie zagr./PKB	76	72	71	70	67	67	67	65	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-62	-62	-63	-62	-61	-60	-57	-57	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	116	115	108	100	102	100	94	91	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	116	116	108	103	106	107	103	99	-

Źródło: dane NBP.

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

Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2018 r. oraz szacunku NBP nominalnego PKB w IV kw. ub.r.

⁵⁴ Znaczący spadek zadłużenia (w wysokości 16,0 mld zł) odnotowano w grudniu 2018 r., co związane było przede wszystkim ze zmniejszeniem zobowiązań rezydentów wobec inwestorów zagranicznych z tytułu kredytów handlowych, jak i pozostałych instrumentów dłużnych.

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2018 r. – marzec 2019 r.

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

Poniżej 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 21 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, choć w części gospodarek pojawiły się sygnały jej osłabienia. Zaznaczano, że w strefie euro wzrost PKB w III kw. obniżył się, do czego prawdopodobnie przyczyniło się częściowo osłabienie aktywności w handlu międzynarodowym. Zwracano równocześnie uwagę, że uwarunkowania dalszego wzrostu konsumpcji w strefie euro pozostają korzystne dzięki pozytywnym nastrojom konsumentów, zwiększającemu się zatrudnieniu i rosnącym płacom. Koniunkturę w strefie euro nadal wspiera także łagodna polityka pieniężna EBC. Jednocześnie część członków Rady zaznaczała, że w ostatnim okresie pogorszyły się niektóre wskaźniki koniunktury – zwłaszcza w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy nieznacznie przyspieszył, co potwierdza, że koniunktura w gospodarce amerykańskiej jest wciąż bardzo dobra. Przyczynia się do tego trwający wzrost zatrudnienia, jak również stymulacja fiskalna.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że mimo spadku w ostatnim okresie są one wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej pozostają pod silnym wpływem czynników geopolitycznych. W szczególności podkreślano, że spadek cen w ostatnim okresie był wynikiem czasowego złagodzenia sankcji Stanów Zjednoczonych dotyczących zakupu ropy z Iranu przez inne kraje. W kierunku niższych cen ropy oddziaływało również zwiększenie jej produkcji przez Stany Zjednoczone, a także Arabię Saudyjską i inne państwa należące do OPEC+. Jednocześnie wzrost popytu na ropę, mimo sygnałów słabnięcia koniunktury w gospodarce światowej, utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że wcześniejszy istotny wzrost cen surowców energetycznych na świecie przyczynił się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć od października w zmniejszonej skali, i podtrzymuje zapowiedź zakończenia programu łagodzenia ilościowego z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać niskie dłużej niż to obecnie sygnalizuje EBC, jeżeli spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie silniejsze niż wskazują na to aktualne prognozy, a wzrost inflacji będzie wynikać głównie z wyższych cen surowców energetycznych, przy wciąż umiarkowanym poziomie inflacji bazowej.

Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że dalsze stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej Fed, w połączeniu ze wzrostem obaw o perspektywy globalnej gospodarki, przełożyły się na pewien spadek cen aktywów na rynkach światowych w ostatnim okresie. Jednocześnie podkreślano, że rentowności polskich obligacji oraz poziom kursu złotego pozostały stabilne mimo pogorszenia się nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zdaniem Rady świadczy to o korzystnej ocenie sytuacji gospodarczej w Polsce i jej fundamentów, w tym braku zewnętrznych i wewnętrznych nierównowag.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Polsce, choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, konsumpcja, która wciąż jest wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu

wzrost inwestycji, których dynamika prawdopodobnie wzrosła w III kw., w szczególności ze względu na silne przyspieszenie inwestycji samorządów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane z ostatnich miesięcy – w tym spadek indeksu PMI oraz niższa dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej – świadczą o prawdopodobnym stopniowym obniżaniu się dynamiki aktywności gospodarczej.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo obniżać w ślad za słabnącym tempem wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki oraz wolniejszym wzrostem konsumpcji i inwestycji. Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamikę konsumpcji będzie w coraz mniejszym stopniu wspierał wzrost funduszu płac w następstwie obniżania się dynamiki zatrudnienia i prawdopodobnej stabilizacji dynamiki wynagrodzeń. Również potencjalne zwiększenie opłat za energię elektryczną dla gospodarstw domowych będzie prawdopodobnie oddziaływało w kierunku ograniczenia możliwości zwiększenia ich innych wydatków. Z kolei w odniesieniu do inwestycji członkowie ci zaznaczali, że w warunkach oczekiwanej słabnącej dynamiki aktywności za granicą i w Polsce oraz wysokiego bieżącego stopnia wykorzystania środków unijnych trudno oczekiwać ich dalszego przyspieszenia. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo oczekiwanego spowolnienia dynamika PKB ma według aktualnych prognoz utrzymać się powyżej 3% w kolejnych latach. Większość członków Rady podkreślała, że obecnie utrzymuje się niepewność dotycząca skali oczekiwanego spowolnienia dynamiki PKB na świecie, a przez to także w Polsce.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że stopa bezrobocia pozostaje niska, a roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nadal jest relatywnie wysoka, choć poziom zatrudnienia w tym sektorze drugi miesiąc z rzędu się obniżył. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac, która jednak nie przyspiesza. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach, na co wskazuje spadek odsetka firm odczuwających nasilenie się presji płacowej. W kierunku ograniczenia dynamiki wynagrodzeń – zdaniem tych członków Rady – może także oddziaływać wzrost kosztów energii elektrycznej, który podwyższa koszty działalności przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się, a w 2019 r. może nawet nastąpić odpływ części z nich w reakcji na zmiany polityki migracyjnej Niemiec, co wraz z prawdopodobnym nasilaniem się żądań płacowych w sferze budżetowej może przyczyniać się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach. Podkreślano jednak, że obecnie utrzymuje się niepewność dotycząca wpływu zmian w polityce migracyjnej Niemiec na przepływy migrantów.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac, roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Według szybkiego szacunku GUS w październiku inflacja nawet się obniżyła. Zaznaczano równocześnie, że inflacja bazowa jest nadal niska.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji wskazywano, że obecnie istnieje znacząca niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku związana w szczególności z możliwym wzrostem cen energii dla gospodarstw

domowych, którego skala nie jest obecnie znana. Część członków Rady zaznaczała, że według obecnych prognoz, w tym wyników listopadowej projekcji NBP, inflacja w 2019 r. może przekroczyć 2,5%. Podkreślano, że do prognozowanego wzrostu inflacji w 2019 r. miałyby się przyczynić głównie założony znaczący wzrost cen energii dla gospodarstw domowych związany z relatywnie wysokimi cenami surowców energetycznych na świecie, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla oraz wyższymi cenami tzw. kolorowych certyfikatów. W kierunku wyższych cen energii może również oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej na paliwa. Z kolei inflacja bazowa ma – według prognoz – rosnąć jedynie stopniowo i w 2019 r. powinna utrzymać się poniżej 2,5%. Większość członków Rady podkreślała, że źródłami wyższej inflacji w 2019 r. będą zatem głównie potencjalne egzogeniczne szoki podażowe, które mogą podwyższyć dynamikę cen, ale jednocześnie będą negatywnie wpływały na sytuację firm i gospodarstw domowych, a przez to na dynamikę wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do średniookresowych perspektyw kształtowania się inflacji, niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost cen energii może być czynnikiem podwyższającym inflację także w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost cen energii może przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne w gospodarce. W związku z tym inni członkowie Rady wskazywali na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% w horyzoncie kilku najbliższych lat. Większość członków Rady podkreślała jednak, że – zgodnie z listopadową projekcją NBP, w której przyjęto konserwatywne założenia odnośnie do skali podwyżek cen energii – inflacja ma pozostać w przedziale odchyżeń od celu i, po przejściowym wyraźnym wzroście w 2019 r., w 2020 r. będzie się stopniowo obniżać. Zdaniem tych członków Rady prawdopodobieństwo trwałego wzrostu inflacji ze względu na wzrost kosztów energii jest

ograniczane przez silną konkurencję wśród przedsiębiorstw, a także oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. W odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych członkowie ci zaznaczali, że w dłuższym okresie nie widać ryzyka ich nadmiernego wzrostu.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem tych członków Rady bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Zgodnie z projekcją w 2019 r., m.in. w wyniku pozostającego poza oddziaływaniem polityki pieniężnej wzrostu cen energii, inflacja prawdopodobnie przekroczy 2,5%, choć pozostanie w przedziale odchyłeń od celu. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego jest nadal umiarkowana i nie tworzy nadmiernej presji inflacyjnej, a oddziaływanie w kierunku jej

ograniczenia może dodatkowo osłabić dynamikę aktywności gospodarczej.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny wzrost inflacji w 2019 r., a kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu nawet po wygaśnięciu szoków podaźowych, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady ocena zasadności podwyższenia stóp procentowych powinna w szczególności uwzględniać skalę i trwałość przełożenia się wyższych cen energii na dynamikę pozostałych cen oraz oczekiwania inflacyjne, a także kształtowanie się koniunktury oraz sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach.

Podniesiono argument, że za podwyższeniem stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu przemawia rewizja w górę prognoz inflacji na najbliższy rok, zwiększająca ryzyko utrzymania się inflacji powyżej 2,5% w dłuższym okresie.

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

Część członków Rady podkreślała, że istotna dla oceny średniookresowych perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego będzie kolejna projekcja, która będzie miała dłuższy horyzont czasowy oraz powinna uwzględniać informacje na temat rzeczywistego kształtowania się cen energii na początku 2019 r.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe

NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

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

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, choć napływające dane wskazują na jej osłabienie w części gospodarek. Zaznaczano, że w strefie euro dynamika PKB w III kw. obniżyła się mocniej od oczekiwań. Spowolnienie aktywności było szczególnie wyraźne w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Podkreślano, że wskaźniki koniunktury oraz dostępne prognozy sugerują dalsze stopniowe osłabianie się koniunktury w Niemczech, a także całej strefie euro, przy czym utrzymuje się niepewność dotycząca skali tego spowolnienia. W Stanach Zjednoczonych dane o PKB w III kw. potwierdziły, że koniunktura w tej gospodarce jest wciąż bardzo dobra. Zaznaczano, że ewentualne dalsze osłabienie aktywności w gospodarce globalnej może przyczyniać się do obniżenia tempa wzrostu PKB w tym kraju.

Analizując sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, wskazywano, że utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury wciąż wpływa negatywnie na ceny części aktywów. Obawy o osłabienie wzrostu gospodarki światowej oddziaływały także w kierunku obniżenia cen części surowców. Zwracano uwagę na silny spadek cen ropy naftowej w ostatnim okresie, do którego – oprócz pogorszenia się perspektyw koniunktury na świecie – przyczyniały się także czynniki geopolityczne oraz zwiększone wydobycie tego surowca w Stanach Zjednoczonych.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że w wielu krajach inflacja jest nadal podwyższana przez wcześniejszy wzrost cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiada zakończenie ich skupu z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że wobec pogorszenia się bieżącej koniunktury i perspektyw wzrostu w strefie euro, prawdopodobnie wydłuży się okres utrzymywania stóp procentowych w tej strefie na bardzo niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna, po kolejnej podwyżce we wrześniu, w listopadzie utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Część członków Rady zaznaczała, że także w tej gospodarce – ze względu na ryzyko osłabienia wzrostu w efekcie pogorszenia globalnej koniunktury – skala dalszych podwyżek stóp procentowych może być mniejsza niż wcześniej oczekiwano.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wstępne dane o PKB w III kw. wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że w III kw. towarzyszył temu wyraźny wzrost inwestycji. Zwracano uwagę, że złożyła się na to relatywnie wysoka dynamika inwestycji publicznych – szczególnie samorządowych – oraz szybszy niż w I połowie roku wzrost nakładów brutto na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach. Czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu

aktywności w kraju było natomiast wyraźne spowolnienie eksportu, związane z pogorszeniem koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Wobec niższej dynamiki eksportu i relatywnie stabilnego wzrostu importu wspieranego przez silny popyt krajowy, wkład eksportu netto do dynamiki PKB był w III kw. ujemny. Zaznaczano, że negatywny wpływ sytuacji gospodarczej w strefie euro na koniunkturę w Polsce potwierdzają także dane o sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw: w III kw. sprzedaż zagraniczna dużych firm obniżyła się. Towarzyszył temu wzrost kosztów sprzedaży przedsiębiorstw, wynikający z rosnących wynagrodzeń oraz wyższych niż przed rokiem cen części surowców. Część członków Rady podkreślała jednak, że mimo tych negatywnych uwarunkowań, całkowite przychody ze sprzedaży dużych przedsiębiorstw były wyraźnie wyższe niż przed rokiem, a ich sytuacja finansowa pozostała dobra.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, zaznaczano, że według dostępnych prognoz, tempo wzrostu gospodarczego będzie się stopniowo obniżać. Wskazywano, że głównym czynnikiem wpływającym negatywnie na tempo wzrostu PKB będzie oczekiwane osłabienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost aktywności w gospodarce może być dodatkowo ograniczany przez wzrost kosztów produkcji przedsiębiorstw, w szczególności kosztów energii. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w przypadku części przedsiębiorstw wzrost cen energii nie będzie wpływał na ich sytuację finansową, o ile wprowadzone zostaną zapowiadane przez rząd rekompensaty. Część członków Rady wyrażała opinię, że dynamika PKB w 2019 r. może być wyższa od obecnie prognozowanej.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymujące się niskie bezrobocie i dalszy

wzrost liczby pracujących. Część członków Rady oceniała jednak, że napływające dane sygnalizują spowalnianie wzrostu popytu na pracę. Podkreślano, że towarzyszy temu szybszy niż w ubiegłym roku, choć stabilny wzrost wynagrodzeń. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach. Inni członkowi Rady wyrażali natomiast opinię, że czynnikiem ryzyka dla szybszego wzrostu płac, mogącego stymulować inflację, mogą być podwyżki dla kolejnych grup zawodowych sektora publicznego. Członkowie ci oceniali także, że w kierunku wzrostu płac w przyszłym roku oddziaływać będzie prawdopodobne zmniejszenie skali napływu pracowników z zagranicy.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac, roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana, a inflacja bazowa – niska. Podkreślano, że według szybkiego szacunku GUS, inflacja w listopadzie obniżyła się silniej od prognoz. Zwracano uwagę, że większe niż oczekiwano obniżenie się inflacji CPI wynikało nie tylko ze spowolnienia wzrostu cen żywności, ale także – prawdopodobnie – spadku inflacji bazowej.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji zaznaczano, że występuje znacząca niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku. Niepewność ta jest głównie związana z kształtowaniem się cen energii dla gospodarstw domowych. Zaznaczano jednocześnie, że inflacja w 2019 r. będzie ograniczana przez niższy niż wcześniej prognozowano poziom cen ropy naftowej. W konsekwencji oceniano, że ryzyko silnego wzrostu inflacji w przyszłym roku obniżyło się. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że spadek cen ropy naftowej na rynkach

światowych – ze względu na strukturę rynku paliwowego w Polsce – może nie w pełni przełożyć się na krajowe ceny paliw. Część członków Rady oceniała także, że inflacja w przyszłym roku może być zwiększana przez podwyżki części cen administrowanych, w tym w transporcie publicznym, a także cen dóbr o wysokim udziale energii elektrycznej w kosztach produkcji.

Odnosząc się do średniookresowych perspektyw kształtowania się inflacji, większość członków Rady oceniała, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynniki obniżające oczekiwaną inflację w 2019 r., nie będą prawdopodobnie wpływały na dynamikę cen w dalszym horyzoncie.

Analizując sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostaje niższa od dynamiki nominalnego PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na szybki wzrost zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. W 2019 r. inflacja może być podwyższona przez wzrost cen energii, tj. czynnik pozostający poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Skalę wzrostu cen energii w 2019 r. będzie prawdopodobnie ograniczał obserwowany w ostatnich miesiącach spadek cen ropy naftowej. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane

spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej.

Część członków Rady podkreślała, że obecnie utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku. Członkowie ci zaznaczali jednak, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny wzrost inflacji w 2019 r., a kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że w gospodarce światowej utrzymywała się dotychczas dobra koniunktura, choć napływające dane wskazują na jej osłabienie w części gospodarek i wzrost niepewności co do skali oczekiwanego globalnego spowolnienia. Zaznaczano, że w strefie euro, po obniżeniu wzrostu PKB w III kw. ub.r., nastąpiło dalsze pogorszenie niektórych wskaźników koniunktury. Wyraźnie słabsze dane o aktywności oraz wskaźniki koniunktury odnotowano w szczególności w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura w IV kw. była wciąż bardzo dobra, jednak prognozy na 2019 r. wskazują na obniżenie tempa wzrostu również w tej gospodarce. Zaznaczano, że także w Chinach wzrost aktywności gospodarczej stopniowo słabnie.

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca skali pogorszenia globalnej koniunktury wciąż wpływa negatywnie na ceny części aktywów. Obawy o osłabienie wzrostu gospodarki światowej przyczyniły się również w ostatnich miesiącach ub.r. do obniżenia cen surowców, w tym ropy naftowej. Jednocześnie zaznaczano, że ograniczanie wydobycia w krajach należących do OPEC oddziaływało w kierunku pewnego wzrostu cen ropy na początku 2019 r.

Analizując kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że wyraźny spadek cen ropy naftowej w okresie od początku października do końca grudnia przełożył się na obniżenie inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostała umiarkowana.

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim

zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC zakończył w 2018 r. program skupu aktywów finansowych netto, jednak będzie nadal reinwestował środki z zapadających papierów wartościowych. Część członków Rady wyraziła przy tym opinię, że wobec pogorszenia się koniunktury w strefie euro i rewizji w dół oczekiwanej tam ścieżki inflacji bazowej okres utrzymywania stóp procentowych przez EBC na bardzo niskim poziomie prawdopodobnie wydłuży się. Inni członkowie Rady oceniali ponadto, że zakończenie programu skupu aktywów przez EBC jest czynnikiem niepewności dla tej gospodarki. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w grudniu ub.r. podniosła stopy procentowe. Część członków Rady podtrzymała opinię, że także w tej gospodarce – ze względu na ryzyko silniejszego niż wcześniej oczekiwano osłabienia wzrostu – stopy procentowe mogą już nie być dalej podwyższane, na co wskazuje złagodzenie stanowisk w tym zakresie przedstawicieli Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dotychczas dobrej koniunktury. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że mimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu perspektywy krajowej koniunktury pozostają relatywnie korzystne, a głównym czynnikiem wpływającym negatywnie na dynamikę PKB będzie oczekiwane osłabienie koniunktury za granicą. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spadek PMI związany z obniżeniem się wskaźników dotyczących wielkości produkcji oraz liczby nowych

zamówień, w tym zamówień eksportowych. Członkowie ci oceniali, że sygnalizuje to wzrost niepewności co do przyszłej dynamiki PKB w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem mogącym ograniczać wzrost krajowej produkcji w dłuższym okresie może być mniejsza skala napływu pracowników z zagranicy, w tym w związku ze zmianami polityki imigracyjnej Niemiec. Niektórzy członkowie Rady podtrzymali opinię, że dynamika PKB w 2019 r. może być wyższa od obecnie prognozowanej.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się stopy bezrobocia na niskim poziomie, czemu pod koniec 2018 r. towarzyszył wzrost dynamiki wynagrodzeń zarówno w gospodarce narodowej, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Zaznaczano, że wynikał on prawdopodobnie ze wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym, ale także z przesunięć terminu wypłat premii w górnictwie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że większość firm uczestniczących w badaniach ankietowych NBP wskazuje, że dynamika płac przekracza w nich dynamikę wydajności pracy. Zaznaczali oni ponadto, że podwyżki dla kolejnych grup zawodowych sektora publicznego mogą być czynnikiem ryzyka szybszego wzrostu płac, a w konsekwencji wyższej inflacji. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost dynamiki płac, przy potencjalnym osłabieniu popytu zewnętrznego, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę, a także wspierającym kształtowanie się inflacji w pobliżu celu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, podkreślano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz wyższego niż w ubiegłym roku wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych, w tym także inflacja bazowa, była wyraźnie niższa od prognoz. Zaznaczano, że w grudniu inflacja ukształtowała się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego.

Podobnie – niższa od prognoz – okazała się dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że zmieniły się one znacząco ze względu na przyjęcie pod koniec grudnia 2018 r. ustawy obniżającej stawkę akcyzy i opłaty przejściowej oraz wprowadzającej rekompensaty dla dostawców energii elektrycznej w celu utrzymania cen prądu dla odbiorców końcowych w 2019 r. na poziomie z połowy 2018 r. Wskazywano, że w efekcie wzrost hurtowych cen energii elektrycznej, który miał miejsce w 2018 r., nie powinien mieć ani bezpośredniego ani pośredniego przełożenia na inflację w br. Zaznaczano, że inflacja w 2019 r. będzie dodatkowo ograniczana przez niższy niż wcześniej prognozowano poziom cen ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych – ze względu na strukturę rynku paliwowego w Polsce – może nie w pełni przełożyć się na krajowe ceny paliw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na wyższe niż w poprzednich kwartałach ceny węgla jako na czynnik mogący podnosić koszty utrzymania gospodarstw domowych w br. Uwzględniając wszystkie informacje, jakie napłynęły od poprzedniego posiedzenia Rady, oceniano jednak, że inflacja w 2019 r. może być istotnie niższa niż można było wcześniej oczekiwać.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, większość członków Rady była zgodna, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB, a także silna konkurencja w handlu detalicznym. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na spodziewany wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług, w kolejnych

kwartałach, a także na ryzyko istotnego wzrostu cen energii w przyszłości. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim okresie podwyższyły się oczekiwania inflacyjne firm i gospodarstw domowych, co – gdyby miało okazać się trwałe – może być czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Inni członkowie Rady oceniali, że oczekiwania inflacyjne pod koniec 2018 r. pozostawały prawdopodobnie pod wpływem dyskusji na temat kształtowania się cen energii, a więc ich wzrost może okazać się przejściowy.

Podsumowując wnioski płynące z analizy sytuacji makroekonomicznej w 2018 r., członkowie Rady zaznaczali, że wzrost gospodarczy utrzymał się w Polsce na wysokim poziomie, a inflacja nieco się obniżyła względem 2017 r. Wskazywano, że kredyt dla sektora prywatnego rósł w umiarkowanym tempie, w handlu zagranicznym utrzymała się nadwyżka, a zadłużenie sektora publicznego w relacji do PKB prawdopodobnie się obniżyło. Część członków Rady podkreślała, że zmniejszaniu relacji zadłużenia sektora publicznego do dochodu – oprócz działań w zakresie polityki fiskalnej – sprzyjała także dobra koniunktura gospodarcza i stabilny poziom stóp procentowych. Długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały zakotwiczone na celu inflacyjnym, a średnioroczny kurs walutowy wobec euro nie zmienił się w stosunku do 2017 r. mimo okresowych zawirowań na globalnych rynkach finansowych. Zdaniem Rady dane za 2018 r. świadczą o bardzo dobrej koniunkturze w polskiej gospodarce, przy zachowaniu stabilności cen i braku nierównowag makroekonomicznych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennic. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury,

choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen może się zwiększyć, jednak – ze względu na istotnie niższy niż w październiku poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obecnie utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych przekładający się na presję cenową, przez co kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali jednak, że prawdopodobieństwo

realizacji takiego scenariusza zmalało w ostatnich miesiącach.

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

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

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

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek. Towarzyszył temu wzrost niepewności dotyczącej kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że dynamika PKB w strefie euro w IV kw. utrzymała się na niskim poziomie, a perspektywy koniunktury w tej strefie nieco się pogorszyły. Osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w ostatnim okresie było szczególnie wyraźne w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Zwracano także uwagę na dalsze stopniowe obniżanie się wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach. Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że mimo obniżenia dynamiki PKB w IV kw., koniunktura w tej gospodarce pozostaje dobra.

Wskazywano, że – po silnym spadku w ostatnim kwartale ub.r. – ceny ropy naftowej od początku roku nieco wzrosły. W kierunku wzrostu cen tego surowca oddziaływało ograniczenie jego wydobycia w krajach należących do OPEC, przy

utrzymywanych sankcjach na import ropy z Iranu i Wenezueli. Ograniczając na skalę wzrostu cen ropy oddziaływało natomiast obniżenie bieżącego zapotrzebowania i pogorszenie perspektyw popytu na ten surowiec w związku z osłabieniem koniunktury w gospodarce globalnej oraz napięciem między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.

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

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową od 4,5 roku poniżej zera. Jednocześnie EBC reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Zwracano uwagę, że – wobec pogorszenia koniunktury w strefie euro i wzrostu niepewności dotyczącej jej perspektyw – EBC na ostatnim posiedzeniu złagodził swoją retorykę i uzależnił swoje dalsze decyzje od napływających danych. Część członków Rady oceniło, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w strefie euro wyraźnie się obniżyło. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych – po podwyżce w grudniu 2018 r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i na ostatnim posiedzeniu także złagodziła stanowisko dotyczące perspektyw polityki pieniężnej. Część członków Rady wyraziła opinię, że również w tej gospodarce dalsze podwyżki stóp procentowych mogą już nie nastąpić, a możliwe jest nawet zahamowanie procesu zmniejszania bilansu Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wstępne dane o PKB w 2018 r. potwierdziły bardzo dobrą sytuację

gospodarczą w Polsce w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że utrzymała się wysoka dynamika spożycia indywidualnego i – w efekcie – poziom konsumpcji na przestrzeni ostatnich dwóch lat wyraźnie się zwiększył. Zaznaczano, że szybkiemu wzrostowi gospodarczemu w zeszłym roku nie towarzyszyło narastanie jakichkolwiek nierównowag makroekonomicznych. Wskazywano, że w 2018 r. utrzymywała się nadwyżka w handlu zagranicznym, dynamika kredytu dla sektora niefinansowego – choć wyższa niż w 2017 r. – pozostawała umiarkowana, a średnioroczna inflacja wyniosła 1,6%.

Odnosząc się do wzrostu gospodarczego w IV kw., wskazywano, że wstępne dane roczne o rachunkach narodowych sugerują, że dynamika PKB w tym okresie pozostała relatywnie wysoka, choć była prawdopodobnie nieco niższa niż w poprzednich kwartałach. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że w IV kw. utrzymał się także wzrost inwestycji, choć ich dynamika była ograniczana przez prawdopodobne osłabienie wzrostu nakładów inwestycyjnych w jednostkach samorządowych. Zwracano uwagę, że dane z rachunków narodowych wskazują, iż – mimo osłabienia koniunktury za granicą – wkład eksportu netto do dynamiki PKB był w IV kw. dodatni.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że napływające w ostatnim okresie informacje wskazują na prawdopodobne osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. Podtrzymywano ocenę, że – mimo pewnego pogorszenia perspektyw wzrostu w najbliższym otoczeniu Polski – dynamika PKB w Polsce w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie

obniżać się jedynie stopniowo i koniunktura w kraju pozostanie relatywnie korzystna, chociaż niepewność dotycząca przyszłej dynamiki PKB w ostatnim okresie wzrosła.

Analizując sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki zatrudnienia. W ocenie części członków Rady mogło to odzwierciedlać nie tylko ograniczenia podażowe, ale także osłabienie wzrostu popytu na pracę. Wskazywano, że w grudniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać, że jej wcześniejszy wzrost wynikał z czynników o charakterze przejściowym. Członkowie ci oceniali także, że – mimo deklarowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia presji płacowej – tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach powinno pozostać stabilne, ze względu na prawdopodobnie niższą skłonność firm do podwyższania wynagrodzeń w warunkach osłabienia popytu zewnętrznego. Wyrażano opinię, że mimo to nie można wykluczyć wzrostu dynamiki płac w całej gospodarce, szczególnie gdyby zwiększyła się dynamika wynagrodzeń w sektorze publicznym. Część członków Rady podkreślała przy tym, że ewentualny wzrost dynamiki płac w gospodarce, przy oczekiwanym obniżeniu dynamiki PKB, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę.

Dyskutując nad długoterminowymi uwarunkowaniami polskiego rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się w przeszłości szybszy wzrost wydajności pracy niż mediany i dominanty realnych wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że występowanie takiej rozbieżności wynikało z rosnącego udziału polskich firm w globalnych łańcuchach produkcji i postępu technologicznego. Inni członkowie Rady zaznaczali, że obecnie dynamika produktywności pracy jest niższa od dynamiki realnych wynagrodzeń, a utrzymywanie się odwrotnej zależności

w przeszłości nie musi wpływać na aktualną politykę cenową przedsiębiorstw.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i pozostaje umiarkowana. Zaznaczano, że w kierunku obniżenia dynamiki cen oddziałują niższe niż w III kw. ub.r. ceny ropy naftowej na rynkach światowych, choć – w opinii niektórych członków Rady – ich wpływ na ceny paliw jest ograniczany przez strukturę rynku paliwowego w Polsce. Wskazywano ponadto, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała niska. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymywanie się niskiej inflacji bazowej w warunkach wyższej niż w poprzednich latach dynamiki wynagrodzeń, wynika z prawdopodobnie wolniejszego wzrostu mediany płac, która może mieć istotny wpływ na procesy inflacyjne.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak skala tego wzrostu będzie niewielka i wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. Zaznaczano, że zgodnie z tymi prognozami, średnia inflacja w bieżącym roku będzie niższa od 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych miesiącach będą prawdopodobnie rosnące ceny żywności, przy czym skala tego wzrostu pozostaje czynnikiem niepewności dla kształtowania się dynamiki cen. Część członków Rady oceniała, że dynamika cen może być niższa od obecnie prognozowanej ze względu na – oczekiwany przez nich – brak wyraźnego wzrostu inflacji bazowej w warunkach spowolniającego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że do silniejszego wzrostu inflacji przyczynić się mogą rosnące

koszty produkcji, które wobec relatywnie niskiej – w opinii tych członków Rady – rentowności przedsiębiorstw w niektórych gałęziach gospodarki, mogą skłaniać je do podnoszenia cen produktów. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że rentowność w sektorze przedsiębiorstw pozostaje zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach, a skłonność firm do podnoszenia cen będzie ograniczana przez silną konkurencję.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się prawdopodobnie kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Zaznaczano, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. Zwracano także uwagę, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych – po przejściowym wzroście w grudniu – ponownie się obniżyły. Część członków Rady oceniała, że także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw pod koniec ub.r. mógł mieć przejściowy charakter. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że ewentualne utrzymanie się oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie mogłoby stanowić czynnik oddziałujący w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Wskazywali oni także na ryzyko wzrostu cen energii w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kolejnych latach osłabnąć może oddziaływanie czynników, które dotychczas ograniczały wzrost dynamiki cen, takich jak wzrost liczby sklepów dyskontowych oraz zmiana struktury konsumpcji.

Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB.

Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak – ze względu na niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym w szczególności wyraźny spadek ryzyka trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy jednoczesnym wzroście niepewności dotyczącej skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych, które przyczyniłyby się do wzrostu inflacji do poziomu, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza istotnie zmalało w ostatnich miesiącach.

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

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 marca 2019 r.

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

Napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek, przy jednoczesnym wzroście niepewności dotyczącej kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach. W strefie euro dynamika PKB w IV kw. była niższa niż w I połowie ub.r., a dostępne prognozy wskazują na jej dalsze osłabienie w bieżącym roku. W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, choć oczekiwane jest tam nieznaczne obniżenie się tempa wzrostu PKB. W Chinach tempo wzrostu aktywności gospodarczej nadal stopniowo się obniża.

Mimo wzrostu cen ropy naftowej jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r. Przyczynia się to do osłabienia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje niska.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W Polsce wzrost PKB w IV kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i kształtuje się na niskim poziomie. Nadal niska – mimo prawdopodobnego podwyższenia w styczniu – jest także inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Marcowa projekcja uwzględnia dane i informacje opublikowane do dnia 15 lutego br. – w tym informacje dotyczące ustawowego zamrożenia cen energii – oraz wstępne informacje o zapowiedzianych w dniu 23 lutego br. zmianach w zakresie polityki fiskalnej. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,2–2,2% w 2019 r. (wobec 2,6–3,9% w projekcji z listopada 2018 r.), 1,7–3,6% w 2020 r. (wobec 1,9–3,9%) oraz 1,3–3,5% w 2021 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3–4,7% w 2019 r. (wobec 2,7–4,4% w projekcji z listopada 2018 r.), 2,7–4,6% w 2020 r. (wobec 2,3–4,2%) oraz 2,4–4,3% w 2021 r.

W ocenie Rady, perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne. W kolejnych kwartałach nastąpi jednak prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji PKB i inflacji.

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 2019 r.*

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2019 r. do IV kw. 2021 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2018 r.

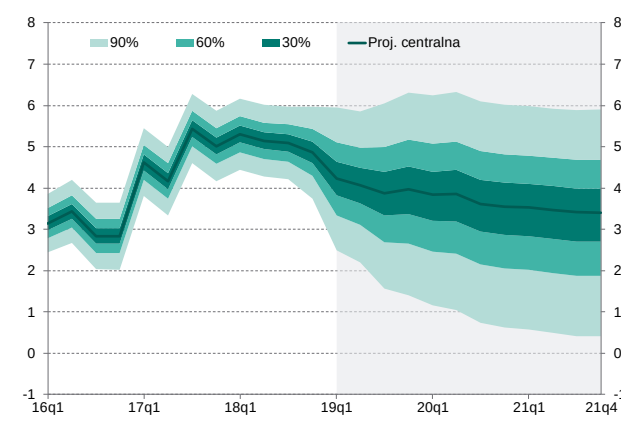
Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 15 lutego 2019 r. (*cut-off date*). Ze względu na skalę wpływu na PKB i inflację oraz wysokie prawdopodobieństwo realizacji w projekcji uwzględniono również efekt planowanego przez rząd wprowadzenia pakietu działań fiskalnych ogłoszonych 23 lutego br.

4.1 Synteza

Polska gospodarka w IV kw. 2018 r. rozwijała się nadal w szybkim tempie, przy silnym wzroście spożycia prywatnego i publicznego oraz relatywnie wysokiej dynamice nakładów brutto na środki trwałe. W okresie tym nastąpiło już jednak pewne osłabienie krajowej koniunktury, na co wpłynęło wyraźne spowolnienie tempa wzrostu PKB w strefie euro, które dotknęło w szczególności gospodarkę niemiecką. Jednocześnie rosnący popyt na pracę przyczynił się do dalszego wzrostu zatrudnienia i wynagrodzeń, przy jednocześnie utrzymującej się niskiej presji inflacyjnej.

W latach 2019-2021 dynamika krajowego PKB będzie się stopniowo obniżać, przy czym skala spadku łagodzona będzie przez zapowiadany przez rząd impuls fiskalny. Ważnym czynnikiem wzrostu pozostanie spożycie prywatne, do czego przyczyni się korzystna z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy skutkująca utrzymaniem wysokiej dynamiki funduszu płac. Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych podwyższać będą dodatkowe świadczenia społeczne, w tym poszerzenie zakresu programu „Rodzina 500 plus” i jednorazowa wypłata trzynastej emerytury i renty, oraz spadek obciążeń podatkowych. Korzystnie na popyt krajowy wpływać będzie niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu. W kierunku osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać jednak pogorszenie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, w tym zwłaszcza w strefie euro. Jednocześnie po ubiegłorocznym szybkim wzroście absorpcji funduszy unijnych, finansujących nakłady na środki trwałe, w kolejnych latach – obejmujących końcową fazę perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020 – ich dynamika będzie się obniżać. Uwarunkowania te będą negatywnie wpływać na tempo wzrostu inwestycji, które zgodnie ze scenariuszem bazowym projekcji nie osiągnie w tym cyklu

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

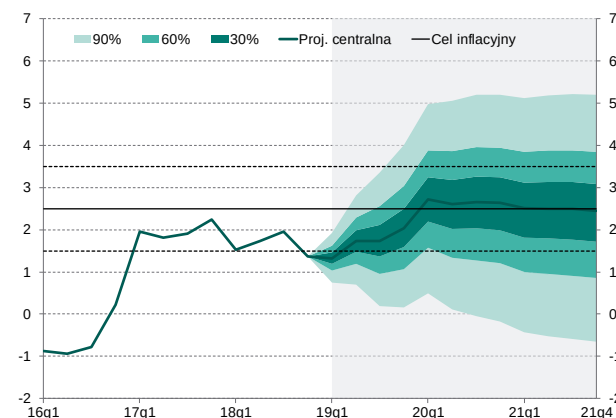
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji, a dodatkowo dla dynamiki PKB występuje niepewność danych historycznych związana z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

maksymalnego poziomu z poprzednich cykli koniunkturalnych.

Przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP inflacja cen konsumenta wzrośnie w 2020 r. do 2,7%, a następnie obniży się pod koniec horyzontu projekcji w okolice 2,5% r/r. W kierunku wyższej inflacji CPI, w szczególności inflacji bazowej, oddziaływać będą w najbliższych kwartałach rosnące koszty pracy i nadal relatywnie silna presja popytowa w polskiej gospodarce, choć w ostatnich latach związek pomiędzy poziomem krajowej aktywności gospodarczej i dynamiką cen osłabił się. Skala przyspieszenia inflacji będzie przy tym umiarkowana, do czego przyczyni się niski wzrost cen w otoczeniu gospodarczym Polski. Ograniczająco na inflację oddziaływać będzie także znaczna liczba imigrantów na krajowym rynku pracy, w głównej mierze obywateli Ukrainy. Ich obecność zwiększa potencjał produkcyjny polskiej gospodarki oraz obniża wzrost kosztów pracy. W 2019 r. inflację CPI będzie dodatkowo ograniczać niższa dynamika cen energii. W dalszym horyzoncie projekcji oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku zahamowania wzrostu, a następnie obniżenia inflacji CPI.

Realizacja scenariusza projekcyjnego będzie w istotnym stopniu uzależniona od stanu przyszłej koniunktury w gospodarce światowej. Do czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji należy możliwe zaostrenie sporów handlowych i podejmowanie działań protekcyjnych ograniczających międzynarodową wymianę handlową. Ważnym czynnikiem ryzyka będzie też kształtowanie się cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych i ich przełożenie na ceny energii w Polsce. Istotnym krajowym źródłem ryzyka będzie też wielkość napływu netto na krajowy rynek pracy imigrantów, w tym szczególnie z Ukrainy. Bilans czynników ryzyka w przypadku dynamiki PKB, oraz w mniejszym stopniu – inflacji CPI, wskazuje

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

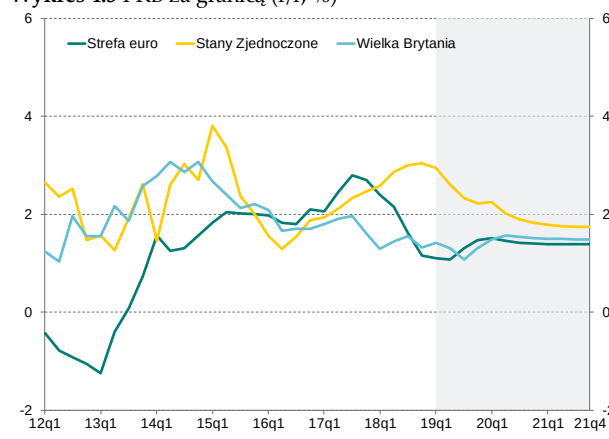
na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Aktywność gospodarcza

W II połowie 2018 r. nastąpiło wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro związane ze spowolnieniem w handlu światowym, wzrostem cen energii oraz pogorszeniem nastrojów firm i w nieco mniejszym stopniu także konsumentów. Obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego pogłębione zostało dodatkowo przez czynniki o charakterze jednorazowym, w tym przez problemy niemieckiego sektora motoryzacyjnego. W rezultacie tempo wzrostu PKB w strefie euro ukształtowało się w ub.r. na poziomie niższym niż zakładano w projekcji listopadowej (Tabela 4.1). W II połowie br., po ustąpieniu wpływu czynników jednorazowych, dynamika realnego PKB w tej gospodarce nieznacznie przyspieszy, a w dalszym horyzoncie projekcji ustabilizuje się na poziomie zbliżonym do 1,4% r/r, czyli istotnie niższym niż w latach 2015-2017 (Wykres 4.3). Przyjęto zatem, że w całym horyzoncie projekcji gospodarka strefy euro będzie rozwijała się wolniej niż zakładano w projekcji listopadowej, przy czym znacznie słabsza niż oczekiwano w poprzedniej rundzie będzie aktywność gospodarcza w 2019 r. Wzrost popytu wewnętrznego w strefie euro w najbliższych kwartałach będzie wspierany przez relatywnie korzystną z punktu widzenia gospodarstw domowych sytuację na rynku pracy, wzrost płac oraz ekspansywną politykę fiskalną w części krajów strefy. Czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB w strefie euro w horyzoncie projekcji będą natomiast niepewność dotycząca światowej polityki gospodarczej, pogarszanie się koniunktury w gospodarkach wschodzących oraz nierozwiązane problemy strukturalne niektórych

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

	2018	2019	2020
PKB w strefie euro (r/r, %)			
III 2019	1,8	1,2	1,5
XI 2018	2,1	1,8	1,6
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
III 2019	2,9	2,5	2,0
XI 2018	2,9	2,6	2,0
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
III 2019	1,4	1,3	1,5
XI 2018	1,3	1,6	1,5

Źródło: obliczenia NBP.

krajów strefy euro. W kierunku wolniejszego wzrostu gospodarczego oddziaływać też będą niekorzystne zmiany demograficzne i niski wzrost produktywności.

Korzystniej niż w strefie euro będzie kształtować się w latach 2019-2021 aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych. Wzrost będzie bazował na wysokiej dynamice konsumpcji prywatnej wspieranej wzrostem zatrudnienia i płac oraz wysoką wartością netto majątku gospodarstw domowych. Od 2019 r. stopniowo wygasać będą jednak korzystne dla koniunktury efekty wprowadzonej w ub.r. przez administrację amerykańską reformy podatkowej. Wraz z rozłożonymi w czasie skutkami dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej będzie się to przyczyniać do stopniowego obniżania tempa wzrostu PKB w horyzoncie projekcji. Przyjęta w projekcji marcowej ścieżka wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych zbliżona jest przy tym do założeń z poprzedniej rundy progностycznej. Scenariusz bazowy projekcji obciążony jest jednak wyższą niż w projekcji listopadowej niepewnością, przede wszystkim ze względu na możliwą dalszą eskalację sporów handlowych oraz narastającą wrażliwość rynków finansowych na zaburzenia w sektorze realnym i finansowym.

W najbliższych latach w dalszym ciągu na relatywnie niskim poziomie będzie kształtowała się aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii, do czego przyczyni się niepewność związana z warunkami opuszczenia przez ten kraj Unii Europejskiej. W projekcji marcowej, podobnie jak w rundzie listopadowej, przyjęto, że w horyzoncie projekcji relacje gospodarcze pomiędzy UE a Wielką Brytanią pozostaną w znacznym stopniu niezmienione. Taki scenariusz byłby spójny z osiągnięciem porozumienia w sprawie *Brexitu* i wdrożeniem do końca 2020 r. rozwiązań przejściowych lub też z wydłużeniem negocjacji między rządem brytyjskim a Unią. Brak porozumienia między Wielką Brytanią i UE w

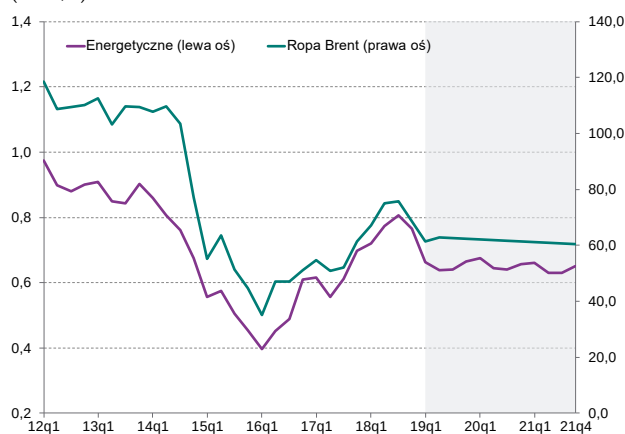
sprawie warunków wyjścia z Unii (ang. *no-deal*) mógłby wiązać się z niższym wzrostem w horyzoncie projekcji zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i – w mniejszym stopniu – w strefie euro, co stanowi istotny czynnik ryzyka dla projekcji.

Inflacja i stopy procentowe

Ze względu na silny spadek notowań cen ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego, indeks cen surowców energetycznych w IV kw. ub.r. ukształtował się na poziomie wyraźnie niższym niż w poprzedniej rundzie prognostycznej (Wykres 4.4). W I kw. br. ceny surowców nieco wzrosły, pozostając jednak wyraźnie poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy projekcyjnej. W horyzoncie bieżącej projekcji oczekiwana jest stabilizacja cen tych surowców, dzięki czemu w całym horyzoncie będą się one kształtować trwale poniżej poziomu z projekcji listopadowej.

W IV kw. 2018 r., pod wpływem pojawiających się sygnałów o nadmiernej podaży ropy naftowej, nastąpił wyraźny spadek cen tego surowca. Do zmiany oczekiwań dotyczących zbilansowania się rynku przyczynił się wzrost wydobycia ropy naftowej przy jednoczesnym obniżeniu popytu na paliwa w związku z ich wysokimi cenami oraz wolniejszym tempem światowego wzrostu gospodarczego. Pomimo utrzymujących się problemów logistycznych z transportem surowca, w II połowie 2018 r. szybko rosła produkcja ropy pochodzącej ze złóż niekonwencjonalnych w Stanach Zjednoczonych. Amerykańska gospodarka osiągnęła w ub.r. najwyższy poziom wydobycia ropy naftowej w swojej historii, stając się jednocześnie największym producentem tego surowca na świecie. W II połowie 2018 r. wzrosło też wydobycie ropy w krajach zrzeszonych w OPEC+, na co wpłynęły oczekiwania dotyczące spadku produkcji ropy w Iranie będące następstwem zerwania przez Stany Zjednoczone porozumienia nuklearnego z tym krajem. W rezultacie, pomimo sankcji nałożonych na irańską

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

gospodarkę i dalszego systematycznego zmniejszania produkcji w niestabilnej politycznie Wenezueli, światowe zapasy ropy wzrosły.

W marcowej projekcji założono, zgodnie z notowaniami kontraktów terminowych, że ceny ropy naftowej pozostaną do końca 2021 r. względnie stabilne, kształtując się na poziomie zbliżonym do notowanego w *cut-off date* projekcji (Wykres 4.4). W całym horyzoncie prognozy będą one zatem niższe niż przyjęto w projekcji listopadowej. Podobny kształt ma ścieżka cen gazu ziemnego, co w znacznym stopniu wynika z silnej współzależności cen obu surowców.

Do spadku cen węgla kamiennego, oprócz niższych cen ropy naftowej, przyczyniły się również pogarszające się perspektywy aktywności w gospodarkach wschodzących, w szczególności rewizja oczekiwań odnośnie do wzrostu PKB w Chinach będących największym importerem tego surowca. W horyzoncie projekcji ceny węgla będą utrzymywać się w trendzie spadkowym pod wpływem prognozowanego globalnego spowolnienia oraz polityki klimatycznej prowadzonej przez kraje rozwinięte, zakładającej ograniczenie zużycia węgla jako źródła energii.

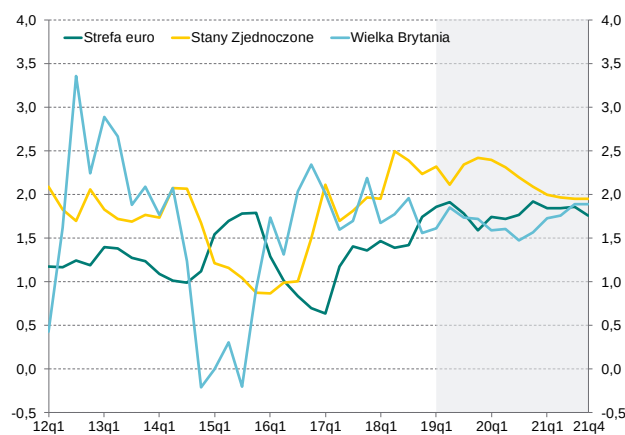
W pierwszych trzech kwartałach 2018 r. nastąpił istotny wzrost indeksu cen surowców rolnych, wywołany suszą w krajach Europy, w Rosji i w Australii oraz wyższymi kosztami produkcji. W IV kw. ub.r. poziom tego wskaźnika nieznacznie obniżył się, głównie pod wpływem spadku cen wieprzowiny po nałożeniu przez niektóre gospodarki azjatyckie ograniczeń na import tego mięsa z krajów europejskich dotkniętych epidemią ASF. W obecnej rundzie progностycznej przyjęto, że w horyzoncie projekcji nastąpi stabilizacja cen surowców rolnych pod wpływem stopniowego równoważenia się podaży i popytu na tym rynku.

Marcowa projekcja zakłada, że w otoczeniu gospodarczym Polski, w szczególności w strefie euro inflacja (mierzona zmianą deflatora wartości

dodanej, por. Wykres 4.5) utrzyma się na umiarkowanym poziomie. Do utrzymania inflacji w strefie euro poniżej 2% przyczyni się prognozowane osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszyć będą niższe ceny surowców energetycznych. Na nieco wyższym poziomie niż w strefie euro kształtuje się w projekcji inflacja w Stanach Zjednoczonych, co wynika z korzystniejszej pozycji cyklicznej tej gospodarki.

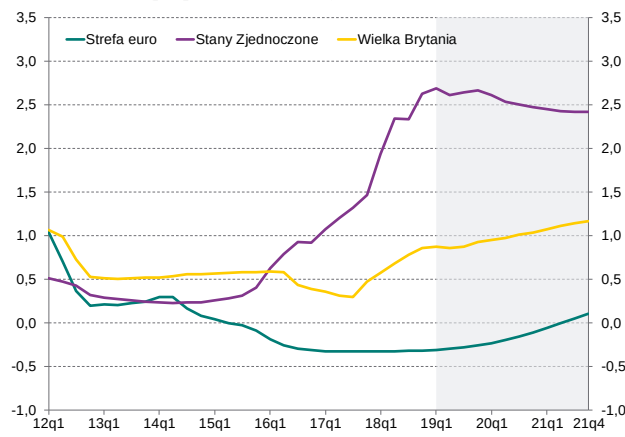
W bieżącej rundzie przyjęto, za oczekiwaniami implikowanymi z notowań kontraktów terminowych, że proces zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie przebiegał łagodniej niż zakładano w projekcji listopadowej (Wykres 4.6). W obliczu prognoz jedynie umiarkowanej inflacji i niższej aktywności gospodarczej w strefie euro, oczekuje się, że podwyżki stopy depozytowej EBC rozpoczną się nie wcześniej niż w II kw. 2020 r. W rezultacie krótkoterminowe stawki rynku międzybankowego pozostaną ujemne przez cały obecny i przyszły rok (Wykres 4.6). Za przyjętym w bieżącej rundzie założeniem o stabilizacji⁵⁵ stóp procentowych Fed w horyzoncie projekcji, po wcześniejszej serii podwyżek, przemawia natomiast podwyższona w ostatnich miesiącach zmienność na rynkach finansowych przy jednoczesnym pogorszeniu perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i wciąż ograniczonej presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce.

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



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

Wykres 4.6 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

⁵⁵ Przyjęty nieznaczny spadek krótkoterminowych stawek rynku międzybankowego w Stanach Zjednoczonych w 2020 r. (Wykres 4.4) związany jest z – implikowanym z cen instrumentów finansowych – wyższym prawdopodobieństwem obniżek stóp procentowych niż ich podwyżek w dalszych latach prognozy.

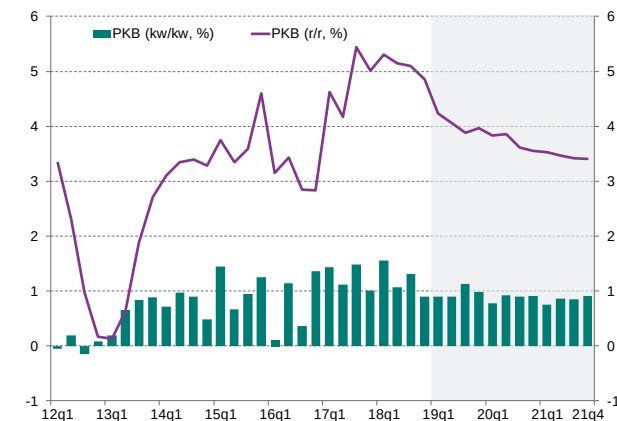
4.3 Gospodarka polska w latach 2019-2021

Popyt krajowy

W 2018 r. gospodarka polska znajdowała się nadal w fazie ekspansji, a tempo wzrostu gospodarczego przyspieszyło do 5,1%. W horyzoncie projekcji dynamika PKB obniży się w ślad za osłabieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz wyhamowaniem tempa wzrostu absorpcji środków z budżetu UE po ich wysokim wykorzystaniu w ub.r. (Wykres 4.7, Wykres 4.8, Wykres 4.11). Jednocześnie skalę obniżenia wzrostu gospodarczego łagodzić będzie planowane przez rząd wprowadzenie pakietu ustaw, które poprzez zwiększenie dochodów do dyspozycji, w największym stopniu oddziaływać będą na konsumpcję prywatną.

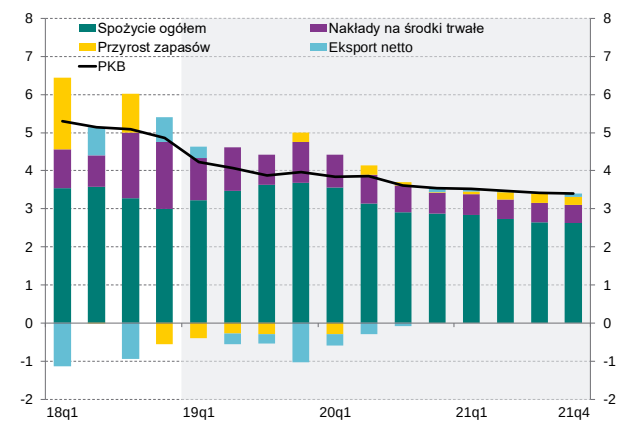
W latach 2019-2021 spożycie gospodarstw domowych pozostanie głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Wysokiej konsumpcji sprzyjać będzie korzystna z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy skutkująca utrzymaniem wysokiej dynamiki funduszu płac. Do wzrostu spożycia prywatnego przyczyniać się będzie również rozłożony w czasie wpływ planowanego wprowadzenia w br. pakietu ustaw, obejmujących m.in. wypłatę świadczeń rodzinnych z programu „Rodzina 500 plus” na pierwsze dziecko przy likwidacji kryterium dochodowego, a także jednorazową wypłatę trzynastej emerytury i renty. W lutym br. rząd zapowiedział również likwidację podatku PIT dla osób do 26. roku życia oraz podwyższenie kosztu uzyskania przychodu. W latach 2020-2021 zarówno dynamika wynagrodzeń, jak i liczby pracujących będzie się jednak powoli obniżać, zmniejszając skalę wzrostu dochodów do dyspozycji ludności. Jednocześnie oczekiwana wyższa niż w br. inflacja zacznie silniej ograniczać siłę nabywczą gospodarstw domowych, co wraz z wygasaniem w 2021 r. wpływu na spożycie

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



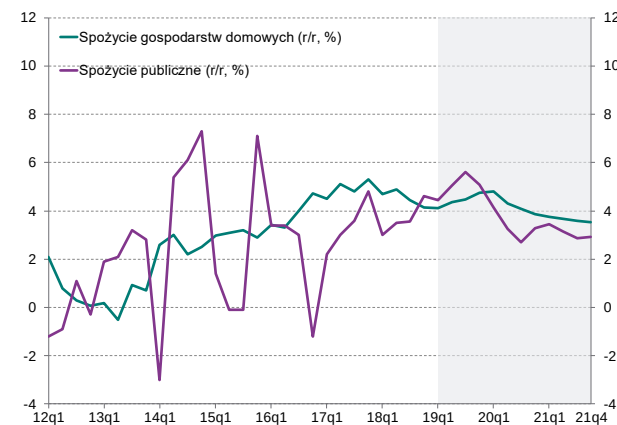
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

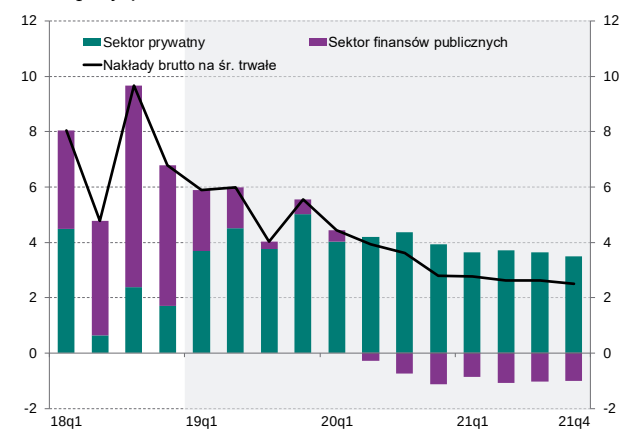
zapowiedzianych w lutym br. zmian legislacyjnych przyczyniać się będzie do stopniowego spowolnienia tempa wzrostu konsumpcji w dalszym horyzoncie projekcji.

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

Tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe sektora finansów publicznych w 2019 r. obniży się względem wysokiego poziomu z ub.r. a w latach 2020-2021 będzie ujemne, ograniczając dynamikę inwestycji w całej gospodarce. Na takie kształtowanie się inwestycji publicznych wpłynie założona w projekcji absorpcja funduszy unijnych (Wykres 4.11), których wykorzystanie w 2019 r. wzrośnie już w niewielkim stopniu, a w kolejnych latach zacznie się obniżać.

W 2019 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe sektora prywatnego przyspieszy, jednak nie osiągnie maksymalnego poziomu z poprzednich cykli koniunkturalnych i w latach 2020-2021 nieznacznie obniży się (Wykres 4.10). W najbliższych kwartałach odbudowę inwestycji przedsiębiorstw będą wspierać nadal korzystne, mimo pewnego osłabienia koniunktury, uwarunkowania popytowe⁵⁶ w sytuacji bardzo wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych firm⁵⁷. W dalszym horyzoncie projekcji pozytywny wpływ tego czynnika na inwestycje będzie jednak stopniowo wygasał, wraz z oczekiwanym opóźnionym przełożeniem na gospodarkę krajową silnego osłabienia popytu zewnętrznego w 2019 r. W latach 2019-2021 stabilny, choć niższy niż w ub.r., wzrost inwestycji mieszkaniowych będzie natomiast wspierać

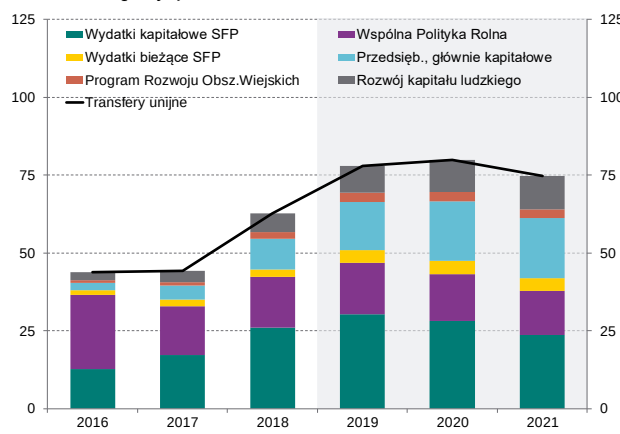
Wykres 4.10 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: obliczenia NBP.

⁵⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r. Odsetek firm wskazujących niedostateczny popyt jako barierę rozwoju ich działalności jest najniższy w historii badania.

⁵⁷ Wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych w przedsiębiorstwach pokazują zarówno badania NBP (Szybki monitoring NBP), jak i GUS, przy czym w badaniach NBP dane dla IV kw. 2018 r. są najwyższe w historii badania.

utrzymująca się dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych. Zakupowi środków trwałych finansowanych kredytem będzie sprzyjać historycznie niski poziom stóp procentowych, choć głównym źródłem finansowania inwestycji zarówno przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych pozostają nadal środki własne⁵⁸. Jednocześnie jednak w latach 2019-2021 stopniowo będzie się obniżać wkład napływu funduszy UE do wzrostu inwestycji sektora prywatnego (Wykres 4.11). Inwestycje w horyzoncie projekcji ograniczać mogą również raportowane przez firmy problemy ze znalezieniem pracowników⁵⁹, choć z drugiej strony nie można wykluczyć, że w dłuższym horyzoncie wzrost kosztów pracy stanie się czynnikiem skłaniającym firmy do zwiększania nakładów kapitałowych i automatyzacji produkcji.

W 2019 r. dynamika spożycia publicznego wzrośnie, przewyższając tempo wzrostu PKB. Zgodnie z *Ustawą budżetową na rok 2019*, po raz pierwszy od 2010 r. zwiększa się kwota bazowa wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej (o 2,3%), która wyznacza dolną granicę wzrostu płac w tym sektorze. Relatywnie większa skala podwyżek obejmie m.in. nauczycieli, nauczycieli akademickich i funkcjonariuszy służb mundurowych. Dodatkowo planowane wprowadzenie w br. dopłat do lokalnego transportu autobusowego będzie podwyższać dynamikę spożycia publicznego w latach 2019-2020. W latach 2020-2021 ze względu na brak innych szczegółowych informacji dotyczących przewidywanego kształtowania się wydatków sektora finansów publicznych, przyjęto, zgodnie z założeniem o neutralnej polityce fiskalnej,

⁵⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r. Według wyników tych badań ponad 50% inwestorów finansuje nowo rozpoczynane inwestycje z własnych środków.

Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2018 r., NBP, styczeń 2019 r. Badania te pokazują, że szacunkowy udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w siedmiu analizowanych miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław) przekracza 60%.

⁵⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r. Odsetek firm wskazujących na problemy w znalezieniu pracowników o odpowiednich kwalifikacjach jest najwyższy od początku 2008 r.

niewielkie obniżenie tempa wzrostu spożycia publicznego.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

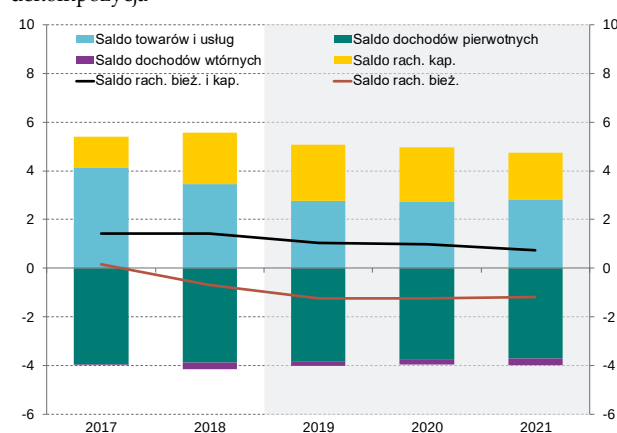
W 2018 r. łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w dalszym ciągu kształtowało się na dodatnim poziomie (1,4% PKB, por. Wykres 4.12). W ub.r. utrzymała się wysoka nadwyżka w obrotach towarowych i usługach związana z nadal relatywnie wysoką konkurencyjnością polskiej gospodarki. Na dodatnim poziomie ukształtowało się także saldo na rachunku kapitałowym, do czego przyczynił się napływ środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w ramach bieżącej perspektywy finansowej UE. Z drugiej strony, nadwyżkę na rachunku bieżącym i kapitałowym w ubiegłym roku obniżał utrzymujący się wysoki deficyt dochodów pierwotnych, w tym w szczególności dochodów z inwestycji bezpośrednich.

W projekcji oczekuje się, że w latach 2019-2021 łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ulegnie obniżeniu, jednak w dalszym ciągu pozostanie dodatnie (Wykres 4.12). Do obniżenia salda w krótkim horyzoncie projekcji przyczyni się spadek nadwyżki w handlu towarami i usługami związany z wciąż relatywnie wysokim w najbliższych kwartałach wzrostem popytu krajowego, w tym silnym wzrostem konsumpcji, przy jednoczesnym pogorszeniu się popytu na polski eksport (Wykres 4.13). W 2021 r. nastąpi też zmniejszenie się wysokiej obecnie nadwyżki salda rachunku kapitałowego. Spadek ten związany jest z wolniejszym tempem napływu środków unijnych o charakterze inwestycyjnym w końcowej fazie cyklu perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

Produkt potencjalny

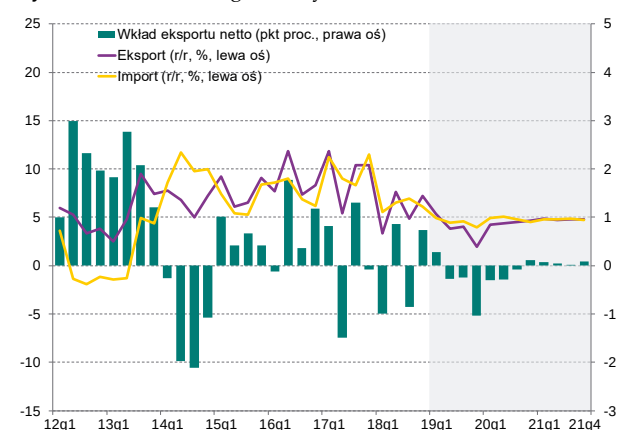
Tempo wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie zbliżonym do 3,5% r/r (Wykres 4.15). Z jednej strony wraz ze wzrostem stopy inwestycji w

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



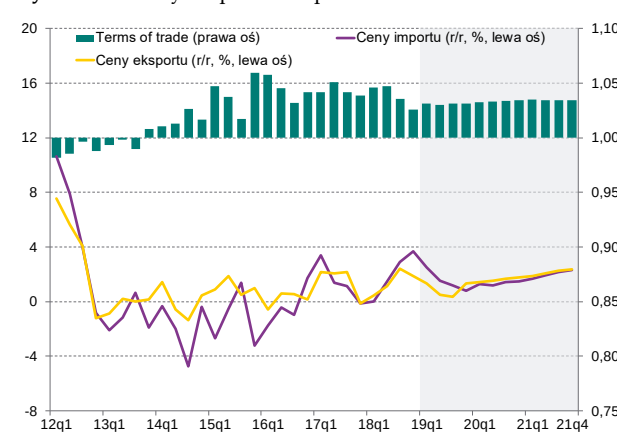
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.14 Ceny eksportu i importu

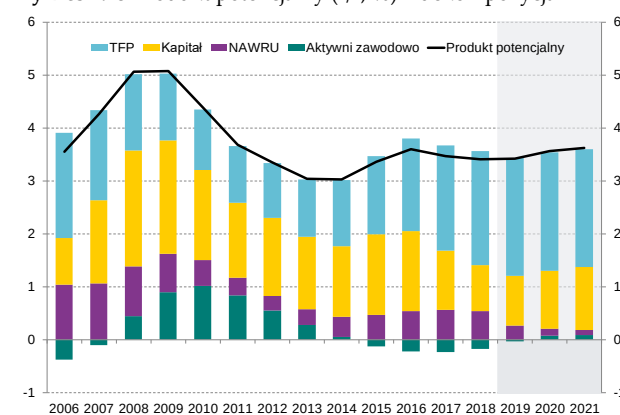


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

gospodarce nastąpi przyspieszenie dynamiki przyrostu kapitału produkcyjnego. Z drugiej strony w wolniejszym tempie niż w latach ubiegłych obniżyć się będzie stopa bezrobocia równowagi (NAWRU). Neutralnie na dynamikę produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji będzie natomiast oddziaływać liczba aktywnych zawodowo, a wkład łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) pozostanie na poziomie z 2018 r.

Do spadku stopy NAWRU w ostatnich latach przyczynił się znaczący napływ na krajowy rynek pracy imigrantów, w głównej mierze obywateli Ukrainy⁶⁰. Imigranci charakteryzują się niższymi oczekiwaniami płacowymi, które obniżają również presję na podwyżki wynagrodzeń wśród pracowników krajowych. Oznacza to, że poziom stopy bezrobocia, który nie prowadzi do nasilenia oczekiwań płacowych (NAWRU) jest z uwagi na napływ imigrantów niższy. W tym samym kierunku na stopę bezrobocia równowagi wpłynęła istotna poprawa dopasowania popytu i podaży krajowych pracowników na rynku pracy, czego odzwierciedleniem jest między innymi silny spadek osób długotrwale poszukujących pracy (ponad 12 miesięcy; Wykres 4.16). W najbliższych latach wpływ obu tych czynników na obniżanie stopy bezrobocia równowagi będzie wygasać. W szczególności, ze względu na planowane otwarcie niemieckiego rynku pracy dla obywateli spoza UE liczba imigrantów pracujących w Polsce najprawdopodobniej nie będzie już dalej rosła. Jednocześnie stopa bezrobocia długotrwałego⁶¹ kształtuje się na historycznie niskim poziomie i jej dalszy tak dynamiczny jak w latach ubiegłych spadek jest obecnie mało prawdopodobny.

Wykres 4.15 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



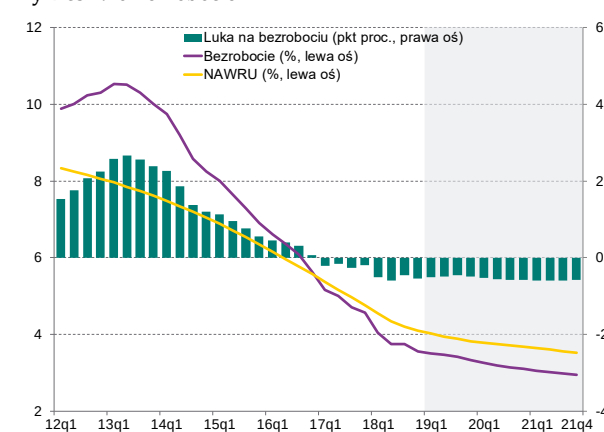
Źródło: obliczenia NBP.

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

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0.67} \cdot K_t^{1-0.67},$$

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

Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

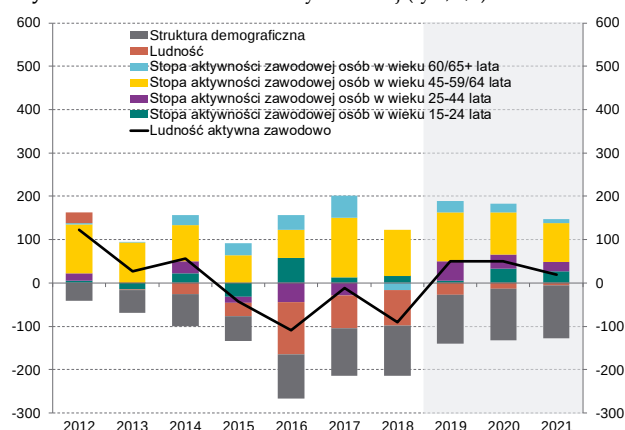
⁶⁰ Imigranci pozytywnie wpływają na potencjał polskiej gospodarki, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni jedynie w niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP) oraz obniżając stopę bezrobocia równowagi (NAWRU).

⁶¹ Stopa bezrobocia długotrwałego wg definicji BAEL to udział bezrobotnych poszukujących pracy przez okres ponad 12 miesięcy w liczbie ludności aktywnej zawodowo.

Pozytywnym zjawiskiem oddziałującym na długookresowy rozwój gospodarczy obserwowanym w ubiegłych latach był wzrost stopy aktywności zawodowej (Wykres 4.19). W horyzoncie projekcji trend ten będzie kontynuowany, a aktywizacji ludności sprzyjać będzie w dalszym ciągu korzystna koniunktura na rynku pracy. Dotyczy to w szczególności osób w wieku przedemerytalnym (50-59/64 lat; Wykres 4.17), których aktywność zawodowa jest wciąż wyraźnie niższa niż w krajach Europy Zachodniej. W przeciwnym kierunku, choć w dużo mniejszej skali, oddziałuje spadek współczynnika aktywności zawodowej w najstarszej grupie wiekowej (60/65+ lat) związany z obniżeniem wieku emerytalnego w 2017 r. Pomimo wzrostu stopy aktywności zawodowej łączna liczba aktywnych zawodowo na rynku pracy pozostanie jednak na relatywnie stabilnym poziomie, co oznacza bliski neutralnego wpływ dla wzrostu produktu potencjalnego w horyzoncie projekcji. Wynika to z kontynuacji negatywnych procesów demograficznych prowadzących do spadku liczby ludności Polski w wieku produkcyjnym.

W horyzoncie projekcji dynamika łącznej wydajności czynników produkcji (TFP) pozostanie na stabilnym poziomie, zbliżonym do odnotowanego w 2018 r. Na wzrost TFP pozytywnie przekładać się będzie dalsza poprawa jakości kapitału ludzkiego, odzwierciedlona w rosnącym odsetku osób z wyższym wykształceniem w grupie wiekowej powyżej 44 lat oraz wzrostem produktywności imigrantów, przejawiającym się między innymi wzrostem udziału zatrudnienia tych pracowników w sektorach o wyższej wydajności. Korzystnie na dynamikę łącznej wydajności czynników produkcji oddziaływać będzie również zwiększanie innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (*global value chains*) wraz z procesem realnej konwergencji.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

Luka popytowa

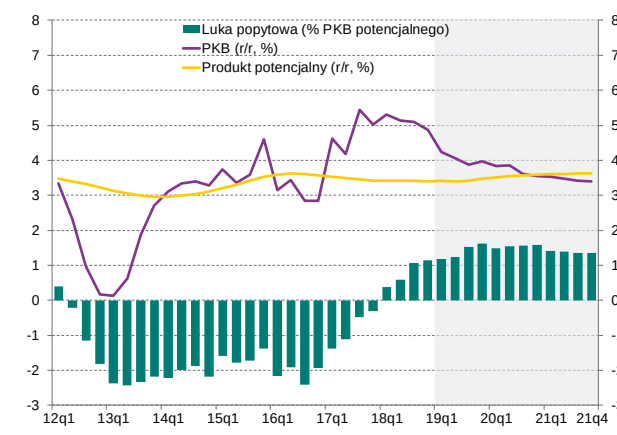
W bieżącym roku wzrost realnego PKB przewyższać będzie nadal dynamikę produktu potencjalnego. W kolejnych latach spowalniający wzrost gospodarczy będzie się już kształtować na poziomie najpierw zbliżonym, a następnie niższym od dynamiki produktu potencjalnego, przez co luka popytowa przejściowo ustabilizuje się, a pod koniec horyzontu projekcji zacznie się już stopniowo domykać (Wykres 4.18). Taki kształt luki popytowej – stanowiącej syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce – choć w najbliższych kwartałach będzie oddziaływał jeszcze w kierunku szybszego wzrostu cen, to w dłuższym horyzoncie projekcji będzie czynnikiem obniżającym nieznacznie krajową inflację.

Rynek pracy

Oczekiwanemu w najbliższych latach spowolnieniu tempa wzrostu PKB towarzyszył będzie, opóźniony w czasie, stopniowy spadek dynamiki liczby pracujących (Wykres 4.19). Oprócz wolniejszego wzrostu popytu na pracę mogą przyczyniać się do tego ograniczenia po stronie podaży pracy. Zasób osób bezrobotnych, które mogłyby podjąć pracę jest obecnie niewielki, co odzwierciedla rekordowo niska stopa bezrobocia (Wykres 4.16, Wykres 4.20). W badaniach ankietowych przedsiębiorstw odsetek firm wskazujących niedobór pracowników jako barierę działalności kształtuje się na najwyższym poziomie od 2008 r.⁶², a odsetek firm deklarujących posiadanie nieobsadzonych stanowisk pracy pozostaje bardzo wysoki i w IV kw. 2018 r. przekraczał 40%⁶³.

Dynamika wynagrodzeń w latach 2019-2021, pomimo stopniowego spowolnienia, nadal utrzymywać się będzie na podwyższonym poziomie, co przełoży się na kształtowanie się tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy na

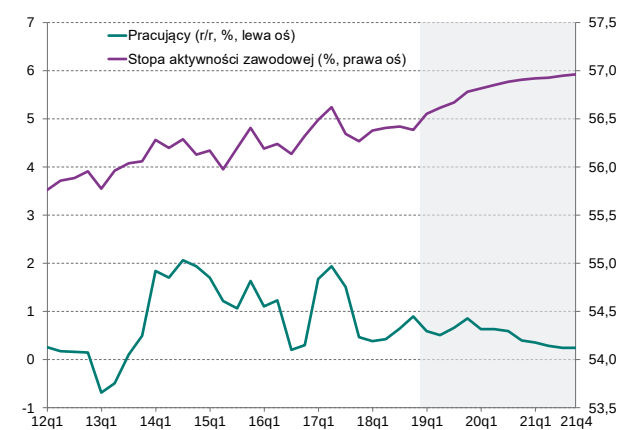
Wykres 4.18 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

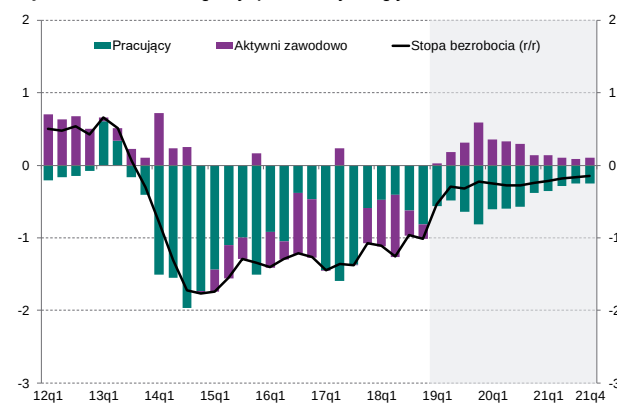
Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.19 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶² Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2019, GUS, styczeń 2019 r.

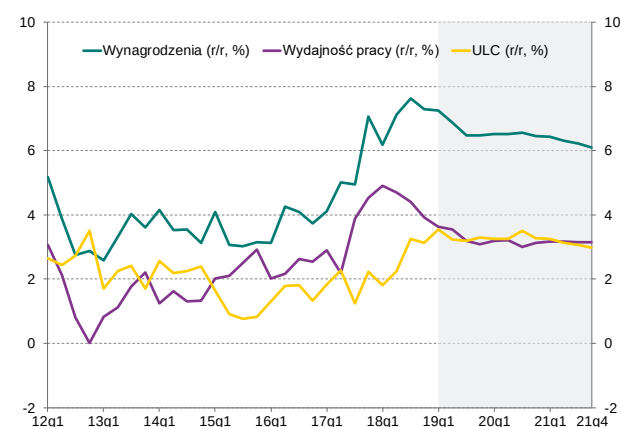
⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

poziomie zbliżonym do 3% r/r (Wykres 4.21). W kierunku wyższej dynamiki płac będzie oddziaływać rekordowo niski poziom stopy bezrobocia oraz stopniowy wzrost inflacji cen konsumenta. Badania ankietowe NBP wskazują, że odsetek firm planujących znaczący wzrost wynagrodzeń w 2019 r. oraz sygnalizujących występowanie presji płacowej utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie⁶⁴. Dodatkowo, zgodnie z *Ustawą budżetową na 2019 r.*, w br. przyspieszy tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, który obejmuje blisko jedną trzecią ogółu zatrudnionych w gospodarce narodowej. W horyzoncie projekcji dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce będzie się jednak stopniowo zmniejszać w wyniku wolniejszego wzrostu popytu na pracę ze strony przedsiębiorstw. Jednocześnie presję płacową będzie nadal łagodzić obecność imigrantów, w tym głównie z Ukrainy. Ich znaczenie dla rynku pracy rośnie wraz z obserwowanym wydłużaniem się przeciętnego czasu pobytu w naszym kraju oraz rosnącej obecności w kolejnych działach gospodarki. Z drugiej strony skala oddziaływania pracowników z Ukrainy na polski rynek pracy mogłaby zostać ograniczona, gdyby część imigrantów wyjechała z Polski wraz z otwarciem od 2020 r. rynku pracy w Niemczech dla obywateli spoza UE⁶⁵.

Kurs walutowy

Kurs złotego pozostawał w ostatnim okresie relatywnie stabilny względem walut głównych parterów handlowych Polski, kształtując się w dalszym ciągu poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W horyzoncie projekcji oczekuje się zatem, że efektywny realny kurs złotego będzie się umacniał, zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Skalę umocnienia efektywnego realnego kursu złotego

Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁶⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r. Porównanie z danymi z poprzednich edycji utrudnia zmiana pytania ankietowego o wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach.

⁶⁵ W grudniu 2018 r. rząd Niemiec skierował do Bundestagu ustawę ułatwiającą pracownikom wykwalifikowanym spoza UE dostęp do niemieckiego rynku pracy. Ustawa ta wejdzie w życie prawdopodobnie od 2020 r.

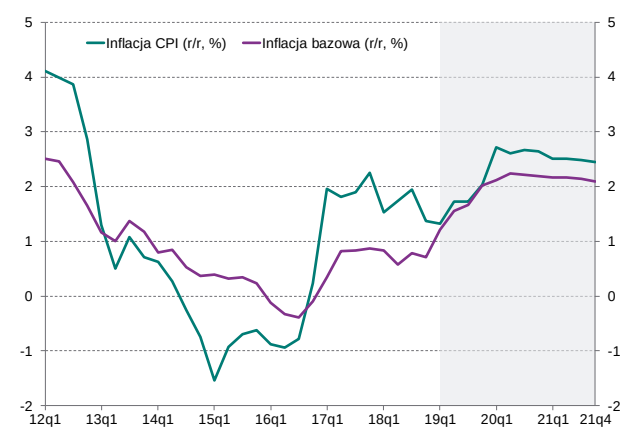
w ostatnim roku projekcji ograniczać będzie oczekiwany malejący dysparytet stóp procentowych. Spadek dysparytetu wynika z przyjęcia w projekcji założenia o braku zmian stóp procentowych NBP przy jednoczesnym przewidywanym niewielkim wzroście kosztu pieniądza w strefie euro.

Inflacja CPI

Inflacja CPI pozostanie w 2019 r. na niskim poziomie (1,7%) zbliżonym do wielkości z ubiegłego roku. W 2020 r. spodziewane jest przyspieszenie wzrostu cen konsumenta do 2,7%, a następnie jego obniżenie pod koniec horyzontu projekcji w okolice 2,5% r/r. (Wykres 4.22). W kierunku wyższej inflacji CPI, w szczególności inflacji bazowej, w najbliższych kwartałach oddziaływać będą rosnące koszty pracy i nadal relatywnie silna presja popytowa w polskiej gospodarce. W dalszym horyzoncie projekcji wpływ tych czynników zacznie stabilizować się, a następnie nieznacznie osłabnie. Skale przyspieszenia inflacji ogranicza przy tym niski wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski, a w 2019 r. dodatkowo obniżenie dynamiki cen energii. Ceny żywności pozostaną w całym horyzoncie projekcji na relatywnie stabilnym poziomie (Wykres 4.23).

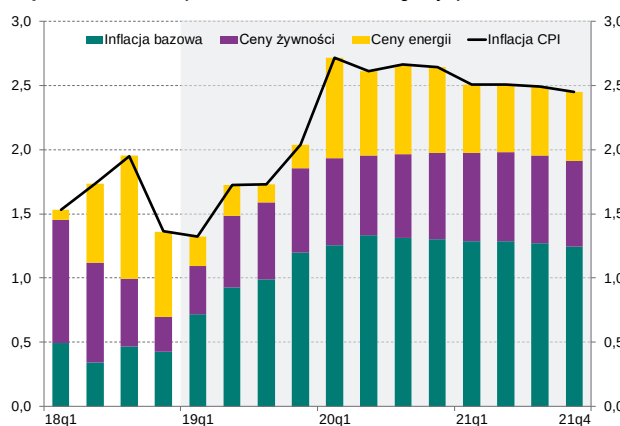
Rosnącą presję kosztową ze strony rynku pracy w 2019 r. odzwierciedla przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy. W tym samym okresie spodziewane jest również nasilenie presji popytowej mierzonej luką popytową (Wykres 4.18). W kolejnych latach zarówno dynamika jednostkowych kosztów pracy jak i poziom luki popytowej pozostaną relatywnie stabilne, obniżając się jednak pod sam koniec horyzontu projekcji. Ze względu na opóźnienia jakie zachodzą pomiędzy zmianami w realnej i nominalnej sferze gospodarki można oczekiwać, że maksymalny poziom inflacji CPI osiągnie dopiero na początku 2020 r. Skale przyspieszenia dynamiki cen będzie przy tym umiarkowana, co

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

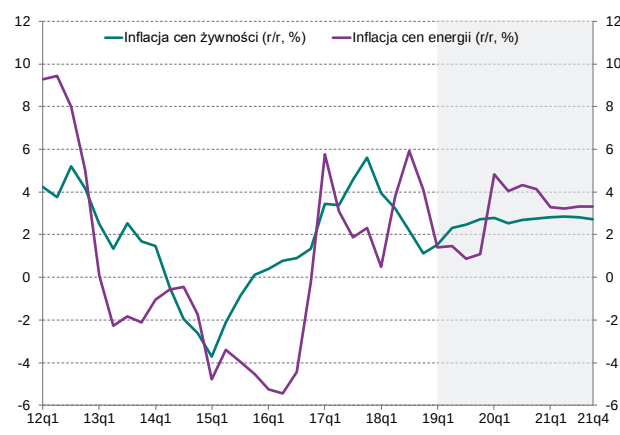


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wynika zarówno ze zmniejszenia się w ostatnich latach wrażliwości dynamiki cen na zmiany krajowej koniunktury⁶⁶, jak również z niskiej inflacji w otoczeniu gospodarki polskiej (Wykres 4.5).

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

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁶ Badanie przeprowadzone na danych z gospodarki polskiej z lat 2002-2015 pokazuje, że po 2011 r., w okresie niskiej inflacji oraz deflacji, obniżyła się reakcja inflacji CPI na zmiany krajowej koniunktury, co częściowo można tłumaczyć zmianami strukturalnymi na rynku pracy. Jednocześnie kształtowanie się krajowych procesów cenowych determinowane było w większym stopniu przez oddziaływanie czynników zewnętrznych odzwierciedlając rosnący wpływ globalizacji oraz zmian cen surowców na rynkach światowych (Szafranek, Karol, 2017, Flattening of the New Keynesian Phillips curve: Evidence for an emerging, small open economy, *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 63(C), s. 334-348).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji listopadowej przyczyniły się do podniesienia prognozy tempa wzrostu PKB, przy niższej niż w poprzedniej projekcji oczekiwanej ścieżce inflacji, zwłaszcza w 2019 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.27).

PKB

Mimo głębszego od oczekiwań spowolnienia wzrostu gospodarczego w strefie euro, dynamika PKB w Polsce w II połowie ub.r. okazała się wyższa niż zakładano w projekcji listopadowej. Wynika to w szczególności z wyższego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w IV kw. ub.r.⁶⁷ Silniej od wcześniejszych oczekiwań wzrosły także nakłady brutto na środki trwałe, wraz z przyspieszoną absorpcją funduszy UE współfinansujących inwestycje samorządowe.

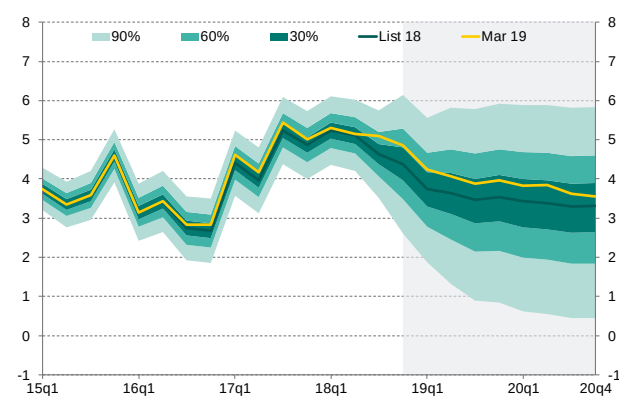
W latach 2019-20 tempo wzrostu PKB kształtować się będzie wyraźnie powyżej ścieżki z projekcji listopadowej (Wykres 4.26). Przyczyni się do tego w największym stopniu wejście w życie zapowiadanego przez rząd pakietu ustaw znacznie zwiększających poziom świadczeń społecznych i obniżających obciążenia podatkowe. Bardziej ekspansywna polityka fiskalna przełoży się tym samym na wyższą niż zakładano w poprzedniej projekcji dynamikę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, a w konsekwencji także wyższe spożycie prywatne. Wpływ zwiększonej dynamiki konsumpcji na tempo wzrostu PKB będzie tylko częściowo niwelowany przez wyższe tempo wzrostu importu. W kierunku podwyższenia prognozy wzrostu PKB w 2019 r. oddziałują także niższe ceny energii dla gospodarstw domowych i

Tabela 4.2 Projektcja marcowa na tle listopadowej

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

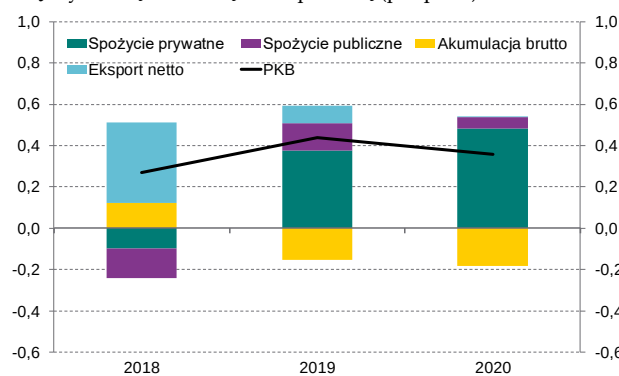
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projektcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

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

⁶⁷ Przyjęte wielkości o eksporcie netto w projekcji zostały przygotowane w oparciu o dane dostępne do 15 lutego br. Przy publikacji 28 lutego 2019 r. pełnych rachunków narodowych za IV kw. 2018 r. GUS jednocześnie zrewidował w dół wcześniejsze szacunki wkładu eksportu netto do wzrostu w 2018 r.

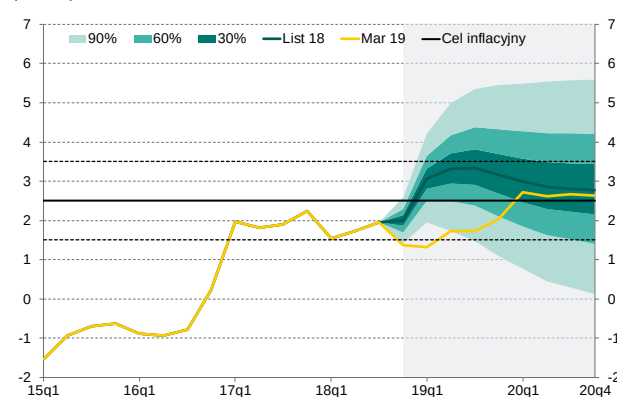
przedsiębiorstw oraz większa skala wzrostu płac w sektorze publicznym. W całym horyzoncie projekcji dynamikę PKB obniżyć będzie, redukując w części pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników, niższe niż zakładano w poprzedniej rundzie prognostycznej tempo wzrostu gospodarczego w krajach głównych partnerów handlowych Polski.

Inflacja

Pomimo wyższego od oczekiwań wzrostu PKB, inflacja CPI w IV kw. 2018 r. okazała się niższa od przewidywań z projekcji listopadowej. Wynikało to w największym stopniu z niższych od wcześniejszych założeń cen ropy naftowej na rynkach światowych. Niższy od oczekiwań poziom inflacji był także efektem silniejszego od wcześniejszych szacunków wpływu migracji z Ukrainy na potencjalne tempo wzrostu polskiej gospodarki. Czynniki te, wraz z wejściem w życie przepisów *Ustawy o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw* utrzymującej ceny energii elektrycznej w 2019 r. na poziomie z 2018 r., stanowią przesłankę korekty prognozy inflacji w kolejnych kwartałach projekcji. Korekta ta dotyczyła prognozy cen energii oraz, w mniejszym stopniu, inflacji bazowej (Wykres 4.28). Dodatkowo na niższy poziom inflacji bazowej w IV kw. ub.r. wpłynęły promocje w zakresie rekreacji i kultury.

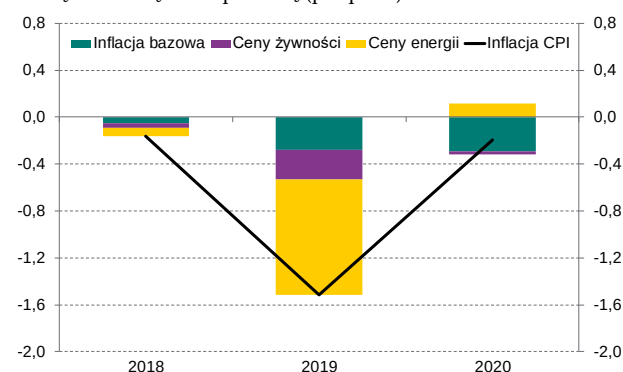
Na niższą prognozowaną dynamikę cen energii w 2019 r.łożyły się dwa elementy. Po pierwsze, w IV kw. 2018 r. nastąpiło silne obniżenie cen ropy naftowej na rynkach światowych, co zrewidowało w dół oczekiwanie względem przyszłej dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu. Po drugie, w wyniku wejścia w życie przepisów *Ustawy o zmianie ustawy o podatku akcyzowym oraz niektórych innych ustaw* z dnia 28 grudnia 2018 r. została obniżona stawka akcyzy oraz opłaty przejściowej, stanowiących część rachunku za przesył i dystrybucję energii. Zgodnie z zapisami ustawy, ceny energii elektrycznej w 2019 r. dla

Wykres 4.27 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

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

odbiorcy końcowego mają pozostać na niezmiennym poziomie, podczas gdy dostępny zasób informacji na etapie sporządzania projekcji listopadowej wskazywał, że najbardziej prawdopodobny jest wyraźny wzrost taryf dla gospodarstw domowych. Przyjęte w procesie sporządzania każdej projekcji założenie o braku zmian regulacyjnych w horyzoncie prognozy oznacza, że po 2019 r. cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw nie będą zamrożone i wzrosną zgodnie z działaniem mechanizmów modelu prognostycznego uwzględniającym utrzymanie niższej akcyzy oraz opłaty przejściowej.

Pomimo wyższej ścieżki wzrostu PKB, prognoza inflacji bazowej w latach 2019-20 jest niższa niż w projekcji listopadowej, na co złożył się wpływ kilku czynników. Presję kosztową w gospodarce będzie ograniczać niższa dynamika cen importu związana z rewizją w dół ścieżki cen ropy naftowej – a także cen gazu ziemnego i węgla kamiennego – na rynkach światowych. W tym samym kierunku będą oddziaływać niższe koszty przedsiębiorstw związane z zamrożeniem wysokości płaconych przez nie rachunków za prąd na poziomie z 2018 r. na mocy przepisów Ustawy z dnia 28 grudnia 2018 r. Jednocześnie w bieżącej rundzie prognostycznej przyjęto, że obecność migrantów na krajowym rynku pracy ma silniejsze od wcześniejszych szacunków przełożenie na potencjał produkcyjny polskiej gospodarki oraz koszty pracy i tym samym będzie to czynnik łagodzący presję inflacyjną w stopniu większym, niż przyjmowano dotychczas.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejszym źródłem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce jest obecnie koniunktura

globalna. Ponadto, prognozowane tempo wzrostu gospodarczego obarczone jest niepewnością związaną z wielkością napływu netto na krajowy rynek pracy imigrantów z Ukrainy. Z kolei głównym ryzykiem dla krajowej inflacji, oprócz tempa wzrostu PKB za granicą, jest rozwój sytuacji na rynku surowców energetycznych i regulacje rynku energii elektrycznej oraz ich przełożenie na krajowe ceny energii. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB, a w mniejszym stopniu – inflacji CPI, wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) stopniowo obniża się do około 42% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Perspektywy wzrostu w gospodarce globalnej

Założenia do centralnej ścieżki projekcji dotyczące rozwoju sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski nie uwzględniają wpływu zdarzeń, zarówno pozytywnych, jak i negatywnych, które mogą wystąpić, ale ich prawdopodobieństwo oceniane jest jako niskie. W obecnej rundzie progностycznej ocenia się, że wśród tych zdarzeń przeważają te, które mogą przyczynić się do wolniejszego wzrostu PKB za granicą. Najważniejsze czynniki ryzyka dla ścieżki centralnej związane są z dalszą eskalacją sporów handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami światowymi oraz z obniżeniem wzrostu w krajach rozwiniętych, w tym z negatywnymi konsekwencjami możliwej silnej przeceny akcji w Stanach Zjednoczonych.

W ubiegłym roku pojawiły się pierwsze sygnały negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy dotychczas wprowadzonych działań protekcyjnych podejmowanych przez

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%)
19q1	0,68	1,00	1,00	0,49	0,32
19q2	0,35	0,88	1,00	0,49	0,65
19q3	0,39	0,78	0,96	0,49	0,57
19q4	0,31	0,64	0,89	0,49	0,57
20q1	0,18	0,43	0,71	0,50	0,53
20q2	0,24	0,48	0,73	0,51	0,49
20q3	0,25	0,47	0,72	0,52	0,47
20q4	0,26	0,49	0,72	0,52	0,46
21q1	0,30	0,53	0,75	0,53	0,45
21q2	0,31	0,53	0,75	0,53	0,43
21q3	0,32	0,53	0,75	0,53	0,43
21q4	0,33	0,54	0,75	0,53	0,42

Źródło: obliczenia NBP.

Stany Zjednoczone i ich głównych partnerów handlowych. W Chinach odnotowano wyraźne obniżenie wolumenu wymiany handlowej, jak również dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej. Pod koniec 2018 r. między Chinami i Stanami Zjednoczonymi uzgodnione zostało wstrzymanie dalszych posunięć protekcyjnych oraz podjęcie negocjacji w celu wyjaśnienia spornych zagadnień. Jeśli rozmowy te nie przyniosą oczekiwanego skutku, amerykańskie władze mogą zdecydować się na podwyższenie z 10 do 25% obowiązujących obecnie taryf na towary pochodzących z Chin o wartości 200 mld USD, w tym przede wszystkim dobra pośrednie. Zrealizowane mogą też zostać zapowiedzi objęcia cłami importu o wartości kolejnych 267 mld USD z Państwa Środka, w tym przede wszystkim dóbr kapitałowych i konsumpcyjnych. Ponadto wciąż istnieje ryzyko, że administracja amerykańska ustanowi opłaty celne na samochody i części do nich o łącznej wartości ponad 200 mld USD. Efekty tego

posunięcia dotknęłyby nie tylko Chiny, ale i innych partnerów handlowych, w tym Europę. Kroki te najprawdopodobniej spotkałyby się z działaniami odwetowymi. Poszerzenie skali konfliktu handlowego mogłoby skutkować zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw, a przez to dalszym ograniczeniem handlu światowego. Rosnąca niepewność odnośnie do warunków prowadzenia w przyszłości działalności gospodarczej ograniczałaby aktywność inwestycyjną w krajach dotkniętych sporami, jak również skutkowałaby powstaniem napięć na międzynarodowych rynkach finansowych.

Zaostrzenie sporów handlowych negatywnie oddziaływałoby na wszystkie strony konfliktu. W Stanach Zjednoczonych ryzyko niższego wzrostu powiązane jest dodatkowo z wolniejszą dynamiką wydatków konsumpcyjnych przy niskiej obecnie stopie oszczędności gospodarstw domowych oraz wysokim udziale aktywów finansowych w ich majątku. W szczególności taki scenariusz zmaterializowałby się, gdyby nastąpił ponowny wzrost cen surowców energetycznych lub głębszy spadek cen akcji na giełdach amerykańskich. Obserwowane pod koniec 2018 r. przeceny miały jak dotąd niewielki wpływ na konsumpcję z uwagi na nadal wysoką wycenę aktywów oraz silną koncentrację majątku ulokowanego w akcjach wśród gospodarstw z górnej części rozkładu dochodowego. Jednak w przypadku głębszej korekty cen akcji, prowadzącej do załamania nastrojów konsumentów i przedsiębiorców, należałoby oczekiwać wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w tym regionie.

Istotne ryzyko dla aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski stanowi również opuszczenie Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię bez uprzedniego osiągnięcia porozumienia w sprawie warunków, na których to nastąpi (tzw. *no-deal brexit*). W scenariuszu tym konsekwencją natychmiastowego ustanowienia kontroli celnych

i gwałtownej zmiany zasad prowadzenia działalności byłby wzrost niepewności i spowolnienie dynamiki PKB, zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i – w mniejszym stopniu – w krajach Unii Europejskiej.

W horyzoncie projekcji w otoczeniu gospodarczym Polski mogą także mieć miejsce zdarzenia oddziałujące pozytywnie na krajową ścieżkę wzrostu, chociaż ocenia się, że ich wystąpienie jest znacznie mniej prawdopodobne niż zdarzeń o charakterze negatywnym. W szczególności silniejsze niż się obecnie oczekuje mogą być skutki ekspansywnej polityki fiskalnej w strefie euro lub skuteczniejsza może się okazać polityka monetarna EBC. Istnieje również możliwość złagodzenia sporów handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i ich głównymi partnerami gospodarczymi, co mogłoby przyczynić się do wzrostu wolumenu handlu zagranicznego i poprawy nastrojów w skali globalnej. Korzystne z punktu widzenia wzrostu światowego PKB byłyby również silniejsze niż przewiduje się obecnie efekty działań podejmowanych w Chinach w celu stymulowania aktywności gospodarczej.

Podaż pracy w Polsce

Przyszły zasób siły roboczej w Polsce stanowi jedno z ważniejszych krajowych źródeł ryzyka dla scenariusza centralnego bieżącej projekcji. W tym kontekście szczególną niepewnością obarczona jest założona w horyzoncie projekcji liczba pracujących w Polsce imigrantów, przede wszystkim z Ukrainy. Przepływy migrantów będą uwarunkowane zarówno sytuacją na krajowym rynku pracy, jak i zmianami w polityce imigracyjnej innych krajów Unii Europejskiej, w szczególności Niemiec. W grudniu 2018 r. rząd tego kraju skierował do Bundestagu ustawę ułatwiającą pracownikom wykwalifikowanym spoza UE dostęp do niemieckiego rynku pracy, która najprawdopodobniej wejdzie w życie nie wcześniej niż na początku 2020 r. Jej przyjęcie

może zwiększyć skłonność do reemigracji ukraińskich pracowników przebywających na terenie Polski, co skutkowałoby ograniczeniem podaży pracy w kraju oraz wzrostem dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie nie można wykluczyć, że potencjalny odpływ migrantów z Ukrainy do Niemiec może zostać zrekompensowany silniejszym napływem migrantów do Polski z innych krajów, w tym pozaeuropejskich.

Wpływ uwarunkowań sektora energetycznego na inflację w Polsce

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych, a także przełożenie uwarunkowań sektora energetycznego w Polsce na taryfy dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Czynniki podażowe w dalszym ciągu stanowią ryzyko dla przyszłego kształtowania się cen ropy naftowej. Niepewnością obarczona jest wysokość produkcji ropy krajów zrzeszonych w organizacji OPEC, jak również jej podaż ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych przy ograniczeniach związanych z transportem surowca na terenie tego kraju. Do wzrostu cen ropy naftowej względem założeń scenariusza bazowego projekcji mogłyby się przyczynić również czynniki geopolityczne, takie jak dalsze pogłębienie kryzysu gospodarczo-politycznego w Wenezueli, który do tej pory przełożył się na spadek wydobycia w tym kraju o ponad 1 mln baryłek dziennie w stosunku do 2015 r. Do ważnych obszarów niepewności w bieżącej projekcji należy również kształtowanie się popytu na surowce energetyczne, w szczególności ze strony gospodarek krajów rozwijających się.

Kolejnym ważnym źródłem niepewności dla przyszłej inflacji CPI jest kształtowanie się hurtowych cen energii elektrycznej oraz skala i rozłożenie w czasie wpływu zmian tych cen na

ceny dla odbiorców końcowych. Na skutek m.in. wzrostu cen węgla kamiennego i uprawnień do emisji CO₂ ceny energii elektrycznej na rynku hurtowym w styczniu 2019 r. kształtowały się na poziomie o ponad 50% wyższy niż rok wcześniej. W dniu 28 grudnia 2018 r. Sejm uchwalił ustawę obniżającą stawkę akcyzy na energię elektryczną i opłatę przejściową oraz zamrażającą w 2019 r. taryfy za energię elektryczną dla odbiorców końcowych. Ustawa ta wprowadziła również system rekompensat dla przedsiębiorstw z branży energetycznej. W projekcji uwzględniono skutki braku zmian cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, firm i jednostek samorządu terytorialnego w bieżącym roku. Jednakże, w momencie sporządzania projekcji wciąż brakowało rozporządzenia do ustawy regulującego szczegółowe kwestie ustalania cen i rekompensat, wskutek czego ścieżka inflacji CPI także w bieżącym roku obarczona jest niepewnością. Ponadto istnieje ryzyko, że Komisja Europejska uzna system rekompensat za niedozwoloną pomoc publiczną, a zakaz podwyższania opłat za ograniczanie kompetencji regulatora. Uwzględnienie zastrzeżeń KE może prowadzić do nowelizacji ustawy z grudnia ub.r. skutkującej innym niż założono w projekcji kształtowaniem się cen konsumenta w br.

Zamrożenie cen energii elektrycznej w ustawie z 28 grudnia 2018 r. dotyczy jedynie 2019 r. W ścieżce centralnej przyjęto zatem, że od 2020 r. taryfy dla gospodarstw domowych będą kształtować się zgodnie z mechanizmami modelowymi, przy uwzględnieniu utrzymania obniżonej akcyzy i opłaty przejściowej. Nie można jednak wykluczyć, że mechanizm rekompensowania wytwórcom energii części wzrostu cen certyfikatów CO₂ zostanie jednak wykorzystany również w kolejnych latach oddziałując w kierunku niższych niż w projekcji cen energii.

Innym czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku obniżenia ścieżki cen energii w bieżącej

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

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2017	2018	2019	2020	2021
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,0	1,6	1,7	2,7	2,5
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	0,7	0,7	1,6	2,2	2,1
Ceny żywności (% r/r)	4,2	2,6	2,2	2,7	2,8
Ceny energii (% r/r)	3,2	3,6	1,2	4,3	3,3
PKB (% r/r)	4,8	5,1	4,0	3,7	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	5,3	4,4	3,9	3,4
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	4,9	4,5	4,4	4,3	3,6
Spożycie publiczne (% r/r)	3,5	3,7	5,1	3,3	3,1
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	3,9	7,3	5,4	3,7	2,6
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,1
Eksport (% r/r)	9,5	5,8	3,8	4,5	4,8
Import (% r/r)	10,0	6,3	4,5	4,8	4,8
Wynagrodzenia (% r/r)	5,3	7,1	6,8	6,5	6,3
Pracujący (% r/r)	1,4	0,6	0,7	0,6	0,3
Stopa bezrobocia (%)	4,9	3,8	3,4	3,2	3,0
NAWRU (%)	5,1	4,3	3,9	3,7	3,6
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,4	56,4	56,7	56,9	56,9
Wydajność pracy (% r/r)	3,4	4,5	3,4	3,1	3,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,9	2,6	3,3	3,3	3,1
Produkt potencjalny (% r/r)	3,5	3,4	3,4	3,6	3,6
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,8	0,8	1,4	1,5	1,4
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,90	0,86	0,89	0,86	0,86
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,62	0,77	0,65	0,65	0,64
Inflacja za granicą (% r/r)	1,3	1,7	1,9	1,9	1,9
PKB za granicą (% r/r)	2,4	1,8	1,3	1,5	1,4
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,4	1,4	1,0	1,0	0,7
WIBOR 3M (%)	1,73	1,71	1,72	1,72	1,72

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

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

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2018 r. – styczeń 2019 r.

■ Data: 7 listopada 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: K. Zubelewicz

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

■ Data: 4 grudnia 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2018 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 4 grudnia 2018 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2019.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

www.nbp.pl

