

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2020 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 – co do zasady – do 20 lutego 2020 r. *Raport* zawiera także niektóre ważne informacje, które napłynęły do 2 marca br.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	12
1.3 Światowe rynki surowców	14
1.4 Polityka pieniężna za granicą	16
1.5 Światowe rynki finansowe	18
2. Gospodarka krajowa	21
2.1 Ceny dóbr i usług	21
Ramka: Kształtowanie się inflacji cen żywności w Polsce w 2019 r.	24
2.2 Popyt i produkcja	27
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	35
2.4 Rynek pracy	36
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	38
2.6 Pieniądz i kredyt	41
2.7 Bilans płatniczy	42
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2019 r. – marzec 2020 r.	45
4. Projekcja inflacji i PKB	61
4.1 Synteza	62
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	63
4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022	67
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	78
4.5 Źródła niepewności projekcji	81
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2019 r. – styczeń 2020 r.	87

Synteza

Pod koniec 2019 r. z gospodarki światowej napływały sygnały stabilizowania się tempa wzrostu aktywności na relatywnie niskim poziomie. Powoli rosły wskaźniki nastrojów firm, choć pozostały one poniżej swoich historycznych średnich. Jednocześnie wolumen handlu światowego oraz wielkość nowych zamówień eksportowych nadal się obniżały. Zawarcie częściowego porozumienia handlowego między Stanami Zjednoczonymi a Chinami na początku br. zmniejszyło ryzyko dalszej eskalacji konfliktu handlowego między tymi państwami. Obecnie aktywność w gospodarce światowej zakłóca natomiast rozprzestrzenianie się koronawirusa w Chinach. Trudno jednak ocenić jego skutki dla perspektyw gospodarki światowej.

Inflacja w gospodarce światowej wzrosła w ostatnich miesiącach, do czego przyczyniły się przede wszystkim czynniki podażowe. W wyniku rozszerzania się epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF) nastąpił dalszy wzrost cen wieprzowiny, który wpłynął na wzrost dynamiki cen żywności w wielu krajach, w tym w gospodarkach wschodzących. Wyższa dynamika cen konsumpcyjnych na przełomie roku była także efektem wzrostu rocznej dynamiki cen energii. Wskaźniki inflacji bazowej ustabilizowały się natomiast na umiarkowanych lub niskich poziomach zarówno w większości gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących.

Wobec utrzymywania się relatywnie niskiej dynamiki PKB i inflacji w części gospodarek oraz perspektyw wciąż stosunkowo słabego wzrostu gospodarczego na świecie, główne banki centralne kontynuowały w ostatnich miesiącach łagodną politykę pieniężną. W szczególności Europejski Bank Centralny, po obniżeniu stopy depozytowej we wrześniu 2019 r., utrzymuje ją na poziomie -0,50% oraz zwiększa swoją sumę bilansową. Ponadto EBC w swoim *forward guidance* wskazuje, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym lub niższym poziomie do czasu, gdy prognozy inflacji nie będą wskazywać na jej wyraźny powrót do poziomu docelowego EBC. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych po trzech obniżkach stóp procentowych dokonanych w 2019 r., od listopada ub.r. utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

Nastroje na światowych rynkach finansowych podlegały w ostatnich miesiącach istotnym wahaniom. Najpierw – w ślad za złagodzeniem sporów handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami – nastąpiła ich poprawa, a następnie – wraz z rozprzestrzenianiem się koronawirusa i wzrostem obaw o światową koniunkturę – pogorszenie. W efekcie rentowności obligacji oraz ceny akcji na rynkach światowych, po przejściowym wzroście, w ostatnim okresie znacząco się obniżyły.

W 2019 r. dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce wyniosła 2,3%, a więc była zgodna z celem inflacyjnym NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W styczniu br. – według wstępnych danych GUS – inflacja CPI wzrosła do 4,4% r/r. Wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego wynikał z oddziaływania – pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej – czynników regulacyjnych i podażowych. Przyczynił się do tego wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, wyższe ceny paliw, wzrost opłat za wywóz śmieci, podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, a także dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej. W kierunku wzrostu cen oddziaływała również korzystna

sytuacja finansowa gospodarstw domowych, w tym wzrost ich dochodów, i związany z nią wzrost popytu konsumpcyjnego. Ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat dynamiki cen w najbliższych kwartałach przesunęły się w kierunku wyższej inflacji. Jednocześnie eksperci uczestniczący w grudniowej Ankiecie Makroekonomicznej NBP oczekują, że po przejściowym wzroście inflacji w 2020 r., w kolejnym roku wskaźnik CPI obniży się w pobliże celu inflacyjnego NBP. Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ze stycznia br. także sygnalizują powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego w 2021 r.

W Polsce w II połowie 2019 r. utrzymywała się dobra koniunktura, jednak roczne tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się (wzrost realnego PKB wyniósł 3,9% r/r w III kw. i 3,2% r/r w IV kw. wobec 4,5% r/r w II kw.). Spowolnienie dynamiki PKB wynikało głównie z niskiego tempa wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki i obniżenia się dynamiki konsumpcji. Choć dynamika konsumpcji obniżyła się w ostatnich kwartałach, to popyt konsumpcyjny nadal rośnie w solidnym tempie. Ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również inwestycje. Istotny wkład do wzrostu PKB mają również wydatki publiczne na dobra i usługi, co wynika ze wzrostu wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym. Jednocześnie – wobec relatywnie niskiej dynamiki PKB na świecie – nastąpiło dalsze spowolnienie wymiany handlowej Polski, choć wkład eksportu netto do wzrostu PKB był wyraźnie dodatni.

Nadal relatywnie korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie jego dynamika obniża się, co jest związane zarówno z pewnym osłabieniem popytu na pracę, jak i z ograniczeniami po stronie podaży pracy. W warunkach wzrostu zatrudnienia i spadku podaży pracy stopa bezrobocia, która już wcześniej kształtowała się na bardzo niskim poziomie, nadal się obniża. W efekcie pozycja pracowników w negocjacjach płacowych jest wciąż silna, choć zgodnie z wynikami badań ankietowych NBP presja płacowa w przedsiębiorstwach nieznacznie maleje. Dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw, po pewnym obniżeniu się w IV kw. 2019 r., w styczniu br. nieco wzrosła i pozostaje na poziomie zbliżonym do średniej z ostatnich dwóch lat. Tempo wzrostu płac w gospodarce w IV kw. ukształtowało się na poziomie 6,9% r/r i było wspierane dynamicznym wzrostem płac w sektorze publicznym. Wobec równoczesnego obniżenia się dynamiki PKB dynamika jednostkowych kosztów pracy przyspieszyła w IV kw. 2019 r. do 3,9% r/r.

Zmiany nastrojów na rynkach finansowych oraz bieżące odczyty inflacji miały wpływ na kształtowanie się rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach. Rentowności te pozostały istotnie niższe niż średnio w poprzednich latach, a także niższe niż w większości gospodarek wschodzących, a w ostatnim okresie – podobnie jak w przypadku krajów rozwiniętych – obniżyły się. Odzwierciedla to korzystną ocenę fundamentów polskiej gospodarki przez inwestorów, w tym brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. Jednocześnie, w związku z obserwowanym obecnie pogorszeniem się nastrojów na rynkach światowych, indeks WIG znacząco się obniżył. Natomiast średni kurs złotego wobec głównych walut nie zmienił się znacząco względem średniej z II połowy 2019 r.

Dynamika szerokiego pieniądza w IV kw. ub.r. spowolniła, do czego przyczynił się wolniejszy przyrost depozytów gospodarstw domowych. Również tempo wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego w IV kw. 2019 r. nieco się obniżyło i według szacunków NBP ukształtowało się na poziomie niższym od dynamiki nominalnego PKB. Natomiast rynek mieszkaniowy znajdował się w fazie ekspansji, a liczba sprzedanych mieszkań była wysoka.

W II połowie 2019 r. saldo obrotów bieżących w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco poprawiło się względem I połowy ub.r. Poprawa wynikała przede wszystkim z wyższego niż przed rokiem salda

obrotów towarowych. W II połowie 2019 r. wzrosło także saldo na rachunku finansowym. Pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej również świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki.

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

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie listopad 2019 r. – luty 2020 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 19 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie od października 2019 r. do stycznia 2020 r. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono ramkę *Kształtowanie się inflacji cen żywności w Polsce w 2019 r.*

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 18 lutego 2020 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1–4,2% w 2020 r. (wobec 2,1–3,6% w projekcji z listopada 2019 r.), 1,7–3,6% w 2021 r. (wobec 1,6–3,6%) oraz 1,3–3,4% w 2022 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5–3,9% w 2020 r. (wobec 2,7–4,4% w projekcji z listopada 2019 r.), 2,1–3,9% w 2021 r. (wobec 2,3–4,2%) oraz 1,8–3,7% w 2022 r.

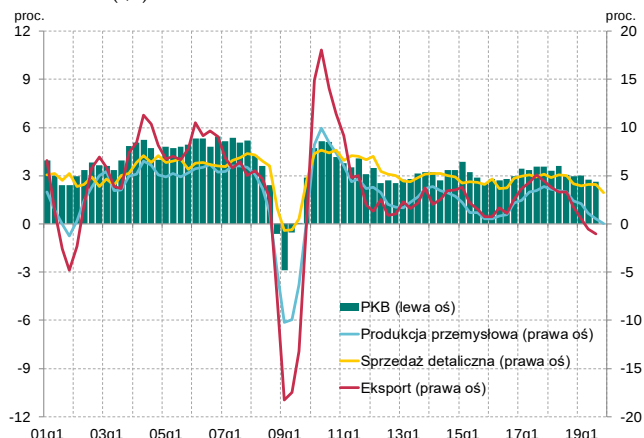
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Pod koniec 2019 r. z gospodarki światowej napływały sygnały stabilizowania się tempa wzrostu aktywności na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.1). Powoli rosły wskaźniki nastrojów firm, choć pozostały one poniżej swoich historycznych średnich, w tym zwłaszcza w sektorze przetwórczym, gdzie utrzymały się na stosunkowo niskich poziomach. Jednocześnie wolumen handlu światowego oraz wielkość nowych zamówień eksportowych nadal się obniżały. Zawarcie częściowego porozumienia handlowego między Stanami Zjednoczonymi a Chinami na początku br. zmniejszyło ryzyko dalszej eskalacji konfliktu handlowego między tymi krajami. Aktywność w gospodarce światowej zakłóca obecnie rozprzestrzenianie się koronawirusa z Chin. Obecnie trudno jednak ocenić jego skutki dla perspektyw gospodarki światowej.

Tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w IV kw. 2019 r. obniżyło się do 0,9% r/r z 1,2% r/r w II i III kw. (Wykres 1.2). W III kw. 2019 r. niekorzystnie na aktywność gospodarczą strefy euro wpływał słaby popyt zewnętrzny, odzwierciedlony w utrzymywaniu się niskiego tempa wzrostu eksportu, spadku produkcji w przemyśle przetwórczym i pesymistycznych nastrojach firm z tego sektora. W warunkach obniżającego się wykorzystania zdolności wytwórczych przedsiębiorstw oraz podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw popytu, tempo wzrostu inwestycji w strefie euro, w tym

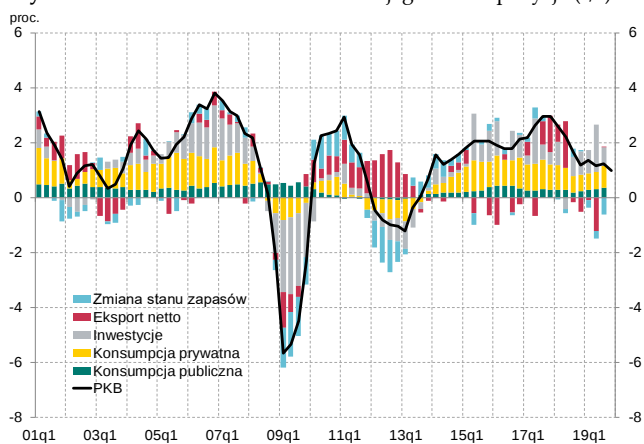
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau.

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



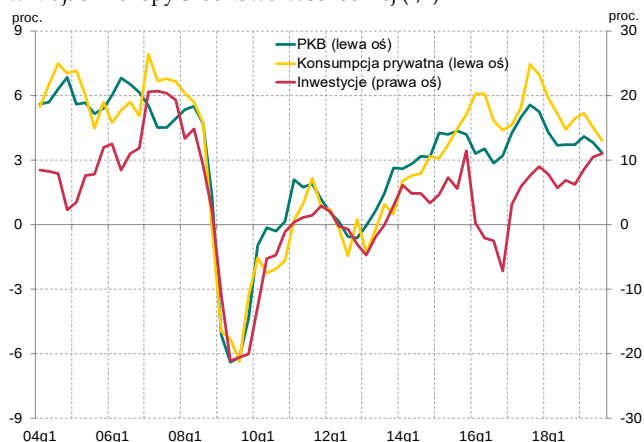
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

inwestycji w maszyny i urządzenia, osłabło¹. Uwarunkowania koniunktury konsumenckiej pozostały natomiast korzystne, choć dynamika funduszu płac stopniowo słabła, a nastroje gospodarstw domowych nieznacznie się pogorszyły. W ostatnich miesiącach 2019 r. nastąpiło także przyspieszenie sprzedaży samochodów, w związku z oczekiwanym wzrostem ich cen wobec zmian regulacyjnych i podatkowych wchodzących w życie z początkiem 2020 r. Mogło to być czynnikiem wspierającym wydatki inwestycyjne oraz konsumpcyjne w strefie euro pod koniec ub.r.

Dynamika PKB w gospodarce niemieckiej w II połowie 2019 r. pozostała słabsza niż przeciętnie w strefie euro (w IV kw. 2019 r. wyniosła 0,5% r/r wobec 0,6% r/r w III kw. ub.r. i 0,3% r/r w II kw. ub.r.²). Czynnikiem wspierającym dynamikę PKB w III kw. ub.r. było przyspieszenie konsumpcji gospodarstw domowych i wysoka dynamika wartości dodanej w budownictwie. Z kolei ograniczająco na tempo wzrostu PKB wpłynął pogłębiający się spadek aktywności w przetwórstwie. Nastroje firm przetwórczych poprawiły się nieznacznie w IV kw. 2019 r., aczkolwiek towarzyszył temu nadal stosunkowo silny spadek produkcji.

Spowolnienie wzrostu gospodarczego pogłębia się natomiast w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW; Wykres 1.3). Obniżające się tempo wzrostu PKB jest efektem osłabienia popytu zewnętrznego, ale w części krajów odzwierciedla także cykliczne spowolnienie popytu wewnętrznego po okresie jego wcześniejszego silnego wzrostu. W III kw. 2019 r. dynamika PKB w regionie obniżyła się do 3,3% (wobec 3,8% w II kw.), tj. do najniższego poziomu od niemal trzech lat. Wstępne dane za IV kw. 2019 r. wskazują na dalsze osłabienie się tempa

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumunii, ważona PKB.

¹ Dynamika inwestycji w II kw. 2019 r. była dodatkowo podniesiona przez jednorazowe transakcje dotyczące przeniesienia praw własności intelektualnej na rzecz firm z Irlandii, które nie wystąpiły już w III kw. 2019 r.

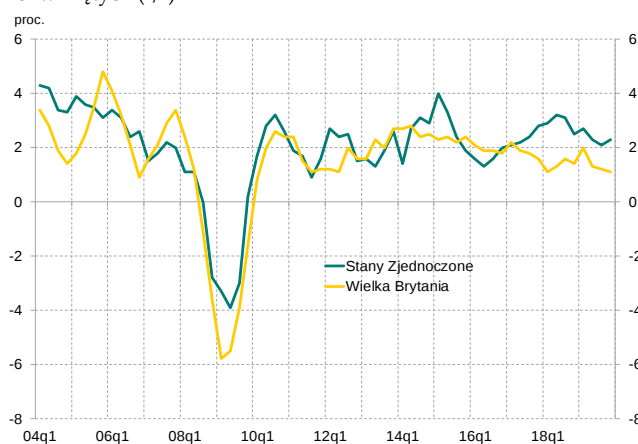
² W ujęciu kwartalnym PKB w Niemczech w IV kw. 2019 r. pozostał bez zmian w stosunku do III kw. 2019 r., po wzroście o 0,2% kw/kw w III kw. i spadku o 0,2% kw/kw w II kw. ub.r. (dane odsezonowane).

wzrostu aktywności w Czechach i na Węgrzech, czemu towarzyszyło jego przyspieszenie w Rumunii. Dekompozycja dynamiki PKB w III kw. wskazuje, że jej obniżenie się wynikało głównie ze spadku dynamiki popytu konsumpcyjnego. Dynamika ta obniżyła się wyraźnie drugi kwartał z rzędu, przy jednoczesnym dalszym istotnym hamowaniu wzrostu zatrudnienia i nieznacznym obniżeniu się nadal relatywnie wysokiej dynamiki płac. Utrzymała się natomiast wysoka dynamika nakładów inwestycyjnych brutto wspierana absorpcją środków z funduszy strukturalnych UE, aczkolwiek sytuacja w poszczególnych krajach regionu pod tym względem była silnie zróżnicowana. Wkład eksportu netto pozostał ujemny, choć w wyniku przyspieszenia dynamiki eksportu, zwłaszcza do krajów spoza UE, był on mniejszy niż w II kw. ub.r.

W Stanach Zjednoczonych w II połowie 2019 r. tempo wzrostu gospodarczego było relatywnie stabilne (Wykres 1.4)³. Przy czym roczna dynamika PKB w IV kw. nieco wzrosła (do 2,3% r/r z 2,1% r/r w III kw. i z 2,3% w II kw.) na skutek poprawy bilansu handlowego. Poprawa bilansu handlowego wynikała z ograniczenia importu z Chin w związku z konfliktem handlowym pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast przede wszystkim dalsze hamowanie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w warunkach słabej koniunktury w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Jednocześnie dynamika konsumpcji prywatnej w II połowie 2019 r. pozostała stabilna, czemu sprzyjały utrzymujący się wzrost zatrudnienia oraz korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych.

Wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii w IV kw. 2019 r. nieznacznie spowolnił (do 1,1% r/r z 1,2% r/r w III kw. 2019 r.⁴). Niepewność związana z

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



Źródło: dane Bloomberg.

³ W ujęciu kwartał do kwartału dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych w III i w IV kw. 2019 r. wyniosła 2,1%, wobec 2,0% w II kw. (dane zannualizowane).

⁴ W ujęciu kwartalnym PKB Wielkiej Brytanii w IV kw. 2019 r. pozostał bez zmian w stosunku do III kw. 2019 r., po wzroście o 0,5% kw/kw w III kw. i spadku o 0,1% kw/kw II kw. ub.r. (dane odsezonowane).

warunkami opuszczenia UE przez Wielką Brytanię przekładała się na znaczną zmienność eksportu netto i stanu zapasów w 2019 r. Podwyższona niepewność w połączeniu z osłabieniem globalnej koniunktury przyczyniła się także do spadku inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. 2019 r. Osłabieniu uległ także wzrost konsumpcji prywatnej, co po części można wiązać z sygnałami spowalniania dynamiki wynagrodzeń. W znacznym tempie rosły natomiast wydatki publiczne.

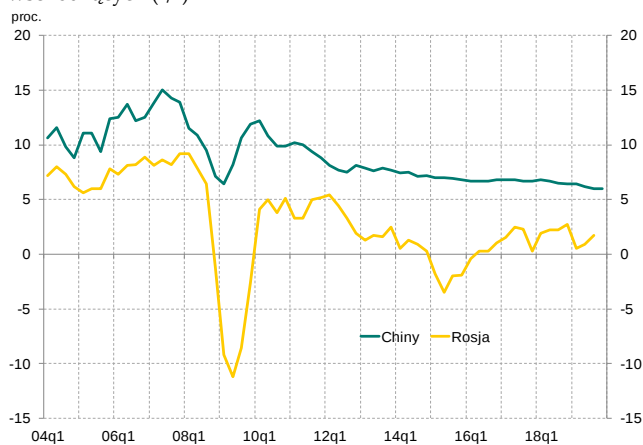
W Chinach tempo wzrostu gospodarczego w IV kw. 2019 r. ustabilizowało się na poziomie 6,0% r/r. Sprzyjały temu działania stymulujące wzrost gospodarczy, m.in. w zakresie polityki fiskalnej i pieniężnej, choć – w porównaniu z wcześniejszymi okresami – były one ograniczone (Wykres 1.5). Negatywnie na aktywność w gospodarce chińskiej wpływa rozprzestrzenianie się koronawirusa, choć obecnie trudno ocenić siłę tego wpływu.

W większości pozostałych największych gospodarek wschodzących dynamika PKB w III kw. 2019 r. zwiększyła się, wspierana przez złagodzenie warunków finansowych na świecie oraz – w większości przypadków – akomodacyjne nastawienie krajowej polityki gospodarczej. Aktywność gospodarcza przyspieszyła m.in. w Rosji i Brazylii oraz powróciła na ścieżkę wzrostu w Turcji.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

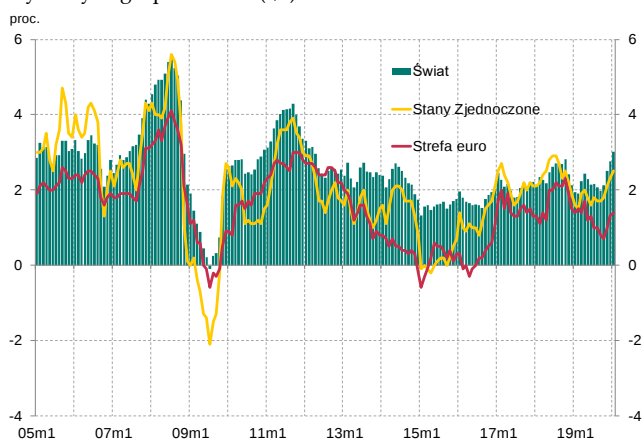
Inflacja w gospodarce światowej wzrosła w ostatnich miesiącach (Wykres 1.6). W kierunku wzrostu inflacji na świecie oddziaływały przede wszystkim czynniki podażowe. W wyniku rozszerzania się epidemii afrykańskiego pomoru świń (ASF) nastąpił dalszy wzrost cen wieprzowiny, który wpłynął na wzrost dynamiki cen żywności w wielu krajach, w tym w

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



Źródło: dane Bloomberg.

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



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

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

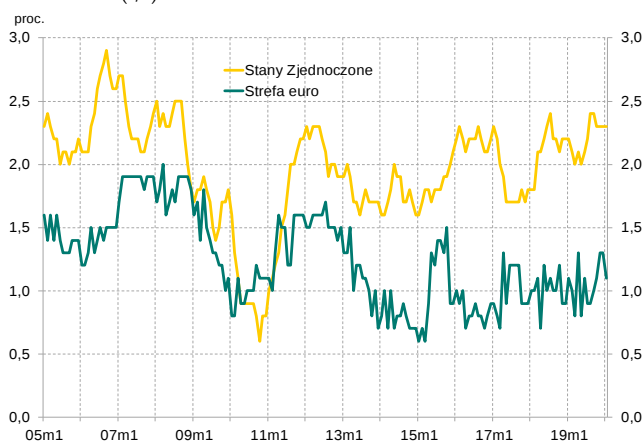
gospodarkach wschodzących⁵. Wyższa dynamika cen konsumpcyjnych w grudniu 2019 r. i styczniu 2020 r. była także efektem wzrostu cen energii w ujęciu rocznym. Wskaźniki inflacji bazowej ustabilizowały się natomiast na umiarkowanych lub niskich poziomach zarówno w większości gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących.

Inflacja HICP w strefie euro wzrosła w ostatnich miesiącach, ale nadal kształtuje się poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego (EBC; inflacja poniżej, ale blisko 2%), a jej poziom w poszczególnych gospodarkach pozostaje zróżnicowany. W styczniu 2020 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 1,4% r/r (w porównaniu z 0,7% w październiku ub.r.). Wyższy poziom inflacji odzwierciedlał głównie wzrost dynamiki cen energii oraz rosnące ceny żywności nieprzetworzonej. Natomiast inflacja bazowa pozostaje niska (w styczniu br. wyniosła 1,1% r/r; Wykres 1.7).

W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach także wzrosła, ale – odmiennie niż w przypadku strefy euro – pozostaje wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych (w styczniu 2020 r. inflacja CPI wzrosła do 2,5% r/r z 2,3% r/r w grudniu, a inflacja bazowa utrzymała się na poziomie 2,3% r/r). Utrzymywaniu się wyższej niż w innych gospodarkach inflacji sprzyja trwające od ponad dekady ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych. Znajduje ono odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia oraz w relatywnie szybkim wzroście wynagrodzeń.

Inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, po nieznacznym obniżeniu się w III kw., ponownie wzrosła w IV kw. ub.r. i na początku 2020 r. (Wykres 1.8). Podobnie jak w wielu innych krajach w kierunku wzrostu inflacji w gospodarkach EŚW oddziaływał wzrost dynamiki cen żywności

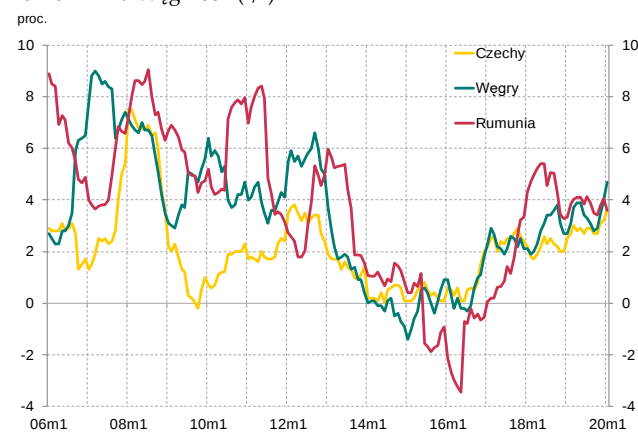
Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

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

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



Źródło: dane Bloomberg.

Roczna inflacja CPI.

⁵ W szczególności w Chinach wzrost cen wieprzowiny spowodował wzrost inflacji do poziomu najwyższego od 8 lat.

nieprzetworzonej oraz energii. Z kolei inflacja bazowa w większości krajów utrzymywała się na stabilnym, ale podwyższonym poziomie. Wynikało to z nadal stosunkowo wysokiej, choć słabnącej, presji płacowej oraz wzrostu popytu konsumpcyjnego. W efekcie dynamika cen konsumpcyjnych w styczniu 2020 r. w Czechach, Rumunii i na Węgrzech przekraczała górne granice przedziałów wahań od celów inflacyjnych tamtejszych banków centralnych (inflacja w Czechach i Rumunii wyniosła 3,6% r/r, a na Węgrzech 4,7% r/r).

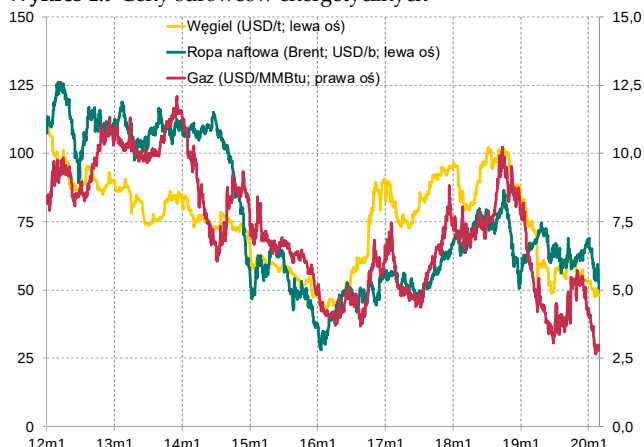
1.3 Światowe rynki surowców

Na światowych rynkach surowców energetycznych w IV kw. 2019 r. widoczne były różnokierunkowe zmiany cen (Wykres 1.9). W szczególności ceny ropy naftowej istotnie wzrosły, a ceny węgla kamiennego oraz gazu ziemnego spadły, przy czym tendencja ta była znacznie silniejsza w przypadku gazu. Natomiast od początku 2020 r. ceny surowców energetycznych wyraźnie się obniżyły, do czego przyczyniły się rosnące obawy o skutki rozprzestrzeniania się koronawirusa. Z kolei ceny surowców rolnych w ostatnich miesiącach nadal wyraźnie rosły (Wykres 1.10).

Ceny ropy naftowej kształtują się obecnie na niższym poziomie niż rok wcześniej (pod koniec lutego br. cena ropy Brent wyniosła ok. 50 USD/b). Przy czym w IV kw. ub.r. i na początku 2020 r. nastąpił ich wzrost, a następnie silny spadek.

Czynnikami wpływającymi na rynek ropy pod koniec 2019 r. były decyzje krajów OPEC+ o ograniczeniu produkcji tego surowca oraz napięcia pomiędzy Iranem a Stanami Zjednoczonymi, które skutkowały wzrostem ryzyka geopolitycznego. W kierunku spadku podaży ropy oddziaływało również ograniczenie jej eksportu z Iranu z powodu sankcji nałożonych przez Stany Zjednoczone. Amerykańskie sankcje przyczyniły się także do spadku produkcji w Wenezueli, gdzie napięta sytuacja wewnętrzna

Wykres 1.9 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

również zmniejsza wydobycie. Stabilizujący wpływ na rynek ropy naftowej miał natomiast wzrost produkcji tego surowca w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie poprawa oczekiwań co do globalnej koniunktury, wynikająca z zawarcia częściowego porozumienia handlowego między Stanami Zjednoczonymi a Chinami na przełomie roku, sprzyjała odnotowanym wówczas wzrostom cen ropy naftowej. W styczniu i lutym 2020 r. czynnikiem mającym największy wpływ na rynek ropy było rozprzestrzenianie się koronawirusa, które wywołało ograniczenie popytu na ropę w Chinach oraz rosnące obawy o perspektywy światowej koniunktury. Z tego powodu w styczniu i lutym ceny ropy gwałtownie spadły.

Ceny gazu ziemnego kształtują się wyraźnie poniżej swojej wieloletniej średniej. Po przejściowym wzroście w III kw. 2019 r. ceny gazu obniżyły się i pod koniec lutego 2020 r. ukształtowały się na poziomie o ok. 50% niższym niż rok wcześniej. Spadek cen wynikał z ograniczonego zapotrzebowania na gaz ziemny i wzrostu jego zapasów, co było spowodowane wyższymi niż przeciętnie w poprzednich latach temperaturami w okresie zimowym. W tym samym kierunku oddziałuje zwiększona podaż skroplonego gazu LNG w Europie wynikająca m.in. z rosnącej produkcji gazu łupkowego w Stanach Zjednoczonych. Podobnie jak w przypadku rynku ropy, w ostatnich tygodniach na obniżenie się cen gazu ziemnego miały wpływ obawy o przyszłość globalnej koniunktury.

Również ceny węgla kamiennego na rynkach światowych obniżyły się w ostatnich miesiącach (pod koniec lutego br. ceny te były o ponad 30% niższe niż rok wcześniej)⁶. Wpłynął na to słaby popyt sektora energetycznego na węgiel wobec wyższych niż przeciętnie w poprzednich latach

⁶ Na wykresie zaprezentowano wskaźnik cen węgla API2 oparty na cenach węgla kamiennego w portach w Rotterdamie, Amsterdamie i Antwerpii, który zastąpił wykorzystywany w poprzednich edycjach *Raportu* wskaźnik cen węgla w Richards Bay (RPA). Zmiana wynika z nietypowego w porównaniu z innymi indeksami zachowania się wskaźnika Richards Bay w ostatnich miesiącach.

temperatur w okresie zimowym, a także wzrostu produkcji energii z surowców substytucyjnych: gazu ziemnego oraz źródeł odnawialnych.

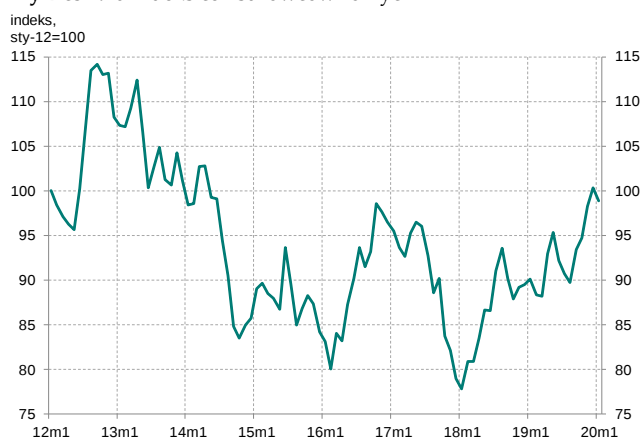
Ceny surowców rolnych w IV kw. 2019 r. wyraźnie wzrosły, a indeks ich cen w grudniu 2019 r. ukształtował się na najwyższym poziomie od ponad pięciu lat. Choć w styczniu 2020 r. indeks cen surowców rolnych nieznacznie się obniżył, to pozostał na wysokim poziomie (por. też *Ramka: Kształtowanie się inflacji cen żywności w Polsce w 2019 r.*). Główną przyczyną wzrostu cen żywności na świecie była wyraźna redukcja popytu świń w Chinach w następstwie epidemii ASF, znajdująca odzwierciedlenie w silnym wzroście popytu chińskiej gospodarki na mięso wieprzowe na rynkach międzynarodowych. Towarzyszył temu wzrost cen mleka odtłuszczonego w proszku również wynikający z silnego wzrostu popytu w Chinach. Jednocześnie niekorzystne warunki pogodowe w Europie w 2019 r. przełożyły się na wzrost cen niektórych warzyw i owoców.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Wobec utrzymywania się relatywnie niskiej dynamiki PKB i inflacji w części gospodarek oraz perspektyw wciąż stosunkowo słabego wzrostu gospodarczego na świecie główne banki centralne kontynuowały w ostatnich miesiącach łagodną politykę pieniężną. Uczestnicy rynków finansowych w największych gospodarkach oczekują utrzymania w najbliższych kwartałach akomodacyjnej polityki monetarnej lub jej dalszego łagodzenia ze względu na nowe ryzyka dla koniunktury światowej związane z rozprzestrzenianiem się koronawirusa.

Po obniżeniu stopy depozytowej we wrześniu 2019 r. Europejski Bank Centralny utrzymuje ją na poziomie -0,50%, stosując jednocześnie system zróżnicowanego oprocentowania rezerw (tzw. *tiering*) w celu ograniczenia negatywnego wpływu ujemnych stóp procentowych na wyniki

Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



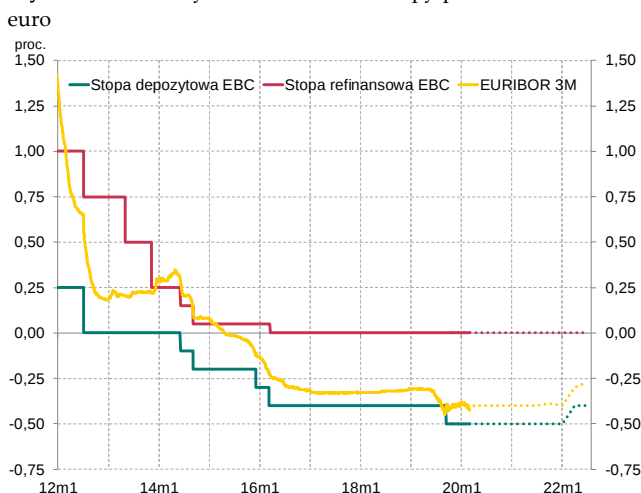
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

finansowe sektora bankowego⁷. Ponadto EBC w swoim *forward guidance* wskazuje, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym lub niższym poziomie do czasu, gdy prognozy inflacji nie będą wskazywać na jej wyraźny powrót do poziomu docelowego EBC⁸. Oczekiwania analityków rynkowych wskazują na stabilizację stóp EBC i stóp rynkowych na obecnym poziomie co najmniej do końca 2021 r. (Wykres 1.11). W kierunku zwiększania stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej EBC działa wznowiony w listopadzie 2019 r. program skupu aktywów w wysokości 20 mld EUR miesięcznie (Wykres 1.13). Ponadto EBC prowadzi trzecią serię programu wsparcia akcji kredytowej (ang. *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO-III), której kolejne transe będą alokowane do I kw. 2021 r.⁹

Po trzech obniżkach stóp procentowych dokonanych w 2019 r. przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych (Fed), od listopada ub.r. Fed utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie 1,50-1,75%. Mediana prognoz członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) z grudnia 2019 r. wskazuje na stabilizację stóp procentowych w 2020 r. Uczestnicy rynku oczekują jednak dalszego łągodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.12) w celu wsparcia wzrostu amerykańskiej gospodarki wobec utrzymujących się ryzyk dla koniunktury światowej, w tym rozprzestrzeniania się koronawirusa. W reakcji na zaburzenia na amerykańskim rynku pieniężnym we wrześniu 2019 r. Fed od października prowadzi program skupu bonów skarbowych o wartości 60 mld USD

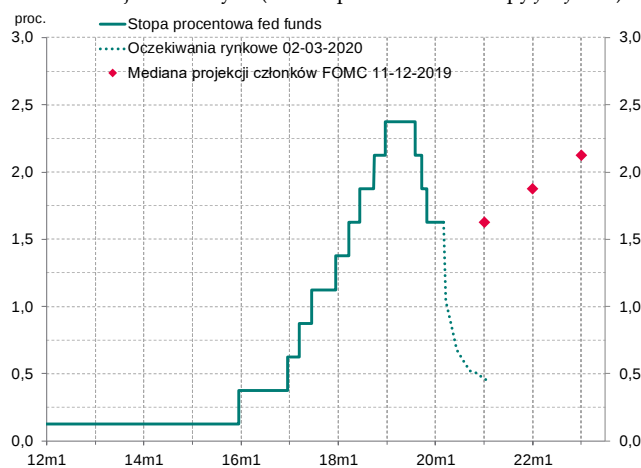
Wykres 1.11 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe w strefie euro



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwane stopy EBC oraz EURIBOR 3M wyznaczone na podstawie mediany oczekiwań analityków rynkowych ankietowanych przez Bloomberg w lutym 2020 r.

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



Źródło: dane Bloomberg.

Oczekiwania rynkowe wyznaczone na podstawie kontraktów *fed funds futures*.

⁷ W styczniu 2020 r. Rada Prezesów EBC potwierdziła podjęcie prac nad przeglądem strategii polityki pieniężnej EBC.

⁸ Fragment komunikatu prasowego EBC po posiedzeniu Rady Prezesów 23 stycznia 2020 r.: „Rada Prezesów oczekuje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki Rada nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym jej projekcji zdecydowanie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz że zbliżenie to konsekwentnie odzwierciedla się w dynamice inflacji bazowej.”

⁹ Spłaty refinansowania uzyskanego przez banki komercyjne w ramach TLTRO-III będą trwały do I kw. 2024 r.

miesięcznie oraz przeprowadza dodatkowe operacje repo¹⁰.

Relatywnie słabe perspektywy globalnej koniunktury w połączeniu z czynnikami lokalnymi skłoniły banki centralne wielu gospodarek wschodzących do luzowania polityki pieniężnej. W ostatnich miesiącach warunki monetarne łagodziły m.in. banki Chin, Brazylii, Rosji i Meksyku.

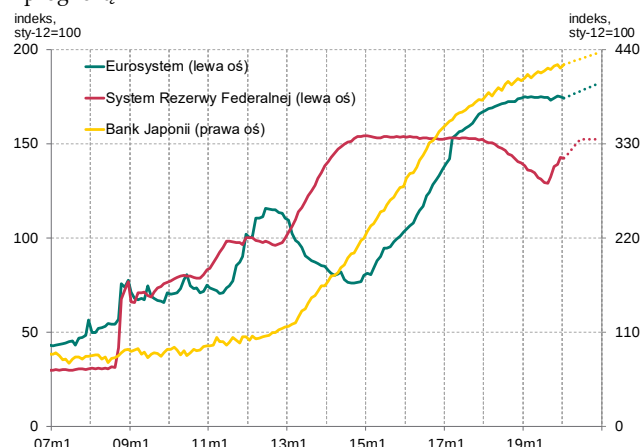
Jednocześnie Bank Szwecji – po zakończeniu stosowania polityki ujemnych stóp procentowych w ostatnich miesiącach¹¹ – sygnalizuje kontynuację ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywanie głównej stopy procentowej na poziomie zera oraz podwyższonej wartości swojego bilansu. Z kolei Bank Czech, który w lutym br. podniósł stopy procentowe, równocześnie opublikował przewidywaną ścieżkę stóp procentowych zakładającą możliwość obniżki stóp w II połowie 2020 r.¹².

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastąpiły istotne wahania nastrojów na światowych rynkach finansowych. Najpierw – w ślad za złagodzeniem sporów handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami – nastąpiła ich poprawa, a następnie – wraz z rozprzestrzenianiem się koronawirusa i wzrostem obaw o światową koniunkturę – pogorszenie. W efekcie rentowności obligacji oraz ceny akcji na rynkach światowych, po przejściowym wzroście, w ostatnim okresie wyraźnie się obniżyły.

Wobec utrzymującego się relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego, szczególnie w części gospodarek rozwiniętych, rentowności obligacji tej grupy państw pozostają niskie (Wykres 1.14). Sprzyja temu luźna polityka pieniężna głównych

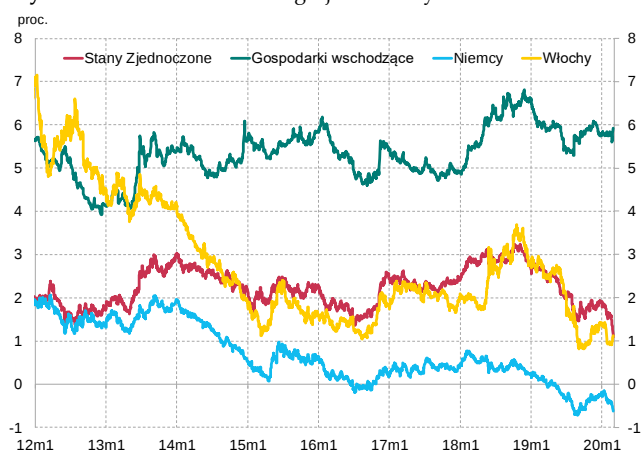
Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych wraz z prognozą



Źródło: dane FRED, obliczenia NBP.

Prognoza do grudnia 2020 r.: dla Eurosystemu przy założeniu miesięcznego wzrostu o 20 mld euro miesięcznie, dla Banku Japonii przy założeniu wzrostu w średnim tempie zanotowanym w okresie od lutego 2019 r. do stycznia 2020 r., dla Systemu Rezerwy Federalnej przy założeniu miesięcznego wzrostu o 60 mld dolarów miesięcznie do czerwca 2020 r. i stabilizacji sumy bilansowej w kolejnych miesiącach.

Wykres 1.14 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

¹⁰ Działania te mają zapewnić odpowiedni poziom rezerw na amerykańskim rynku pieniężnym. Skup bonów skarbowych ma trwać przynajmniej do II kw. 2020 r., a dodatkowe operacje repo mają być prowadzone przynajmniej do kwietnia 2020 r.

¹¹ W grudniu 2019 r. Riksbank podniósł główną stopę procentową o 0,25 pkt proc. do poziomu 0,00%.

¹² W lutym 2020 r. Bank Czech podniósł główną stopę procentową o 0,25 pkt proc. do poziomu 2,25%.

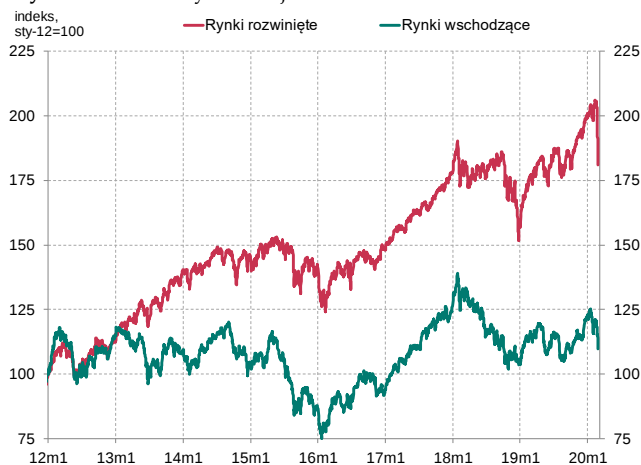
banków centralnych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*), a w ostatnim okresie także obawy o światową koniunkturę wobec rozprzestrzeniania się koronawirusa. W rezultacie rentowności obligacji części państw strefy euro pozostały ujemne – w szczególności rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Niemiec w lutym 2020 r. wyniosła średnio -0,4%. Z kolei rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych wyniosła 1,5%.

Luzowanie polityki pieniężnej przez banki centralne wielu gospodarek wschodzących oraz pewna poprawa sentymentu w stosunku do krajów rozwijających się pod koniec 2019 r. spowodowały, że średnie rentowności obligacji tej grupy państw obniżyły się w ostatnich miesiącach i ustabilizowały na poziomie zbliżonym do średniej z II połowy 2019 r.

Ceny akcji w ostatnich miesiącach 2019 r. wzrosły zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (Wykres 1.15). Podobnie jak w przypadku rynku obligacji, decydującymi czynnikami wspierającymi wycenę akcji na światowych rynkach było poluzowanie w ostatnich kwartałach polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych oraz częściowe porozumienie handlowe między Stanami Zjednoczonymi a Chinami (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Jednocześnie obawy inwestorów związane z rozprzestrzenianiem się koronawirusa przełożyły się na spadki cen akcji zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących w pierwszych miesiącach 2020 r.

Kurs euro wobec dolara amerykańskiego osłabił się w ostatnich miesiącach do poziomu najniższego od wielu kwartałów (Wykres 1.16). Był to skutek obaw o dalsze pogorszenie się globalnej koniunktury w związku z rozprzestrzenianiem się koronawirusa, które mogłoby w większym stopniu wpłynąć na będącą w relatywnie słabszej kondycji gospodarkę strefy euro niż gospodarkę amerykańską. Waluty

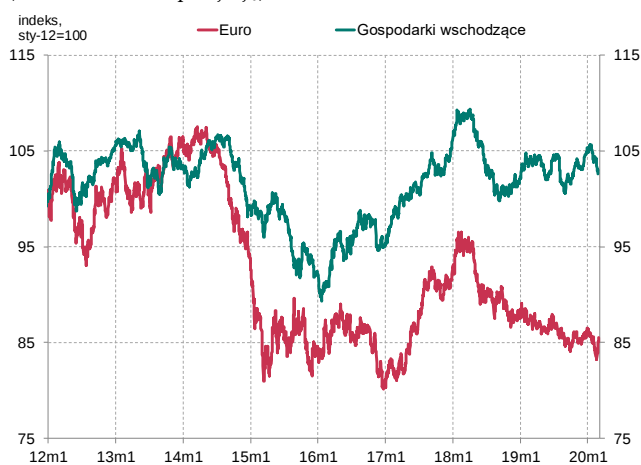
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.16 Kursy walut względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

gospodarek rynków wschodzących, po początkowym umocnieniu związanym z poprawą nastrojów na światowych rynkach finansowych pod koniec 2019 r., również osłabiły się wskutek obaw dotyczących rozprzestrzeniania się koronawirusa. W efekcie tych różnokierunkowych zmian ich kurs w lutym 2020 r. był zbliżony do średniej z II połowy 2019 r.

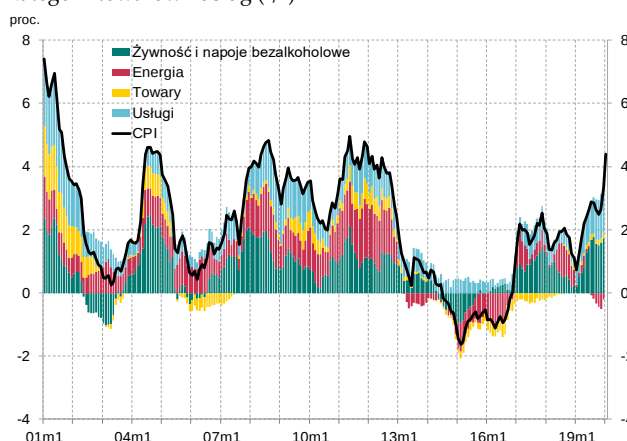
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

W 2019 r. dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce wyniosła 2,3%, a więc była zgodna z celem inflacyjnym NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W styczniu br. – według wstępnych danych GUS – inflacja CPI wzrosła do 4,4% r/r¹³ (Wykres 2.1). Wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego wynikał z oddziaływania – pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej – czynników regulacyjnych i podażowych. Przyczynił się do tego wzrost cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, wyższe ceny paliw, wzrost opłat za wywóz śmieci, podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, a także dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej. W kierunku wzrostu cen oddziaływała również korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych, w tym wzrost ich dochodów, i związany z nią wzrost popytu konsumpcyjnego.

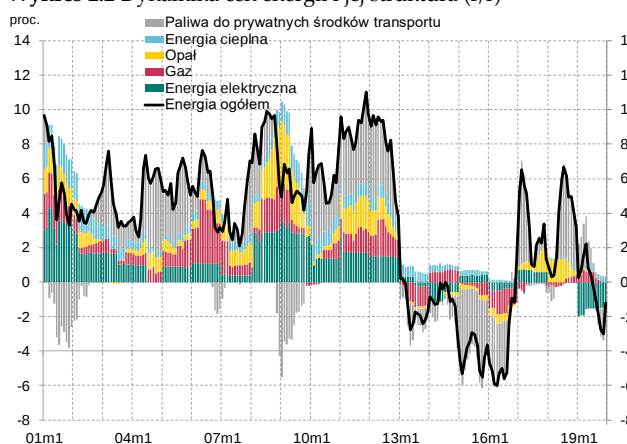
Dynamika cen energii od połowy 2019 r. była ujemna (Wykres 2.2). Przyczyniało się do tego zamrożenie w ub.r. opłat za energię elektryczną. W przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost cen paliw odzwierciedlający wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych w II połowie 2019 r. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*)¹⁴. W styczniu br. dalszemu wzrostowi dynamiki cen paliw towarzyszył istotny wzrost cen energii elektrycznej, związany z wprowadzeniem wyższych taryf na jej sprzedaż i dystrybucję,

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹³ 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.

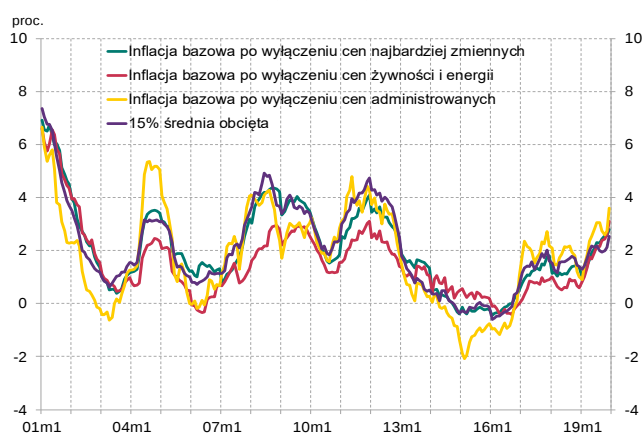
¹⁴ Wzrost rocznej dynamiki cen paliw w grudniu dodatkowo wzmacniał silny dodatni efekt bazy.

dodatkowo wzmocniony statystycznym efektem bazy (wynikającym z obniżki stawki podatku akcyzowego i opłaty przejściowej za energię elektryczną na początku 2019 r.). W rezultacie dynamika cen energii w styczniu br. silnie wzrosła.

W ostatnich miesiącach nastąpił także wzrost dynamiki cen żywności (do 6,9% r/r w grudniu ub.r.). Wynikał on z silnego wzrostu cen żywności nieprzetworzonej związanego głównie ze spadkiem podaży mięsa wieprzowego w kraju i na świecie oraz wzrostem jego cen na rynku europejskim (wskutek rozprzestrzeniania się epidemii ASF). W tym samym kierunku, choć w mniejszym stopniu, oddziaływał spadek podaży owoców (będący następstwem niekorzystnych warunków pogodowych w kraju, a zwłaszcza wiosennych przymrozków i letniej suszy w 2019 r.). Natomiast czynnikiem ograniczającym wzrost cen żywności nieprzetworzonej był spadek dynamiki cen warzyw (efekt wzrostu podaży ich późniejszych odmian wskutek poprawy warunków pogodowych w kraju po okresie suszy). Rosnącej dynamice cen żywności nieprzetworzonej towarzyszyła stosunkowo stabilna i niska dynamika cen żywności przetworzonej (por. *Ramka: Kształtowanie się inflacji cen żywności w Polsce w 2019 r.*). Według szacunków NBP w styczniu br. nastąpił dalszy wzrost dynamiki cen żywności, prawdopodobnie nadal związany głównie z rosnącą dynamiką cen żywności nieprzetworzonej, w tym przede wszystkim mięsa.

Utrzymująca się korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych i związany z tym wzrost popytu konsumpcyjnego sprzyjały wzrostowi inflacji bazowej. Czynnikiem silnie podwyższającym inflację bazową w ostatnich miesiącach był także istotny wzrost opłat za wywóz śmieci. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w grudniu ub.r. 3,1% r/r (Wykres 2.3). W kierunku jej wzrostu oddziaływało także przyspieszenie wzrostu cen

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



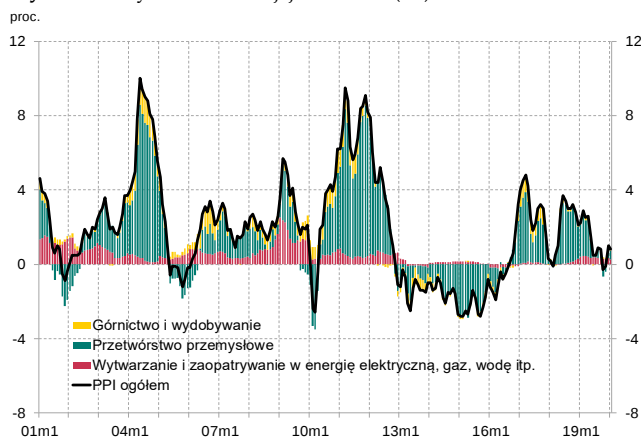
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

usług (do 5,9% r/r), w tym przede wszystkim usług telekomunikacyjnych, które w znacznym stopniu wynikało z działania statystycznych efektów bazy. Efekty te przełożyły się również na wzrost dynamiki opłat radiowo-telewizyjnych¹⁵. Zwiększyły się także opłaty za ubezpieczenia, ceny usług turystycznych, a dodatkowo w grudniu ub.r. nastąpił silniejszy niż we wcześniejszych latach sezonowy wzrost cen lotów międzynarodowych. Jednocześnie dynamika cen towarów nieżywnościowych była nadal niska (0,7% r/r). Według szacunków NBP w styczniu br. inflacja bazowa nieznacznie wzrosła (do 3,2% r/r) wskutek nieco wyższej dynamiki cen towarów nieżywnościowych, przy jednoczesnym niewielkim spadku dynamiki cen usług. Wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych dotyczył głównie wyrobów akcyzowych (efekt wzrostu podatku akcyzowego na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe).

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu w IV kw. ub.r. oraz na początku br. kształtowały się w znacznym stopniu pod wpływem zmian cen ropy naftowej na rynkach światowych. Na początku tego okresu dynamika PPI obniżyła się nieznacznie poniżej zera, a od grudnia ub.r. jest dodatnia (w styczniu br. wyniosła 0,8% r/r; Wykres 2.4). Mimo przyspieszenia dynamika PPI pozostaje więc niska, a jej wzrost wynikał głównie ze zmian dynamiki cen w przetwórstwie ropy naftowej, dodatkowo wspieranych rosnącą w ostatnich miesiącach dynamiką cen nietrwałych dóbr konsumpcyjnych, w tym w szczególności artykułów spożywczych. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę PPI wpływał spadek cen produkcji dóbr zaopatrzeniowych, głównie metali oraz chemikaliów i wyrobów chemicznych.

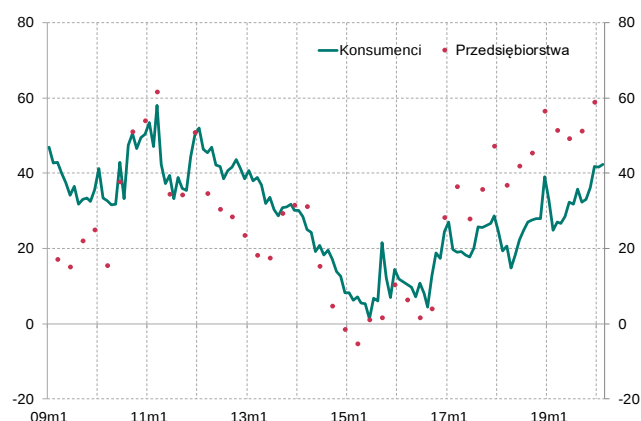
Ankietowe opinie konsumentów i przedsiębiorstw na temat dynamiki cen w najbliższych kwartałach przesunęły się w kierunku wyższej inflacji (Wykres 2.5).

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



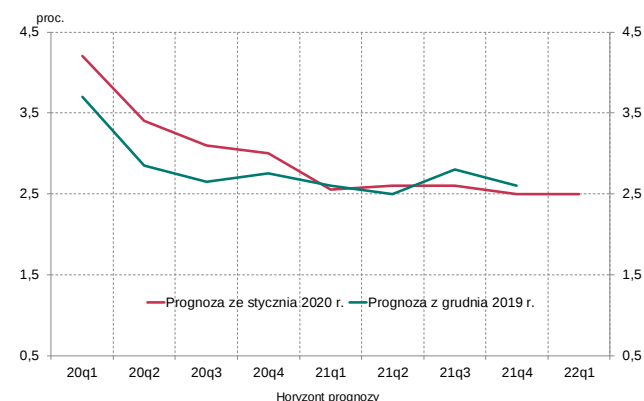
Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

¹⁵ Dodatkowo efekty bazy w obu grupach usług były związane z promocjami wprowadzonymi w listopadzie 2018 r.

Jednocześnie eksperci uczestniczący w grudniowej Ankiecie Makroekonomicznej NBP¹⁶ oczekują, że po przejściowym wzroście inflacji w 2020 r., w kolejnym roku wskaźnik CPI obniży się w pobliże celu inflacyjnego NBP. Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ze stycznia br. także sygnalizują powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego w 2021 r. (Wykres 2.6). Mediana prognoz analityków sektora finansowego ankietowanych w styczniu br. wskazuje, że w I kw. 2021 r. inflacja obniży się do poziomu 2,6% r/r i pozostanie blisko tego poziomu w 2021 r.

Wykres 2.6 Prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego



Źródło: Reuters.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez agencję Thomson Reuters.

Ramka: Kształtowanie się inflacji cen żywności w Polsce w 2019 r.

Inflacja cen żywności w Polsce wzrosła z 0,8% r/r w styczniu 2019 r. do 6,9% r/r w grudniu 2019 r. Dynamika cen żywności kształtowała się w 2019 r. powyżej tempa zmian cen całego koszyka towarów i usług konsumpcyjnych oraz powyżej swojej długookresowej średniej (Wykres R.1). W ujęciu średniorocznym ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 4,9% r/r w 2019 r. (wobec 2,6% r/r w 2018 r.), podczas gdy średnioroczna inflacja CPI wyniosła 2,3% r/r (wobec 1,6% r/r w 2018 r.). W ujęciu długookresowym, w latach 2009-2019 ceny żywności wzrastały w umiarkowanym tempie – przeciętnie o 2,6% r/r.

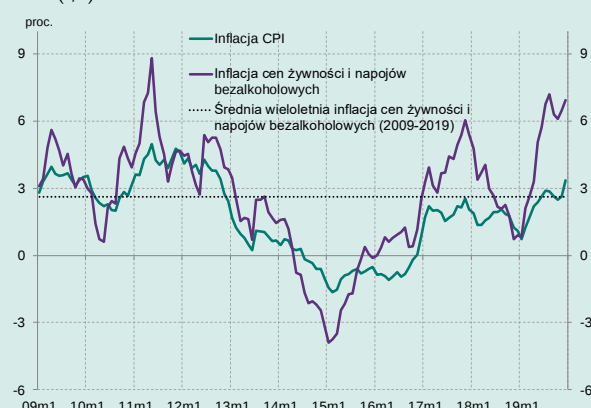
Wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2019 r. wynikał przede wszystkim z drożejącej żywności nieprzetworzonej¹⁷, podczas gdy roczna dynamika cen żywności przetworzonej¹⁸ kształtowała się na stabilnym i niskim poziomie. Po stopniowym wzroście inflacji cen żywności przetworzonej na początku 2019 r.¹⁹, wskaźnik ten w kolejnych miesiącach 2019 r. odchyłał się jedynie nieznacznie od 2,7% r/r. Zmiany popytu, wzrost kosztów pracy, surowców rolnych na rynku krajowym i globalnym oraz wyższe ceny energii w ograniczonym stopniu przekładały się zatem na wzrost cen żywności przetworzonej. Z kolei inflacja cen żywności nieprzetworzonej w 2019 r. wzrosła z 0,0% r/r w styczniu 2019 r. do 12,0% r/r w grudniu 2019 r., co oznacza, że wyższa inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wynikała niemal całkowicie z kształtowania się cen żywności nieprzetworzonej (Wykres R.2). W dalszej części ramki przedstawiono najistotniejsze przyczyny silnego wzrostu cen tej kategorii.

¹⁶ Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP. Runda: grudzień 2019 r., NBP, Nr 4/2019.

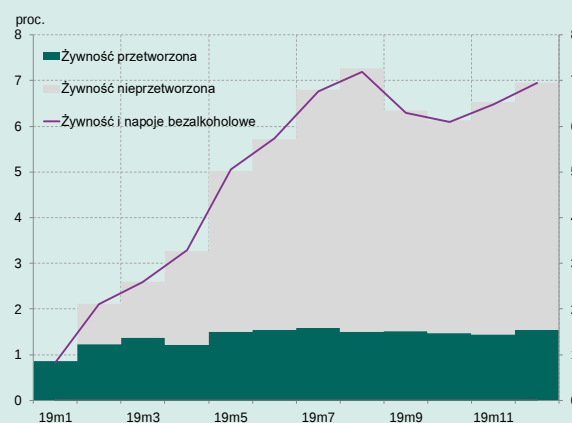
¹⁷ W skład koszyka żywności nieprzetworzonej wchodzi mięso, ryby, owoce oraz warzywa.

¹⁸ Do żywności przetworzonej zalicza się: pieczywo i produkty zbożowe, mleko, sery i jaja, oleje i tłuszcze, cukier, dżem, miód, czekoladę i wyroby cukiernicze, wyroby żywnościowe (gdzie indziej niesklasyfikowane) oraz napoje bezalkoholowe.

¹⁹ Wzrost inflacji cen żywności przetworzonej w ujęciu rocznym na początku 2019 r. wynikał ze wzrostu cen cukru (efekt mniejszej podaży), pieczywa (skutek spadku zbiorów w 2018 r. w Polsce i wzrostu kosztów pracy) oraz wygasania statystycznych efektów bazy związanych z dynamicznym wzrostem cen jaj w II połowie 2017 r. i na początku 2018 r. po wykryciu jaj skażonych fipronilem (toksyczną substancją niedozwoloną w produkcji żywności) w większości krajów UE.

Wykres R.1 Inflacja CPI i inflacja cen żywności w latach 2009-2019 (r/r)

Źródło: GUS.

Wykres R.2 Dekompozycja inflacji cen żywności w 2019 r.

Źródło: GUS, obliczenia NBP.

Wzrost cen żywności w 2019 r. wynikał głównie z oddziaływania czynników podażowych – epidemii ASF w Chinach (największego na świecie producenta i konsumenta wieprzowiny) oraz suszy ograniczającej zbiory krajowych warzyw i owoców. W I kw. 2019 r. miesięczne tempo zmian cen żywności pozostawało zbliżone do swojego wzorca sezonowego²⁰ (Wykres R.3). Począwszy od kwietnia 2019 r. ceny żywności w Polsce rosły jednak w ujęciu miesięcznym znacznie szybciej niż przeciętnie na przestrzeni ostatnich 10 lat (2009-2018, Wykres R.3). Przełożyło się to na istotny wzrost inflacji cen żywności w ujęciu rocznym – z 2,6% r/r w marcu 2019 r. do 6,9% r/r w grudniu 2019 r. Kształtowanie się miesięcznej dynamiki znacznie powyżej wzorca sezonowego, rozumianego jako uśrednione zmiany cen w okresie 2009-2018, wynikało w znacznym stopniu z kilku czynników:

- *Silny wzrost cen mięsa na rynkach międzynarodowych przekładających się na wzrost cen na rynku krajowym.* W 2019 r. dynamika cen wieprzowiny oraz wędlin w Polsce silnie wzrosła (zwłaszcza w kwietniu, maju i grudniu, Wykres R.4), w ślad za wzrostem cen mięsa za granicą. To z kolei wynikało z pogłębiającego się deficytu wieprzowiny na rynku chińskim i znacznego wzrostu zapotrzebowania Chin na ten gatunek mięsa z krajów nieobjętych zakazem importu²¹. Ograniczenie podaży wieprzowiny w Chinach jest związane z epidemią ASF rozprzestrzeniającą się od sierpnia 2018 r. w tym kraju a następnie w pozostałych krajach Azji Południowo-Wschodniej. Wskutek jej wystąpienia nastąpił znaczny spadek populacji trzody chlewnej w Chinach, uboju oraz zmniejszenie możliwości odbudowy stada²². Niedobór wieprzowiny na rynku wewnętrznym Chin uzupełniają systematycznie poprzez import. W 2019 r. sprowadziły o ok. 67% więcej wieprzowiny niż w 2018 r., a wiele krajów Unii Europejskiej pozostawało istotnymi partnerami wymiany handlowej (eksport z UE do Chin w 2019 r. wzrósł o ok. 78% r/r). Tak silne zwiększenie popytu spowodowało dynamiczny wzrost cen mięsa na rynku europejskim, co przełożyło się na wzrost cen mięsa i jego przetworów także w Polsce. Według danych GUS przeciętna cena skupu żywca wieprzowego w Polsce była w grudniu 2019 r. o 49,2% wyższa niż rok wcześniej.

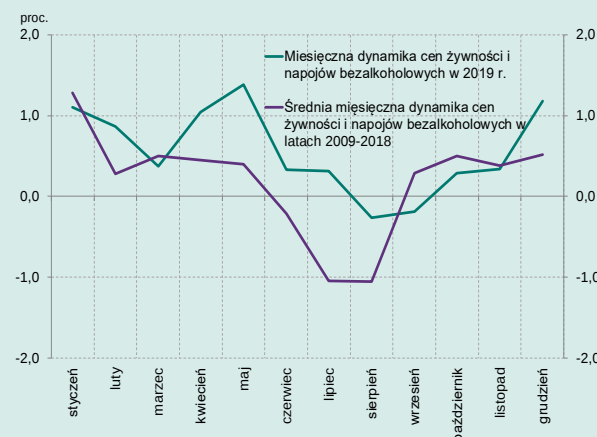
²⁰ Wyjątek stanowił luty 2019 r. ze względu na silny wzrost cen warzyw.

²¹ Ze względu na nieuwzględnianie tzw. zasady regionalizacji Chiny wprowadziły bezwzględny zakaz importu polskiej wieprzowiny w 2014 r. po wykryciu pierwszych ognisk ASF w Polsce.

²² Według danych Bloomberg redukcja populacji trzody chlewnej w Chinach sięgnęła ok. 40% r/r w listopadzie 2019 r. Spadek pogłowia w tym kraju jest porównywalny do wielkości pogłowia trzody chlewnej w UE. Wielkość uboju obniżyła się natomiast przeciętnie o ok. 17% według dostępnych danych, a liczebność loch prośnych obniżyła się o ok. 33% do jedynie 19 mln zwierząt, co przy niskiej przeciętnej wydajności produkcji w Chinach umożliwia hodowlę nie więcej niż 100 mln zwierząt w ujęciu rocznym. Dla porównania, ubój w 2018 r. przekraczał 241 mln sztuk.

Z kolei ceny detaliczne mięsa ogółem w grudniu 2019 r. wzrosły o 12,8% r/r, w tym ceny wędlin o 11,9% r/r, a mięsa wieprzowego o 23,6% r/r²³.

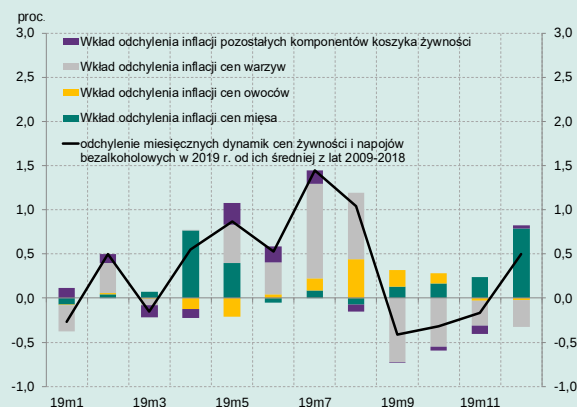
Wykres R.3 Kształtowanie się miesięcznego tempa zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2019 r. na tle przeciętnej dynamiki cen w poszczególnych miesiącach w latach 2009-2018



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

Średnia miesięczna dynamika została obliczona jako średnia arytmetyczna z miesięcznych temp zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych obserwowanych dla danego miesiąca w latach 2009-2018.

Wykres R.4 Dekompozycja odchylenia miesięcznego tempa zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych w 2019 r. od średniej dynamiki dla poszczególnych miesięcy w latach 2009-2018



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

Na wykresie przedstawiono dekompozycję różnicy pomiędzy ścieżkami z Wykresu R.3. Poszczególne wkłady odzwierciedlają wpływ odchylenia miesięcznych temp zmian cen głównych subagregatów koszyka żywności od ich wzorców sezonowych przy uwzględnieniu wag poszczególnych komponentów koszyka żywności.

- *Znaczny wzrost cen warzyw wskutek niekorzystnych warunków pogodowych w kraju.* W lutym i maju 2019 r. miesięczne tempo zmian cen warzyw kształtowało się znacznie powyżej swojego sezonowego wzorca (Wykres R.4), co było związane z suszą panującą w Polsce w 2018 r., która przełożyła się na mniejszą produkcję warzyw w 2018 r., gorszą ich jakość (powodującą straty w przechowywaniu) oraz niską podaż odmian bardzo wczesnych w 2019 r. Z kolei w lipcu i sierpniu 2019 r. zaobserwowano wyjątkowo słaby sezonowy spadek cen, co wynikało z ponownego wystąpienia suszy w 2019 r. Drugi rok z rzędu wystąpiły znaczne niedobory wilgoci w glebie, a brak opadów oraz skrajnie wysokie temperatury w miesiącach letnich przyczyniły się do znacznego spadku podaży warzyw – łączna produkcja warzyw gruntowych obniżyła się o ok. 13% r/r w stosunku do średniej produkcji z lat 2009-2018 r. Począwszy od września 2019 r. warunki wegetacji warzyw uległy poprawie, co korzystnie wpłynęło na podaż odmian późniejszych. W rezultacie wzrost cen warzyw spowolnił, do czego przyczyniło się także wystąpienie efektów bazy. Roczna dynamika cen warzyw obniżyła się z 34,8% r/r w sierpniu 2019 r. do 12,3% r/r w grudniu 2019 r.
- *Znaczny wzrost cen owoców wskutek niekorzystnych warunków pogodowych w kraju.* Warunki agrometeorologiczne panujące w Polsce w 2018 i 2019 r. silnie oddziaływały również na podaż owoców, choć odmienny cykl wegetacji owoców sprawiał, że ich wpływ nie był taki sam jak w przypadku warzyw. W szczególności w 2018 r. odnotowano rekordowo wysoką podaż owoców, co oddziaływało w kierunku spowolnienia dynamiki ich cen jeszcze w kwietniu i maju 2019 r. Natomiast od czerwca do października 2019 r. miesięczne tempo zmian cen owoców kształtowało się znacznie powyżej swojego sezonowego wzorca (Wykres R.4). W szczególności nie zanotowano silnego spadku cen obserwowanego zazwyczaj od lipca do września. Wzrost cen owoców wynikał wówczas ze znacznego obniżenia się ich produkcji wskutek strat spowodowanych wiosennymi przymrozkami występującymi w trakcie kwitnienia i zawiązywania się owoców. Jednocześnie, podobnie jak w przypadku warzyw, znaczny niedobór opadów i skrajnie wysokie temperatury obserwowane w okresie letnim dodatkowo

²³ Dla porównania, ceny detaliczne mięsa wieprzowego w Chinach wzrosły w styczniu br. o 116% r/r.

zmniejszyły plonowanie. W efekcie, choć w porównaniu do średniej produkcji z lat 2009-2018 r. produkcja owoców obniżyła się zaledwie o ok. 1%, to w odniesieniu do 2018 r. spadła o ponad 24%, co spowodowało wzrost ich cen o 12,1% r/r w grudniu 2019 r.

Wykres R.5 Poziom cen żywności i napojów bezalkoholowych w wybranych gospodarkach w 2018 r.



Źródło: Eurostat.

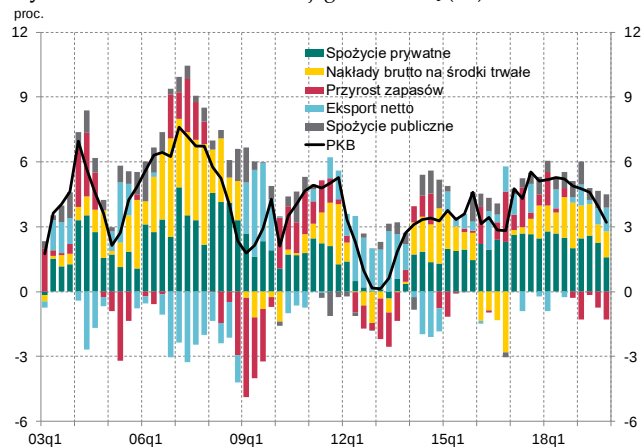
Mimo szybkiego wzrostu cen żywności w 2019 r. ich poziom w Polsce jest najprawdopodobniej wciąż wyraźnie niższy niż w większości krajów UE. Choć ostatnie dostępne dane odnoszą się do 2018 r., to – biorąc pod uwagę odnotowaną wówczas skalę różnicy między poziomem cen żywności w Polsce a średnią w UE – nie należy się spodziewać znaczących zmian w tym zestawieniu (Wykres R.5). Dane Eurostat wskazują, że po uwzględnieniu różnic w sile nabywczej ludności ceny żywności w Polsce w 2018 r. były o ponad 30% niższe niż przeciętnie w UE i należały do najniższych w Europie (niższy poziom cen odnotowano jedynie w Rumunii i Północnej Macedonii). Żywność w Polsce była również w dalszym ciągu znacznie tańsza niż w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej. Ograniczająco na ceny żywności oddziałuje m.in. intensywna konkurencja na krajowym rynku detalicznym.

2.2 Popyt i produkcja

W II połowie 2019 r. w Polsce utrzymywała się dobra koniunktura, jednak roczne tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się (wzrost realnego PKB wyniósł 3,9% r/r w III kw. i 3,2% r/r w IV kw. wobec 4,5% r/r w II kw.; Wykres 2.7; Tabela 2.1). Spowolnienie dynamiki PKB wynikało głównie z niskiego tempa wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki i obniżenia się dynamiki konsumpcji.

Popyt konsumpcyjny pozostaje głównym czynnikiem wzrostu, choć jego dynamika obniżyła się w ostatnich kwartałach. Popyt konsumpcyjny jest w dalszym ciągu wspierany przez korzystną sytuację pracowników na rynku pracy, wypłaty świadczeń społecznych, dobre nastroje

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



Źródło: dane GUS.

konsumentów i rosnący kredyt konsumpcyjny (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*). Wzrostowi konsumpcji sprzyja rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus” i obniżenie podatku dochodowego, jednak w ostatnim okresie dodatkowe dochody do dyspozycji z tych źródeł zostały prawdopodobnie w większym niż wcześniej stopniu przeznaczone na oszczędności. W kierunku spowolnienia tempa wzrostu konsumpcji oddziałuje natomiast obniżająca się realna dynamika dochodów z pracy, co jest efektem malejącej dynamiki zatrudnienia oraz wyższej inflacji.

Ważnym czynnikiem wzrostu PKB są również inwestycje, których dynamika w II połowie 2019 r. była jednak niższa niż w poprzednich kwartałach. W kierunku obniżenia dynamiki inwestycji oddziaływał spadek inwestycji publicznych, który wynikał z wolniejszego wzrostu absorpcji środków unijnych i zakończenia inwestycji związanych z wyborami samorządowymi. Równocześnie nadal dynamicznie rosły nakłady inwestycyjne firm, zwłaszcza prywatnych, czemu sprzyjało wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych i relatywnie korzystna koniunktura.

Istotny wkład do wzrostu PKB mają również wydatki publiczne na dobra i usługi, co wynika ze wzrostu wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym.

W III i IV kw. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był wyraźnie dodatni. Wynikało to z silniejszego spowolnienia wzrostu importu niż eksportu. Równocześnie tempo wzrostu obrotów w handlu zagranicznym kształtuje się na niskim poziomie. W przypadku eksportu jest to związane ze słabym wzrostem aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, a w przypadku importu wynika z niższej niż w poprzednich kwartałach dynamiki popytu krajowego.

Tabela 2.1 Dynamika PKB (r/r; proc.) oraz wkłady do wzrostu (pkt proc.)

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

Źródło: dane GUS.

2.2.1 Konsumpcja

Konsumpcja pozostaje głównym źródłem wzrostu gospodarczego w Polsce. W IV kw. ub.r. dynamika spożycia gospodarstw domowych obniżyła się jednak i wyniosła 3,3% r/r w porównaniu z 3,9% r/r w III kw. ub.r. (Wykres 2.8).

Wzrostowi konsumpcji w II połowie 2019 r. sprzyjała utrzymująca się korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych wynikająca z relatywnie wysokiej dynamiki funduszu płac, rozszerzenia programu „Rodzina 500 plus”, obniżenia stawek podatku dochodowego, a także rosnącego kredytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.4 Rynek pracy i rozdz. 2.6 Pieniądz i kredyt).

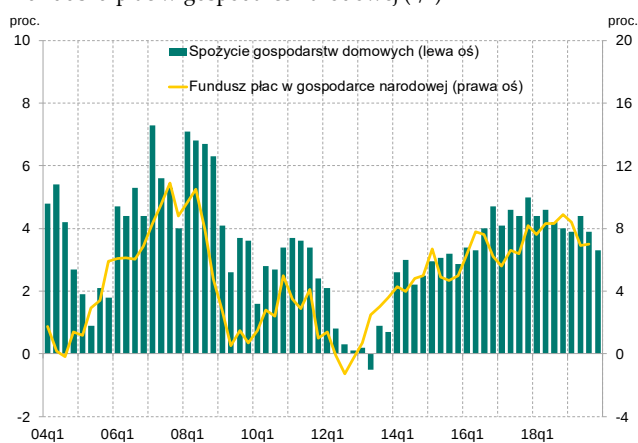
Spożycie gospodarstw domowych było również wspierane przez optymizm konsumentów. Mimo nieznacznego pogorszenia nastrojów w IV kw. 2019 r., wskaźniki ufności konsumenckiej utrzymują się na wysokim poziomie (Wykres 2.9).

2.2.2 Inwestycje

W II połowie ub.r. odnotowano dalszy wzrost inwestycji. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły w III kw. ub.r. o 4,7% r/r, a w IV kw. ub.r. o 4,9 % r/r (Wykres 2.10). Według szacunków NBP głównym źródłem wzrostu inwestycji w gospodarce pozostają rosnące nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw. Natomiast ograniczająco na dynamikę nakładów brutto na środki trwałe oddziałuje spadek inwestycji publicznych.

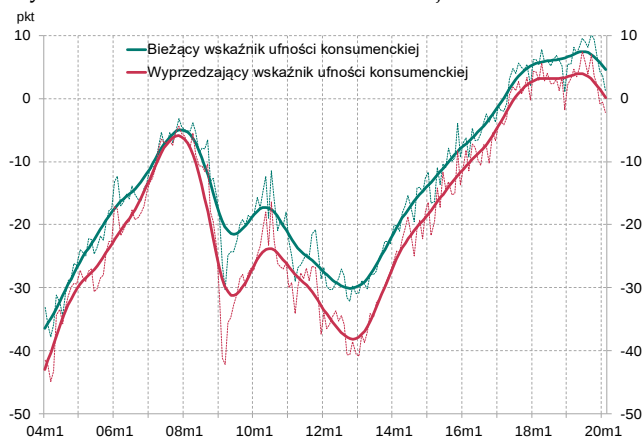
Wzrost inwestycji jest wspierany przez nadal relatywnie dobrą koniunkturę w kraju oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych (Wykres 2.11). W kierunku spowolnienia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe oddziałują natomiast słabnące prognozy popytu, w tym eksportowego, oraz podwyższona niepewność dotycząca perspektyw koniunktury. Dodatkowymi czynnikami ograniczającymi wzrost nakładów – zwłaszcza sektora publicznego

Wykres 2.8 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych i funduszu płac w gospodarce narodowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

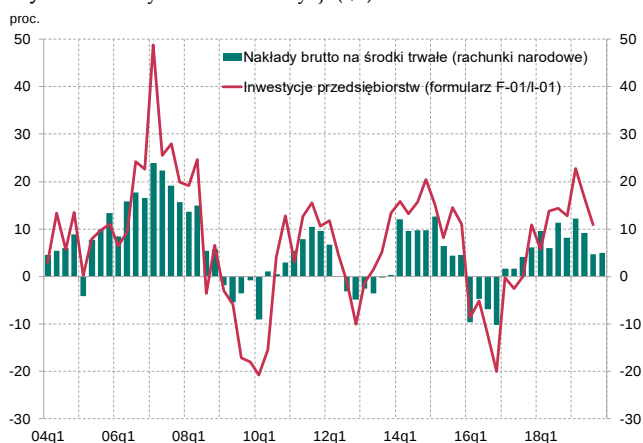
Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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).

– są wolniejszy napływ środków unijnych i zakończenie wielu inwestycji samorządowych.

Dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw w III kw. ub.r. pozostała relatywnie wysoka, przy czym obniżyła się do 10,9% r/r (z 16,4% r/r w II kw. ub.r.; Wykres 2.10). Ograniczająco na aktywność inwestycyjną firm oddziaływało przede wszystkim wyraźne obniżenie się dynamiki inwestycji w przedsiębiorstwach publicznych, przy nadal stosunkowo silnym wzroście inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. Jednocześnie, według wstępnych szacunków GUS, w III kw. ub.r. odnotowano przyspieszenie dynamiki inwestycji w segmencie mikro i małych przedsiębiorstw.

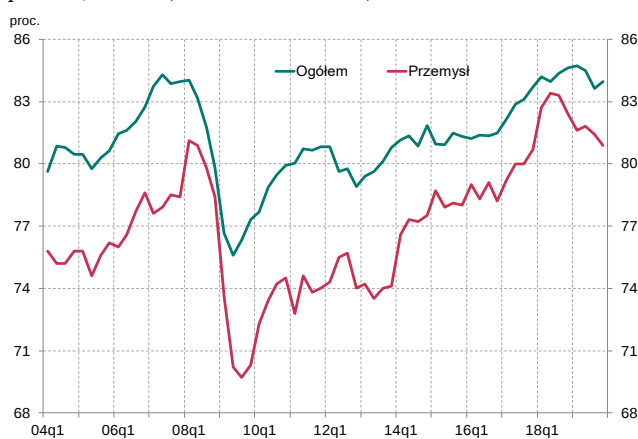
W III kw. ub.r. wzrost inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw pozostał dodatni we wszystkich sektorach, z wyjątkiem budownictwa (Wykres 2.12). Największy wkład do wzrostu nakładów inwestycyjnych miały inwestycje w maszyny i urządzenia.

Według szacunków NBP w III i IV kw. ub.r. utrzymywała się ujemna dynamika inwestycji publicznych w ujęciu rocznym. Przyczynił się do tego spadek wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego, po ich silnym wzroście w 2018 r. związanym m.in. z realizacją licznych projektów inwestycyjnych przed wyborami samorządowymi, oraz zmniejszenie nakładów inwestycyjnych finansowanych z Krajowego Funduszu Drogowego.

2.2.3 Sektor finansów publicznych²⁴

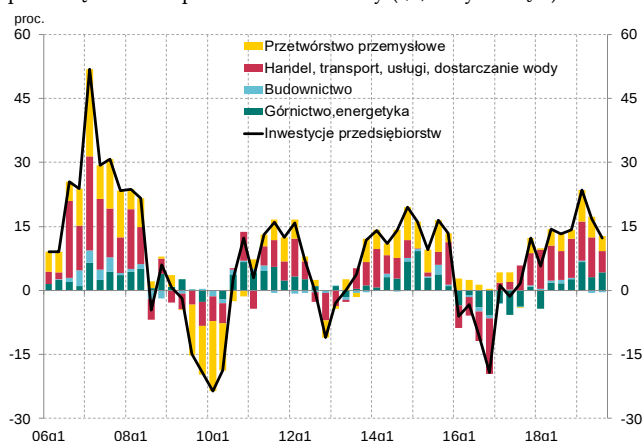
Po spadku deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2018 r. do wyjątkowo niskiego poziomu (0,2% PKB), w 2019 r. prawdopodobnie nastąpił jego wzrost. W *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2019* (z kwietnia 2019 r.) założono, że deficyt wzrośnie do

Wykres 2.11 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



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

Wykres 2.12 Dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw z podziałem na sektory (r/r, ceny bieżące)



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

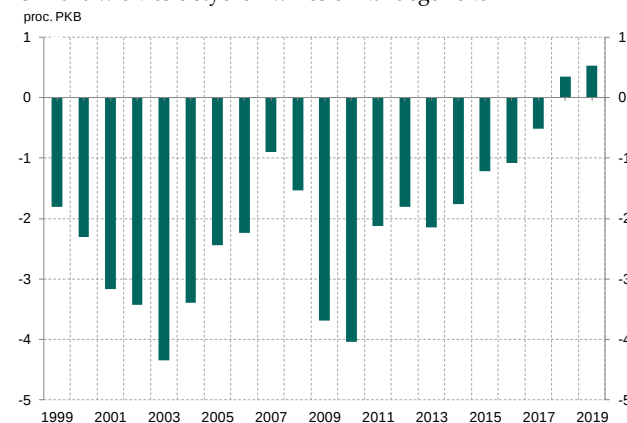
²⁴ Dane omawiane w tym rozdziale odnoszą się do danych obliczonych według metodologii ESA2010 (o ile nie zaznaczono inaczej).

1,7% PKB, przy czym korzystna sytuacja finansów publicznych w okresie pierwszych trzech kwartałów ub.r.²⁵ (Wykres 2.13) wskazuje, że deficyt sektora w 2019 r. ukształtował się prawdopodobnie wyraźnie poniżej tego poziomu.

W kierunku wzrostu deficytu sektora finansów publicznych w 2019 r. oddziaływała realizacja działań zawartych w pakiecie fiskalnym z lutego 2019 r. (m.in. rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus”, wypłata tzw. trzynastych emerytur i obniżki PIT, których łączny koszt wyniósł 0,9% PKB) oraz decyzji mających na celu przeciwdziałanie wzrostowi cen energii elektrycznej dla jej odbiorców (szacowanych na 0,4% PKB, w tym jednorazowy wydatek dla przedsiębiorstw energetycznych w wysokości 0,2% PKB²⁶). Jednocześnie tempo wzrostu składek do funduszy ubezpieczeń społecznych oraz podatków dochodowych było w okresie pierwszych trzech kwartałów 2019 r. relatywnie wysokie (odpowiednio 9,1% r/r i 13,8% r/r), czemu sprzyjała utrzymująca się korzystna sytuacja gospodarcza.

Przyjęty przez rząd w końcu grudnia 2019 r. projekt *Ustawy budżetowej na rok 2020* przewiduje po raz pierwszy od 1990 r. zrównoważenie dochodów i wydatków budżetu państwa. Z kolei deficyt sektora finansów publicznych według szacunków rządowych ma wynieść w 2020 r. 1,2% PKB (przy ostrożnym założeniu pełnego wykonania limitów wydatkowych)²⁷, a po wyeliminowaniu czynników o charakterze jednorazowym (m.in. opłaty przekształceniowej jednorazowo podwyższającej dochody) 2,2% PKB.

Wykres 2.13. Wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w okresie styczeń-wrzesień każdego roku



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

Saldo sektora finansów publicznych jest odniesione do PKB w całym roku.

²⁵ Nadwyżka sektora instytucji rządowych i samorządowych odnotowana w pierwszych trzech kwartałach 2019 r. była wyższa o 4,6 mld zł od nadwyżki w tym samym okresie 2018 r. (12,1 mld zł, wobec 7,5 mld zł). W IV kwartale ub.r. prawdopodobnie nastąpiło większe niż przed rokiem pogorszenie wyniku sektora, związane m.in. z kumulacją w tym okresie jednorazowych wydatków na rekompensaty dla przedsiębiorstw energetycznych dokonujących dystrybucji lub obrotu energią elektryczną z tytułu zamrożenia taryf i cenników dla odbiorców końcowych energii w 2019 r. oraz zmian dotyczących obniżek w PIT.

²⁶ Wydatek na rekompensaty dla przedsiębiorstw energetycznych dokonujących dystrybucji lub obrotu energią elektryczną.

²⁷ Limity wydatkowe wynikają z obowiązywania tzw. stabilizującej reguły wydatkowej. Por. uzasadnienie do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2020*, s. 220.

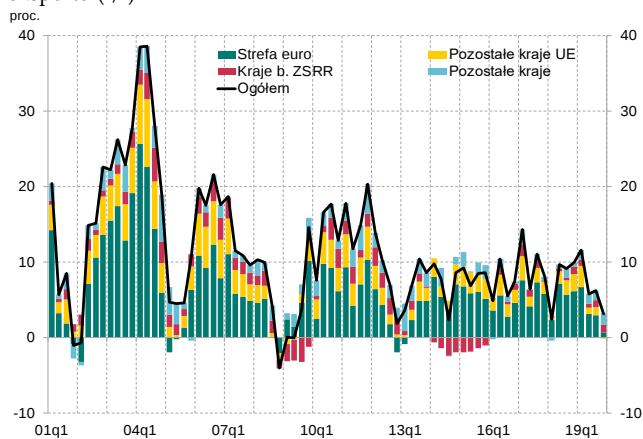
W projekcie budżetu państwa na 2020 r. uwzględnione jest sfinansowanie całorocznych kosztów zmian legislacyjnych zawartych we wspomnianym pakiecie fiskalnym, które weszły w życie w trakcie 2019 r., oraz wprowadzonych jesienią 2019 r. świadczeń uzupełniających dla osób niezdolnych do samodzielnej egzystencji. Projekt *Ustawy budżetowej* uwzględnia także korzystniejsze zasady waloryzacji świadczeń emerytalno-rentowych (koszt 0,1% PKB) oraz wyższe niż w 2019 r. podwyżki płac²⁸ dla państwowej sfery budżetowej (koszt 0,2% PKB). Z perspektywy wpływu na wynik sektora finansów publicznych koszty wprowadzenia wymienionych zmian będą w niewielkim stopniu rekompensowane podwyżką akcyzy na wyroby tytoniowe i alkohol²⁹ oraz zapowiadanych opodatkowaniem m.in. napojów słodzonych (łącznie 0,1% PKB).

W ocenie NBP³⁰ zmiany w polityce fiskalnej wprowadzone w 2019 i 2020 r., w tym zapisy projektu *Ustawy*, będą oddziaływały w kierunku podwyższenia tempa wzrostu PKB w 2020 r., a więc będą ograniczały skalę oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Jednocześnie będą one także oddziaływały w kierunku wyższej inflacji w 2020 r.

2.2.4 Handel zagraniczny³¹

W II połowie 2019 r. – wobec relatywnie niskiej dynamiki PKB na świecie – nastąpiło dalsze spowolnienie wymiany handlowej Polski. W III i IV kw. dynamika wartości eksportu towarów przewyższała jednak dynamikę importu, co przekładało się na utrzymanie nadwyżki w obrotach towarowych. Dostępne dane o handlu usługami wskazują, że w III kw. 2019 r. odnotowano również nadwyżkę w handlu

Wykres 2.14 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²⁸ Przyjęto średnioroczny wskaźnik wzrostu wynagrodzeń w 2020 r. na poziomie 6,0% (wobec 2,3% w *Ustawie budżetowej na rok 2019*).

²⁹ Podwyżka wynosi 10% i weszła w życie w styczniu 2020 r. (por. *Ustawa z dnia 21 listopada 2019 r. o zmianie ustawy o podatku akcyzowym*).

³⁰ Por. *Opinia RPP do projektu Ustawy budżetowej na rok 2020 przyjętego przez Radę Ministrów 23 grudnia 2019 r.*, s. 5.

³¹ W niniejszym rozdziale analizowane są przede wszystkim dane GUS dotyczące nominalnej wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych.

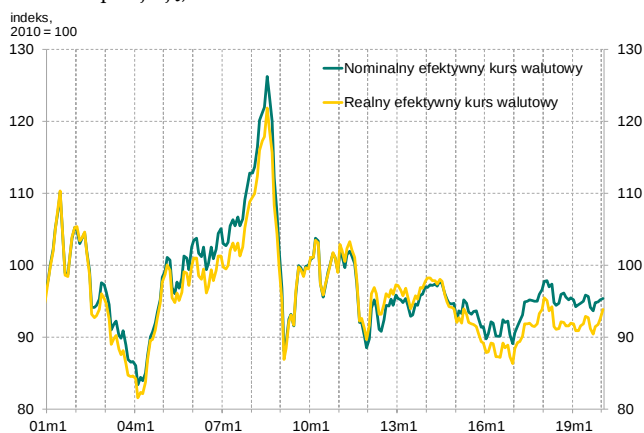
usługami, która była wówczas rekordowo wysoka³². Ze względu jednak na brak pełnych danych o handlu usługami w IV kw. ub.r. oraz brak szczegółowej dekompozycji wartości usług według rodzajów i krajów przeznaczenia, opis tendencji w zakresie handlu zagranicznego dotyczy danych o handlu towarami.

Po przejściowym wyhamowaniu spadku dynamiki eksportu towarów w III kw. 2019 r. (eksport nawet nieco wówczas przyspieszył – do 6,2% r/r z 5,8% r/r w II kw.), dynamika eksportu w IV kw. 2019 r. ponownie się obniżyła (do 3,1% r/r; Wykres 2.14). Spowolnienie sprzedaży eksportowej odnotowano przede wszystkim do strefy euro i pozostałych krajów UE. Jednocześnie w II połowie 2019 r. dynamika eksportu do krajów spoza Unii Europejskiej, a w szczególności do krajów b. ZSRR, przyspieszała i kształtowała się na relatywnie wysokim poziomie³³. W ujęciu towarowym obniżenie się dynamiki eksportu dotyczyło głównie dóbr pośrednich.

W II połowie 2019 r. – pomimo aprecjacji kursu złotego w IV kw. (Wykres 2.15) – odsetek przedsiębiorców informujących o nieopłacalnym eksporcie utrzymał się na poziomie zbliżonym do historycznych minimów. Jednocześnie kurs złotego nie stanowił bariery dla opłacalności importu³⁴.

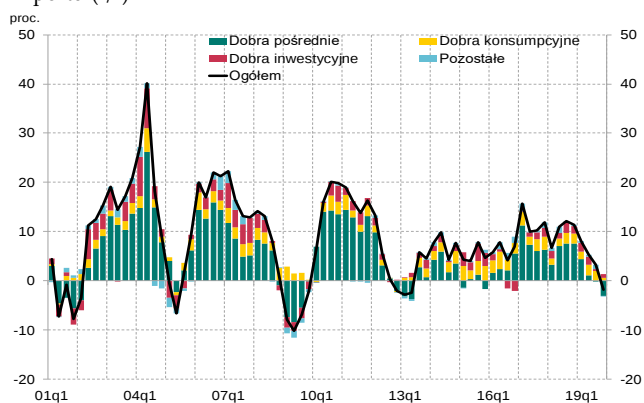
W II połowie ub.r. silnie obniżyła się dynamika wartości importu towarów – do 3,2% r/r w III kw. i -1,8% r/r w IV kw. (wobec 5,3% r/r w II kw. ub.r.; Wykres 2.16). Obniżenie się dynamiki dotyczyło większości grup towarów. W szczególności ujemna dynamika importu odnotowana została w kategorii dóbr pośrednich, w tym towarów zaopatrzeniowych oraz paliw.

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 złoty, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

³² Saldo usług w III kw. 2019 r. wyniosło 25,7 mld zł, a w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco wyniosło 4,5% PKB. Z kolei według szacunkowych danych miesięcznych saldo usług w IV kw. 2019 r. wyniosło 27,7 mld zł, a w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco 4,6% PKB.

³³ Dynamika wartości eksportu do krajów b. ZSRR wyniosła 13,3% r/r w III kw. 2019 r. oraz 14,4% r/r w IV kw. 2019 r. Z kolei dynamika wartości eksportu do pozostałych krajów wyniosła odpowiednio 9,8% r/r oraz 12,5% r/r.

³⁴ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2019 r.; Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

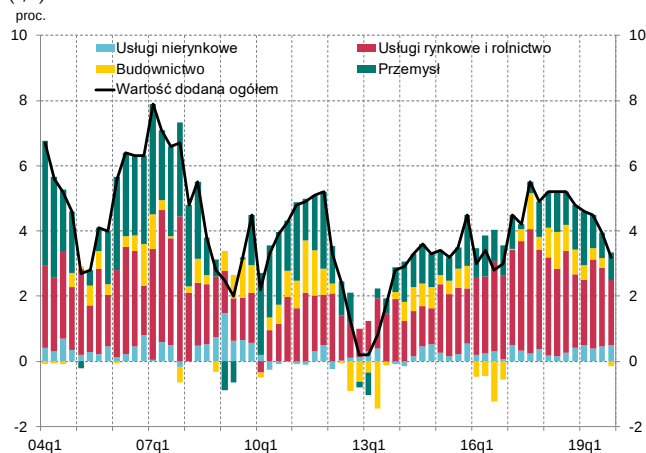
2.2.5 Produkcja

W II połowie 2019 r. dynamika wartości dodanej obniżyła się, do czego przyczyniło się spowolnienie wzrostu produkcji we wszystkich głównych sektorach gospodarki (Wykres 2.17).

W IV kw. 2019 r. dynamika produkcji w przemyśle ponownie nieco spowolniła (wyniosła 2,4% r/r wobec 3,3% r/r w III kw.)³⁵. Ograniczająco na tę dynamikę wpływa niskie tempo wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, a w szczególności spadek produkcji przemysłowej w strefie euro, co przekłada się na niższą niż w poprzednich latach dynamikę eksportu polskich towarów. Negatywny wpływ na wzrost aktywności w przemyśle ma również – wynikający z obniżania się inwestycji publicznych – spadek produkcji budowlanej, co ogranicza popyt na dobra inwestycyjne. Produkcję w przemyśle wspiera z kolei nadal relatywnie silny wzrost konsumpcji (Wykres 2.18).

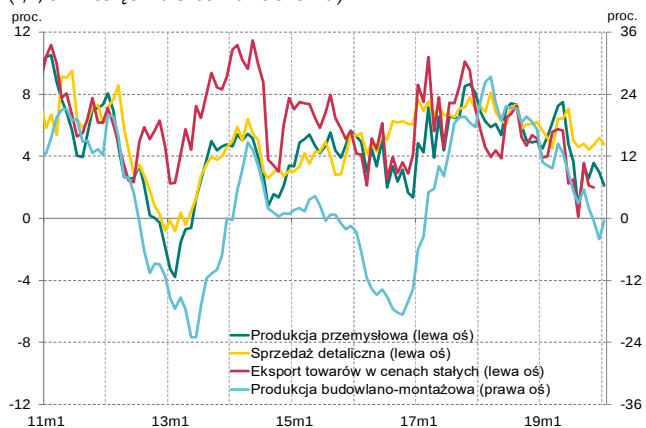
W IV kw. 2019 r. produkcja w budownictwie obniżyła się o 4,0% r/r (wobec wzrostu o 5,7% r/r w III kw.; Wykres 2.19)³⁶. Dynamika produkcji budowlanej wyraźnie spowolniła w budownictwie infrastrukturalnym (zwłaszcza drogowym i kolejowym) oraz mieszkaniowym. Spadek produkcji w budownictwie infrastrukturalnym jest efektem wolniejszego wzrostu absorpcji środków unijnych i zakończenia inwestycji związanych z wyborami samorządowymi. Spowolnienie w budownictwie mieszkaniowym wynikało głównie ze statystycznego efektu bazy³⁷, choć w kierunku obniżenia dynamiki tej kategorii oddziałują również ograniczenia po stronie podaży (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*). Równocześnie

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18 Dynamika produkcji przemysłowej i jej determinanty (r/r, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

³⁵ W styczniu dynamika produkcji przemysłowej obniżyła się do 1,1% r/r, co wynikało jednak z mniejszej niż przed rokiem liczby dni roboczych. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych dynamika produkcji wyniosła 3,5% r/r.

³⁶ W styczniu br. produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 6,5% r/r. Przyspieszenie dynamiki odnotowano zwłaszcza w budownictwie infrastrukturalnym, czemu sprzyjały niezwykle korzystne warunki atmosferyczne.

³⁷ W IV kw. 2018 r. roczna dynamika produkcji w budownictwie mieszkaniowym była znacznie wyższa niż w III kw. 2018 r. (wyniosła 27,2% w cenach bieżących wobec 0,6% w III kw.), co przełożyło się na niższą roczną dynamikę produkcji w IV kw. 2019 r. w porównaniu z III kw. 2019 r. (0,2% wobec 21,5% w III kw.).

dynamika produkcji w budownictwie komercyjnym i przemysłowym utrzymała się na dodatnim poziomie, czemu sprzyja niski koszt finansowania inwestycji w biurowce i obiekty handlowe oraz utrzymujący się wzrost inwestycji przedsiębiorstw.

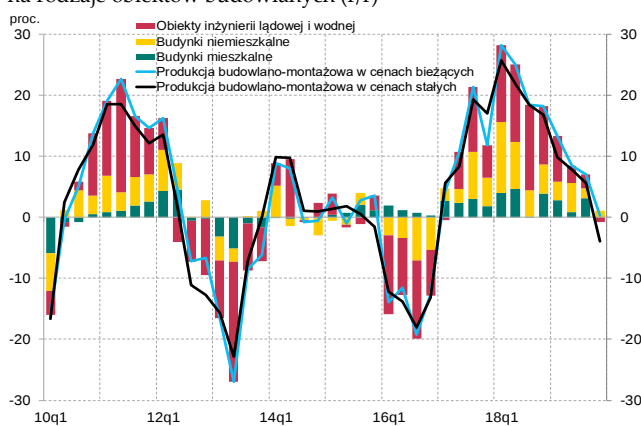
W usługach rynkowych dynamika wartości dodanej w IV kw. ponownie się obniżyła, utrzymując się jednak na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.20). W szczególności nadal relatywnie silny popyt konsumpcyjny sprzyjał utrzymaniu dość wysokiego tempa wzrostu aktywności w handlu, choć nieco się ono obniżyło. Relatywnie dobra koniunktura utrzymuje się także w transporcie i usługach biznesowych, a w III i IV kw. dynamika wartości dodanej w tych sektorach nawet nieco wzrosła. W kierunku obniżenia dynamiki wartości dodanej w usługach oddziaływało z kolei spowolnienie w działalności finansowej i ubezpieczeniowej.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się relatywnie dobra sytuacja finansowa (Wykres 2.21). Nieznaczne zmniejszenie się wyniku finansowego brutto sektora w III kw. ub.r. wynikało głównie ze spadku wyniku na operacjach finansowych, na który złożyły się różnice kursowe oraz niższe wpływy ze sprzedaży aktywów finansowych, przede wszystkim w energetyce. Sytuacja finansowa firm pozostała w dalszym ciągu zróżnicowana pomiędzy branżami.

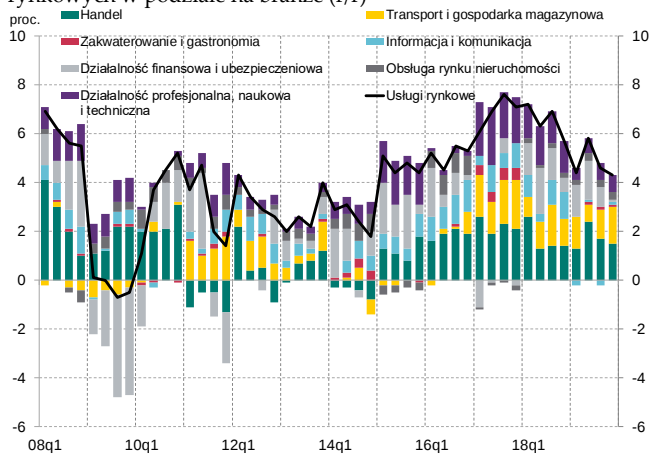
W III kw. 2019 r. wynik na sprzedaży był o 12,4% wyższy niż w analogicznym okresie 2018 r. dzięki szybszemu spadkowi dynamiki kosztów niż dynamiki przychodów ze sprzedaży. Spadek dynamiki kosztów dotyczył większości kategorii kosztów, w tym przede wszystkim kosztów towarów, pracy oraz usług obcych. Jednocześnie spadek dynamiki przychodów ze sprzedaży był

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



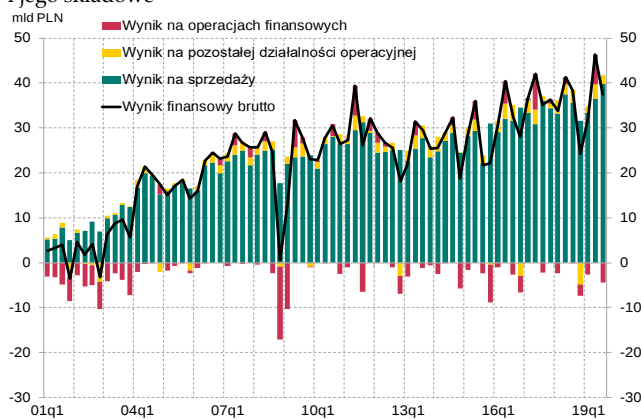
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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, przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

spowodowany głównie spowolnieniem sprzedaży krajowej.

Na relatywnie dobrą sytuację w sektorze przedsiębiorstw w III kw. wskazuje również wzrost wskaźnika rentowności sprzedaży i udziału firm rentownych (Tabela 2.2).

Także sytuacja płynnościowa sektora pozostaje relatywnie dobra. Odsetek przedsiębiorstw, w których płynność gotówkowa osiągnęła wartość uznawaną za bezpieczną, jest na historycznie wysokim poziomie. Deklarowana zdolność przedsiębiorstw do obsługi zobowiązań handlowych pozostała w IV kw. 2019 r. wysoka, a oczekiwania respondentów wskazują, że również w I kw. 2020 r. płynność i zdolność do obsługi zobowiązań sektora pozostaną na bezpiecznym poziomie.

2.4 Rynek pracy

Nadal relatywnie korzystna koniunktura w gospodarce oddziałuje w kierunku dalszego wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie jego dynamika obniża się, co jest związane zarówno z pewnym osłabieniem popytu na pracę, jak i z ograniczeniami po stronie podaży pracy (Wykres 2.22).

Zarówno dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, jak i ankietowe dane BAEL wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia (odpowiednio 1,1% r/r w styczniu br. i 0,4% r/r w IV kw. ub.r.)³⁸. Równocześnie dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest wyraźnie niższa niż w poprzednich latach.

W kierunku wolniejszego wzrostu zatrudnienia oddziałuje obniżenie – wciąż relatywnie wysokiego – zapotrzebowania firm na pracowników następujące w warunkach

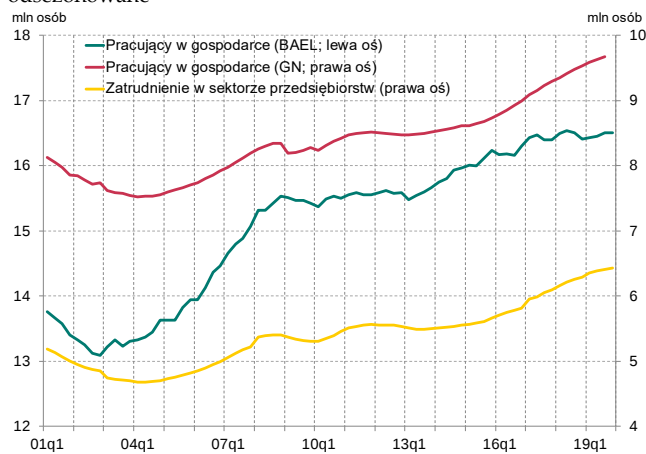
Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.22 Liczba pracujących i zatrudnionych, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³⁸ Rozbieżność między dynamiką zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw a dynamiką pracujących według BAEL może częściowo wynikać z nieuwzględnienia w tych ostatnich danych czasowych pracowników z zagranicy, obniżającej się liczby pracujących w rolnictwie oraz przechodzenia pracowników z mniej na bardziej sformalizowane formy zatrudnienia (z nieformalnej pomocy w rodzinnych firmach i umów cywilnoprawnych na umowy o pracę).

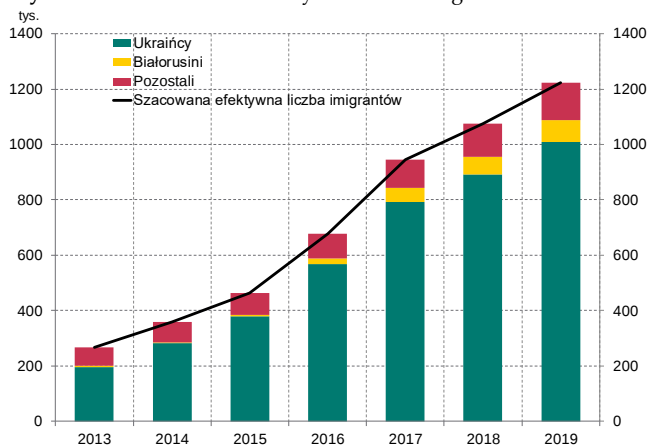
stopniowo spowalniającego wzrostu gospodarczego. Wskazuje na to spadek liczby nowoutworzonych miejsc pracy (o 9,6% r/r w III kw.) oraz liczby ofert pracy³⁹.

Ograniczająco na dynamikę zatrudnienia oddziałuje także obniżająca się liczba osób aktywnych zawodowo według BAEL (o 0,6% r/r w IV kw. 2019 r.). Spadek ten wynika ze zmniejszania się populacji w wieku produkcyjnym (15-64 lata; o 1,4% r/r w III kw.), którego nie równoważy stopniowy wzrost aktywności zawodowej w tej grupie wiekowej. Dane BAEL nie uwzględniają jednak czasowych pracowników z zagranicy, których liczba nadal rośnie i jest obecnie szacowana na około 1,2 mln osób, w tym około 1 mln Ukraińców (Wykres 2.23).

W warunkach wzrostu zatrudnienia i spadku podaży pracy stopa bezrobocia, która już wcześniej kształtowała się na bardzo niskim poziomie, nadal się obniża (Wykres 2.24). Jednocześnie wraz z pewnym osłabieniem popytu na pracę skala trudności ze znalezieniem pracowników nieco się zmniejszyła. Odsetek firm wskazujących brak kadr jako barierę rozwoju spadł z około 10% do około 7% w ostatnich kwartałach⁴⁰.

Pozycja pracowników w negocjacjach płacowych jest jednak wciąż silna, choć zgodnie z wynikami badań ankietowych NBP presja płacowa w przedsiębiorstwach nieznacznie maleje⁴¹. Dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw, po pewnym obniżeniu się w IV kw. 2019 r., w styczniu br. nieco wzrosła (wyniosła 7,1% r/r wobec 5,8% r/r w IV kw.), do czego przyczyniło się podwyższenie płacy minimalnej. Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw pozostaje zatem na poziomie zbliżonym do średniej z ostatnich dwóch lat.

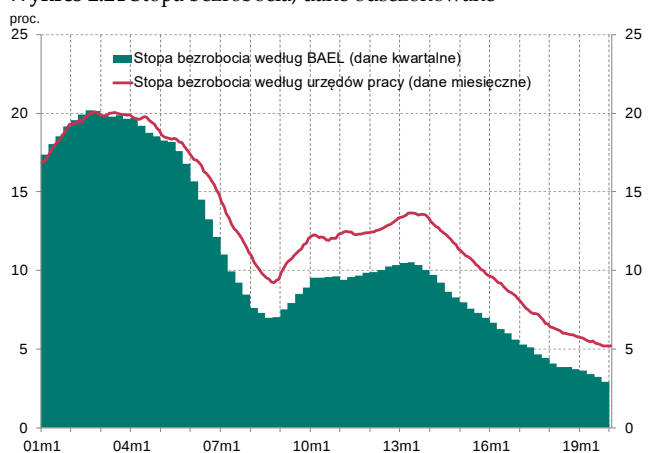
Wykres 2.23 Szacunkowa efektywna liczba imigrantów w Polsce



Źródło: dane MSZ, MRPiPS, UdSC i ZUS, obliczenia NBP.

Szacunki na podstawie liczby wydanych wiz do pracy i działalności gospodarczej, Kart Polaka, zezwoleń na pobyt stały, czasowy i rezydenta długoterminowego UE, oświadczeń o powierzeniu pracy cudzoziemcowi, oraz liczby cudzoziemców zgłoszonych do ubezpieczenia emerytalno-rentowego w ZUS. Ze względu na czasowy charakter pracy imigrantów z Ukrainy i Białorusi w Polsce, założono że przeciętny imigrant z tych krajów pracuje w Polsce około 7 miesięcy w roku.

Wykres 2.24 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.

³⁹ W styczniu 2020 r. Barometr Ofert Pracy mierzący liczbę ofert pracy w internecie obniżył się o 5,0% r/r, a liczba zgłoszonych w ciągu miesiąca ofert pracy w urzędach pracy spadła o 7,9% r/r.

⁴⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁴¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

Tempo wzrostu płac w gospodarce w IV kw. ukształtowało się na poziomie 6,9% r/r i było wspierane dynamicznym wzrostem płac w sektorze publicznym (Wykres 2.25). Równocześnie – wobec wzrostu inflacji – tempo wzrostu płac realnych obniżyło się.

Wobec równoczesnego obniżenia się dynamiki PKB i wzrostu dynamiki liczby pracujących według BAEL, w III i IV kw. 2019 r. dynamika wydajności pracy wyraźnie się obniżyła. W warunkach relatywnej stabilizacji dynamiki płac w gospodarce spowodowało to przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy do odpowiednio 3,6% i 3,9% r/r (wobec 1,9% r/r w II kw.; Wykres 2.26).

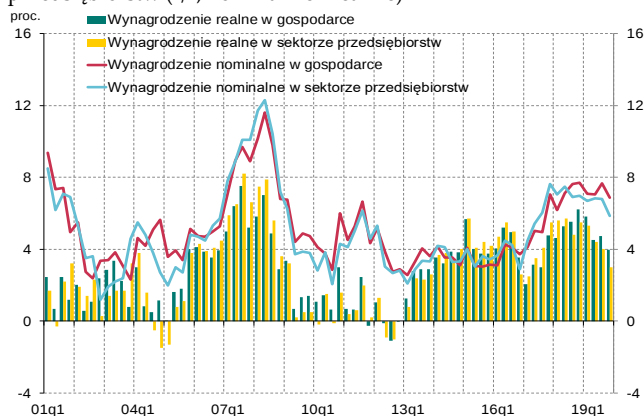
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Rada Polityki Pieniężnej utrzymuje stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Na oczekiwaną przez uczestników rynku ścieżkę stóp procentowych w przyszłości oddziaływały w ostatnim czasie – z jednej strony – wyższa niż w poprzednich okresach bieżąca inflacja, a – z drugiej strony – obawy o koniunkturę światową wynikające z rozprzestrzeniania się koronawirusa oraz niższa niż w poprzednich okresach dynamika PKB w Polsce (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*, rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*, rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). W efekcie oczekiwania te wskazują obecnie na możliwość obniżek stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.27).

2.5.1 Rynki finansowe

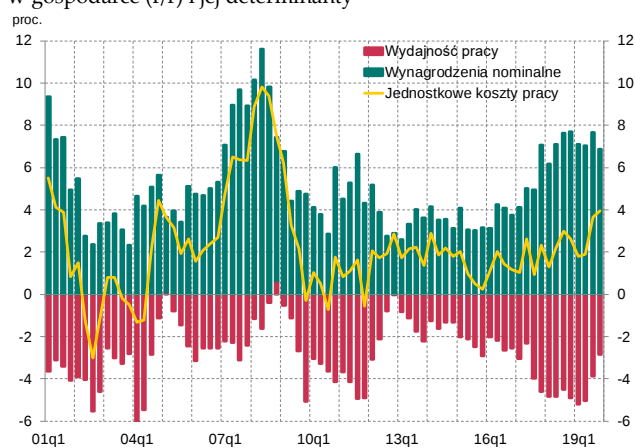
Na kształtowanie się rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach miały wpływ zmiany nastrojów na rynkach finansowych oraz bieżące odczyty inflacji (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). W rezultacie w lutym 2020 r. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wyniosła średnio 2,1%. Rentowności

Wykres 2.25 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (r/r; nominalnie i realnie)



Źródło: dane GUS.

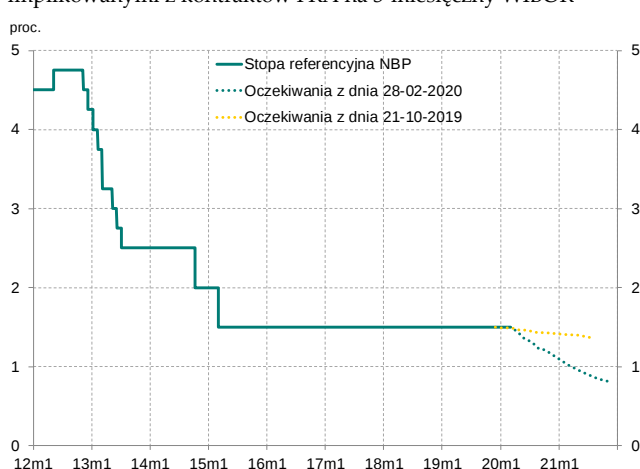
Wykres 2.26 Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (r/r) i jej determinanty



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.27 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

pozostały więc istotnie niższe niż średnio w poprzednich latach, a także niższe niż w większości gospodarek wschodzących, a w ostatnim okresie – podobnie jak w przypadku krajów rozwiniętych – rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się. Odzwierciedla to korzystną ocenę fundamentów polskiej gospodarki przez inwestorów, w tym brak istotnych nierównowag makroekonomicznych (Wykres 2.28).

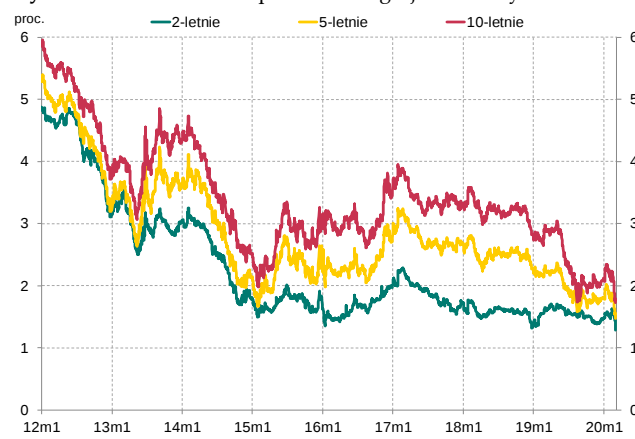
Jednocześnie w związku z obserwowanym obecnie pogorszeniem się nastrojów na rynkach światowych indeks WIG wyraźnie się obniżył (Wykres 2.29). Nastąpiło to pomimo relatywnie dobrej koniunktury w polskiej gospodarce oraz niskich stóp procentowych NBP. Na spadki cen akcji na polskiej giełdzie wpłynęły także obawy o wyniki finansowe części spółek z sektora paliwowego oraz części banków⁴².

Średni kurs EUR/PLN w lutym 2020 r. wyniósł 4,28, a USD/PLN 3,92 (Wykres 2.30). Oznacza to brak istotnych zmian kursu polskiego złotego wobec głównych walut względem średniej z II połowy 2019 r. Stabilności złotego w warunkach występujących w ostatnim czasie istotnych wahań nastrojów na światowych rynkach finansowych sprzyjał zrównoważony i relatywnie szybki wzrost polskiej gospodarki oraz stabilne stopy procentowe NBP.

2.5.2 Rynek nieruchomości⁴³

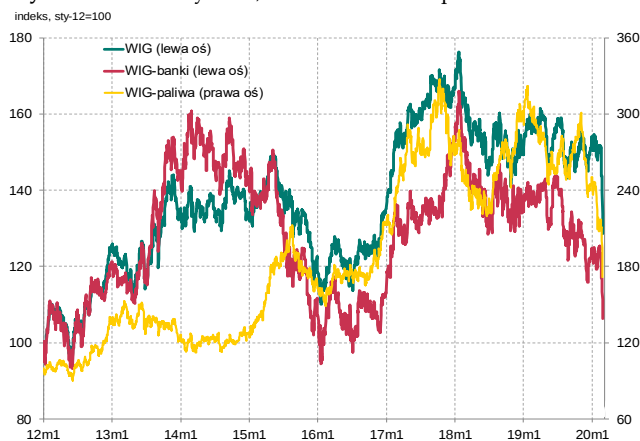
W III kw. ub.r. rynek mieszkaniowy znajdował się w fazie ekspansji, a liczba sprzedanych mieszkań była wysoka (Wykres 2.31). Wysokiemu popytowi na mieszkania towarzyszył wzrost liczby mieszkań oddanych do użytkowania, liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz –

Wykres 2.28 Rentowności polskich obligacji skarbowych



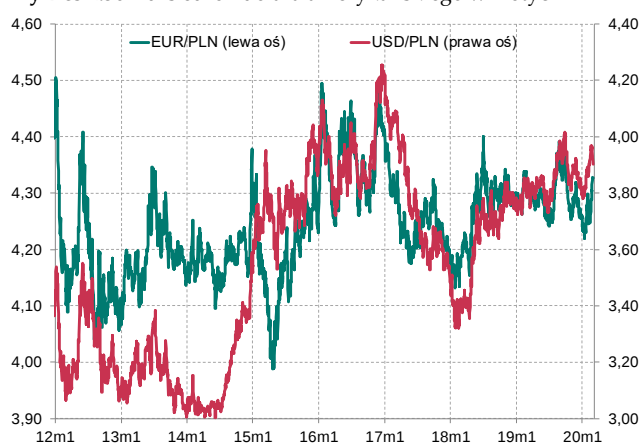
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.29 Indeksy WIG, WIG-banki i WIG-paliwa



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.30 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

⁴² Indeks WIG-paliwa był w lutym 2020 r. średnio na poziomie ok. 27% niższym niż w październiku 2019 r., a indeks WIG-banki był na poziomie ok. 5% niższym. Spółki należące do tych dwóch indeksów sektorowych na koniec stycznia 2020 r. stanowiły łącznie blisko 40% portfela indeksu WIG.

⁴³ 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 2019 r.* NBP, luty 2020 r.

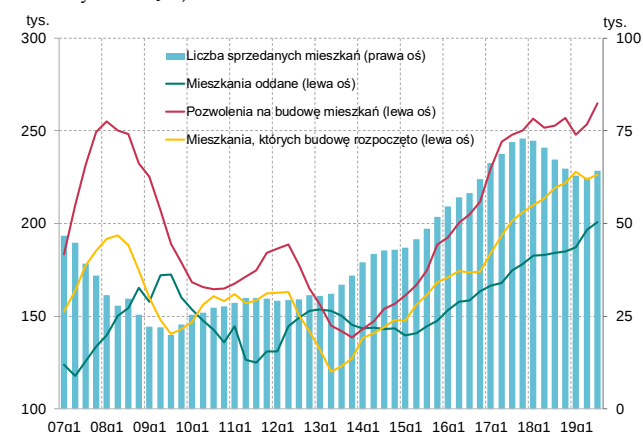
po przejściowym spadku w II kw. 2019 r. – liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto.

W III kw. 2019 r. popyt na mieszkania był w dalszym ciągu wspierany przez bardzo dobrą sytuację pracowników na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*) oraz stabilne oprocentowanie kredytów hipotecznych. W efekcie, wzrost popytu na mieszkania pozostawał nieznacznie szybszy od wzrostu podaży. Jednocześnie dynamika wydawanych pozwoleń i rozpoczynanych projektów pozwala sądzić, że wzrost podaży mieszkań powinien przyspieszyć w najbliższych kwartałach.

Wysokiej aktywności na rynku mieszkaniowym towarzyszył wzrost ofertowych i transakcyjnych cen mieszkań⁴⁴, zarówno na rynku pierwotnym (odpowiednio 10,2% i 9,5% r/r w IV kw. ub.r.), jak i wtórnym (odpowiednio 10,3% i 9,1% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.32). Do wzrostu cen przyczynił się relatywnie wysoki popyt na mieszkania, ograniczona dostępność pracowników budowlanych i związany z tym wzrost ich wynagrodzeń oraz wzrost cen gruntów i materiałów.

Na rynku nieruchomości biurowych w III kw. 2019 r. utrzymywała się wysoka podaż, czemu sprzyjały wyższe stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż za granicą, a także wysoka dostępność finansowania wynikająca z bardzo niskich stóp procentowych za granicą, w tym w strefie euro (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Kolejny kwartał utrzymywał się też wysoki popyt na wynajem nieruchomości biurowych, przez co stopa pustostanów⁴⁵ w dużych miastach ponownie nieznacznie spadła. Jednocześnie koszty utrzymania zasobu, w tym przede wszystkim koszty remontów i modernizacji, nadal pozostają wysokie, co może przekładać się na spadek

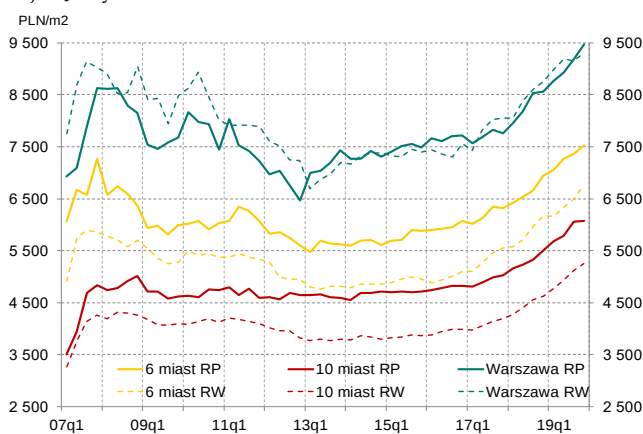
Wykres 2.31 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane GUS, JLL/REAS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.32 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁴ Średnia cena mieszkania (zł/m²) w 16 miastach stolicach województw oraz w Gdyni.

⁴⁵ Stopa pustostanów to udział powierzchni niewynajętej w całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

oczekiwanej zyskowności inwestycji w tego typu nieruchomości.

Z kolei w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w III kw. 2019 r. odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni, co może oznaczać, że inwestorzy uważają rynek za nasycony.

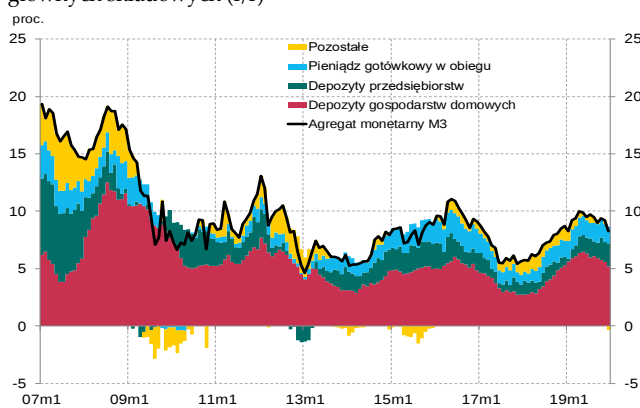
2.6 Pieniądz i kredyt⁴⁶

W IV kw. ub.r. dynamika szerokiego pieniądza (M3) w gospodarce spowolniła (do 9,0% r/r z 9,4% r/r w III kw. 2019 r.). Przyczynił się do tego wolniejszy przyrost depozytów gospodarstw domowych, które mają największy udział w agregacie M3 (Wykres 2.33).

Tempo wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego w IV kw. 2019 r. nieco się obniżyło i według szacunków NBP ukształtowało się na poziomie niższym od dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.34). Relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB (szacunek NBP) obniżyła się w IV kw. ub.r. do 50,3% z 51,4% w III kw. ub.r.

Do wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego przyczyniał się wzrost kredytów dla gospodarstw domowych. Dynamika tych kredytów w IV kw. 2019 r. była zbliżona do odnotowanej w poprzednim kwartale i wyniosła 6,3% r/r (Wykres 2.35). Na stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych złożyły się, z jednej strony, wyższa dynamika kredytów mieszkaniowych (6,0% r/r w porównaniu z 5,7% r/r w III kw. ub.r.) i – z drugiej strony – nieznacznie niższe, choć nadal wysokie, tempo wzrostu kredytów konsumpcyjnych (9,5% r/r w porównaniu z 10,0% r/r w III kw. ub.r.). Przyrost kredytów mieszkaniowych ogółem wynikał przede wszystkim z systematycznie zwiększającego się stanu kredytów złotych (o

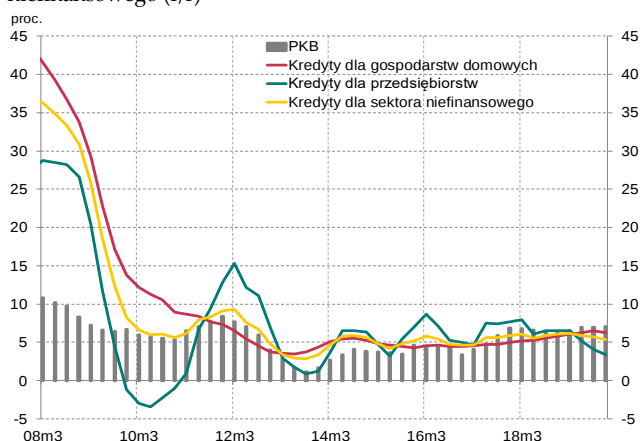
Wykres 2.33 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

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

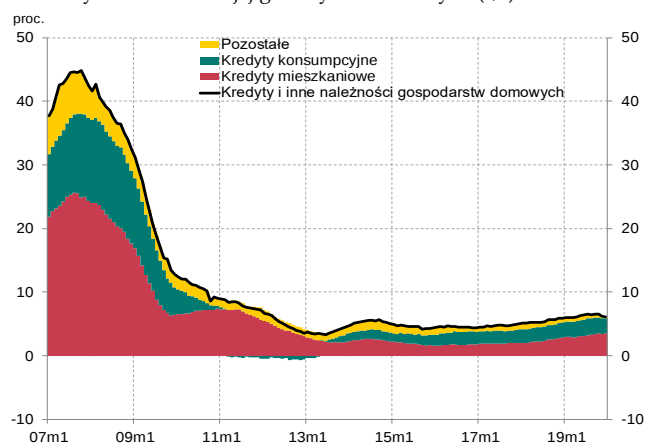
12,3% r/r). Wartość portfela walutowych kredytów mieszkaniowych obniżała się natomiast w dotychczasowym tempie (-7,9% r/r). Przyrostowi kredytów dla gospodarstw domowych sprzyjały m.in. stabilne stopy procentowe oraz korzystna sytuacja na rynku pracy. W przeciwnym kierunku oddziaływało podwyższenie marży kredytowej dla kredytów mieszkaniowych przez część banków oraz zaostrzenie przez banki kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych uzasadniane ryzykiem związanym z możliwym pogorszeniem się przewidywanej sytuacji gospodarczej⁴⁷.

Wzrost kredytów dla sektora niefinansowego w IV kw. ub.r. wynikał także z przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw. W IV kw. 2019 r. dynamika tych kredytów obniżyła się jednak w porównaniu z poprzednim kwartałem (do 3,4% z 4,1% r/r; Wykres 2.36), co wynikało z wolniejszego wzrostu zarówno kredytów bieżących (o 5,6% r/r wobec 6,7% r/r w III kw. ub.r.), jak i kredytów o charakterze inwestycyjnym (o 4,1% r/r wobec 4,5% r/r w III kw. ub.r.). Badania ankietowe przedsiębiorstw sugerują, że w IV kw. 2019 r. odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt wzrósł nieznacznie, ale wciąż pozostawał niski⁴⁸. Od strony podażowej w kierunku spowolnienia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw oddziaływało dalsze zaostrzenie kryteriów ich udzielania przez banki, przede wszystkim w segmencie kredytów długoterminowych. Banki uzasadniały zaostrzenie swojej polityki kredytowej możliwością pogorszenia się sytuacji gospodarczej oraz wzrostem ryzyka kredytowania niektórych branż⁴⁹.

2.7 Bilans płatniczy

W II połowie 2019 r. saldo obrotów bieżących w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco

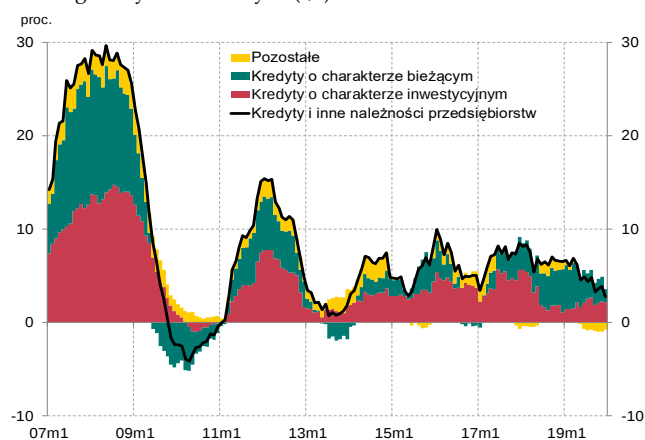
Wykres 2.35 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.36 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁷ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2020 r., NBP, luty 2020 r.

⁴⁸ W IV kw. 2019 r. odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt wyniósł ok. 18%, a w III kw. 2019 r. ok. 17%. Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, Nr 01/20, NBP, styczeń 2020 r.

⁴⁹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kwartał 2020 r., NBP, luty 2020 r.

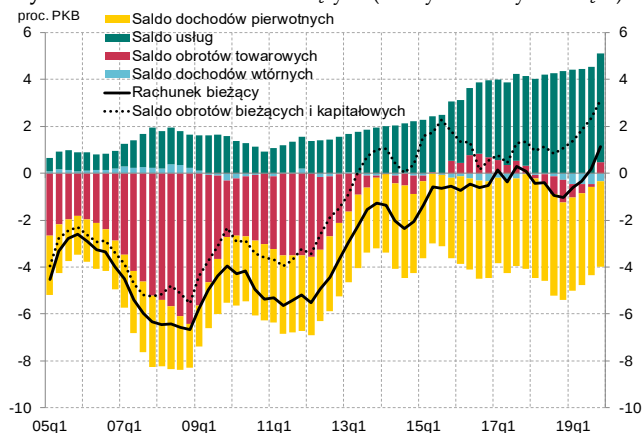
poprawiło się względem I połowy ub.r. (Wykres 2.37). W III kw. 2019 r. saldo na rachunku obrotów bieżących wzrosło do 0,2% PKB (wobec -0,4% PKB w II kw. 2019 r.)⁵⁰, a szacunkowe dane miesięczne za IV kw. wskazują na jego dalszy wzrost do 1,1% PKB. Poprawa wynikała przede wszystkim z wyższego niż przed rokiem salda obrotów towarowych.

W II połowie 2019 r. roczna dynamika eksportu nadal przewyższała dynamikę importu, co oddziaływało w kierunku poprawy salda obrotów towarowych (do 0,5% PKB w IV kw. 2019 r. z -0,4% PKB w II kw. 2019 r.). Towarzyszyła temu rekordowo wysoka nadwyżka w handlu usługami (4,6% PKB), związana przede wszystkim z dalszym wzrostem dodatnich sald w kategorii pozostałych usług, usług transportowych oraz podróży zagranicznych. Saldo dochodów pierwotnych – pomimo nieznacznej poprawy – nadal pozostawało znacząco ujemne ze względu na dochody uzyskane przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym na koniec IV kw. ub.r. wynikająca z napływu środków unijnych była nieznacznie niższa niż w II kw. 2019 r. i wyniosła 2,0% PKB. Jednak wraz z wyraźnie wyższym saldem rachunku bieżącego, łączne saldo wzrosło do 3,1% PKB w IV kw. 2019 r. (wobec 1,8% PKB w II kw. 2019 r.).

W II połowie 2019 r. saldo na rachunku finansowym było wyraźnie wyższe niż przed rokiem, co przełożyło się na jego znaczącą poprawę w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco (do 2,7% PKB w IV kw. wobec 1,1% PKB w II kw. ub.r.; Wykres 2.38). W kierunku wyższego salda oddziaływała poprawa salda inwestycji bezpośrednich wynikająca w większym stopniu ze spadku zobowiązań wobec zagranicznych inwestorów niż wzrostu aktywów rezydentów polskich za granicą. Na poprawę

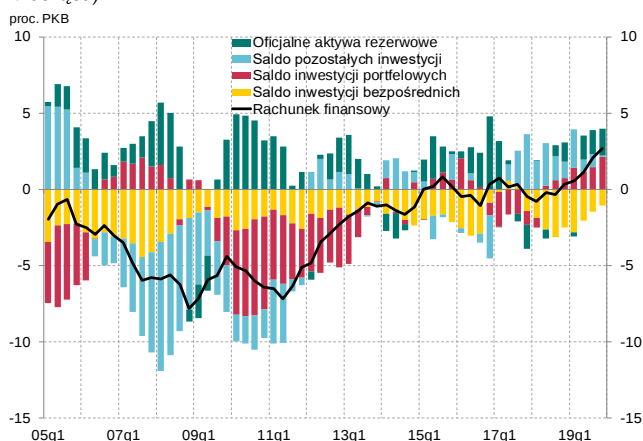
Wykres 2.37 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za IV kw. ub.r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2019 r.

Wykres 2.38 Saldo obrotów finansowych (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 2019 r.

⁵⁰ Dane o bilansie płatniczym są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

salda rachunku finansowego w II połowie ub.r. oddziaływał również wzrost dodatniego salda inwestycji portfelowych. Było to związane przede wszystkim ze zmniejszeniem zaangażowania nierezydentów na rynku instrumentów dłużnych. Z jednej strony przyczyniła się do tego sprzedaż przez inwestorów zagranicznych obligacji skarbowych rezydentom, zaś – z drugiej strony – wykup przez Skarb Państwa obligacji zgodnie z harmonogramem. Jednocześnie oficjalne aktywa rezerwowe były wyższe niż w II kw. 2019 r. w wyniki transakcji przeprowadzonych przez NBP⁵¹. W kierunku niższego salda rachunku finansowego oddziaływało z kolei obniżenie się salda pozostałych inwestycji, do czego przyczynił się w głównej mierze wzrost pasywów⁵².

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.3). Poziom zadłużenia zagranicznego Polski do PKB systematycznie obniża się, co z kolei wpływa na dalszą poprawę relacji międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB. Ponadto struktura zagranicznych aktywów i pasywów Polski kształtuje się korzystnie z uwagi na relatywnie duży udział stabilnych i długoterminowych inwestycji bezpośrednich w pasywach (47%) oraz w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (69%).

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

	2017	2018				2019			
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,1	-0,4	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,4	0,2	1,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,3	0,9	1,1	0,8	1,1	1,4	1,8	2,3	3,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,1	3,9	3,8	3,5	3,4	3,8	4,0	4,4	5,1
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,7	4,8	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	5,0	5,1
Zadłużenie zagr./PKB	67	67	67	65	64	62	61	61	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-61	-60	-57	-57	-56	-55	-54	-52	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	100	103	101	100	113	106	101	106	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	106	107	103	99	112	108	105	111	-

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 2019 r.

⁵¹ Były to przede wszystkim transakcje własne banku centralnego (w tym operacje reverse repo) oraz na zlecenie klientów NBP, w szczególności Komisji Europejskiej i Ministerstwa Finansów.

⁵² Wzrost pasywów był związany z transakcjami NBP (operacje reverse repo) oraz transakcjami odnotowanymi w pozostałych sektorach.

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2019 r. – marzec 2020 r.

Na posiedzeniach w okresie od listopada 2019 r. do marca 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od 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 19 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niska oraz utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się globalnej koniunktury. Zwracano przy tym uwagę, że produkcja przemysłowa spada w ujęciu rocznym w prawie wszystkich największych gospodarkach świata, a prognozy globalnego wzrostu gospodarczego są obniżane. W efekcie, zgodnie z niektórymi prognozami, dynamika światowego PKB w tym roku może być najniższa od 10 lat, a w 2020 r. ma ona pozostać niska, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych.

W strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. br. pozostała niska. Wskazywano, że negatywnie na wzrost PKB w tej gospodarce oddziałuje dekonunktura w przemyśle. W związku z tym zwracano uwagę, że wskaźnik PMI dotyczący koniunktury w przemyśle strefy euro wciąż sugeruje utrzymywanie się tendencji recesyjnych, choć w ostatnim okresie przestał się pogarszać. Podkreślano zarazem, że koniunktura w usługach w strefie euro pozostaje korzystna, jednak część członków Rady zauważała, że wskaźnik dotyczący nowych zamówień w tym sektorze wyraźnie się obniżył, co może sygnalizować

pogorszenie się koniunktury w usługach w nadchodzącym okresie.

Zaznaczano, że w Niemczech kwartalne tempo wzrostu PKB w III kw. br. prawdopodobnie pozostało niskie. Podkreślano, że produkcja przemysłowa w tej gospodarce silnie spada już od kilku miesięcy, a napływające dane o koniunkturze sugerują kontynuację negatywnych tendencji w przemyśle. Zwracano uwagę, że prognozy wzrostu PKB dla tej gospodarki przewidują niski wzrost gospodarczy również w 2020 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że we Francji koniunktura pozostaje lepsza niż w Niemczech.

Członkowie Rady oceniali, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje relatywnie korzystna, jednak tempo wzrostu PKB w III kw. br. w tej gospodarce się zmniejszyło. Podkreślano, że wzrost PKB w tej gospodarce wciąż podtrzymuje konsumpcja, wspierana przez solidne tempo wzrostu wynagrodzeń i niskie bezrobocie. Natomiast roczne dynamiki inwestycji i eksportu były w III kw. zbliżone do zera.

Inflacja w wielu krajach na świecie w ostatnich miesiącach się obniżyła i pozostaje umiarkowana. Zwracano w związku z tym uwagę na spadek inflacji w strefie euro, w tym w jej największych gospodarkach, wyraźnie poniżej poziomu

zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie wskazywano, że w szybciej rosnących gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej, należących do tego obszaru walutowego, inflacja jest wyższa.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ceny ropy naftowej na świecie utrzymują się na umiarkowanym poziomie, co jest jednym z czynników sprzyjających niskiej inflacji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że ceny tego surowca mogą pozostać umiarkowane również w kolejnych kwartałach ze względu na niski wzrost gospodarczy na świecie oraz spodziewany wzrost produkcji ropy.

Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie wiele banków centralnych złagodziło politykę pieniężną. Wskazywano przy tym, że Rezerwa Federalna w październiku po raz trzeci w tym roku obniżyła stopy procentowe, sygnalizując jednocześnie prawdopodobny brak zmian stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z aktualnymi oczekiwaniami rynkowymi kolejną decyzją Rezerwy Federalnej może być dalsza obniżka stóp procentowych, choć nie w najbliższych miesiącach.

Podkreślano, że Europejski Bank Centralny, po poluzowaniu polityki pieniężnej we wrześniu, w październiku nie zmienił jej parametrów. Wskazywano przy tym, że rynki finansowe oczekują dalszych cięć stopy depozytowej EBC w przyszłości i spodziewają się, że stopa ta pozostanie ujemna przez kilka najbliższych lat.

Członkowie Rady zaznaczali, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na prawdopodobne obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br., przede wszystkim ze względu na osłabienie koniunktury za granicą. Podkreślano, że na obniżenie rocznej dynamiki PKB w III kw. br. wskazuje niższa dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w

tym okresie. Zwracano przy tym uwagę na dalszy – choć prawdopodobnie wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost inwestycji w III kw. br. Część członków Rady zaznaczała, że spadek wskaźnika PMI w ostatnim okresie sugeruje, że pogorszenie koniunktury za granicą przekłada się na zmianę oceny koniunktury przez część przedsiębiorców. Część członków Rady zwracała uwagę, że pomimo niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro, utrzymuje się wzrost polskiego eksportu, czemu sprzyja większa dywersyfikacja geograficzna jego odbiorców.

Członkowie Rady oceniali, że pozytywnie na koniunkturę gospodarczą w Polsce oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego, związany z bardzo dobrymi nastrojami konsumentów, korzystną sytuacją na rynku pracy i wypłatami świadczeń społecznych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że choć sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, to roczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniża się, a dynamika wynagrodzeń pozostaje stabilna.

Członkowie Rady oceniali, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Większość członków Rady była przy tym zdania, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie zbliżona do przedstawionej w listopadowej projekcji. Wskazywano, że w kierunku spowolnienia dynamiki PKB może oddziaływać obserwowane pogorszenie koniunktury za granicą oraz możliwe obniżenie się dynamiki inwestycji. Jednocześnie stabilizująco na koniunkturę będzie oddziałował dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego.

Część członków Rady oceniała, że utrzymuje się ryzyko, że wzrost PKB będzie niższy niż przewidywany w ścieżce centralnej listopadowej projekcji. Wskazywano przy tym, że w kierunku niższej dynamiki PKB w Polsce

może oddziaływać silniejsze niż się oczekuje spowolnienie wzrostu gospodarczego za granicą. Według niektórych członków Rady czynnikiem ryzyka dla wzrostu konsumpcji w kolejnych kwartałach może być wzrost dynamiki cen usług, który może negatywnie wpłynąć na nastroje konsumentów i oddziaływać w kierunku spadku siły nabywczej ich dochodów.

Członkowie Rady wskazywali, że według wstępnych szacunków GUS inflacja w październiku wyniosła 2,5% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływała podwyższona – choć obniżająca się – dynamika cen żywności, natomiast ograniczająco na inflację CPI wpływał spadek cen energii. Większość członków Rady wskazywała, że inflacja bazowa w ostatnim okresie wzrosła, jednak pozostaje umiarkowana. Członkowie ci podkreślali, że dynamika cen towarów pozostaje bardzo niska, a w kierunku wyższej inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki cen usług, związany częściowo z podniesieniem niektórych opłat administrowanych, a częściowo ze wzrostem wynagrodzeń następującym w warunkach konwergencji polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na niski deflator sprzedaży detalicznej oraz utrzymującą się od kilku miesięcy bardzo niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że wyższa dynamika cen usług wynika także z utrzymującej się presji popytowej w gospodarce. Zwracali oni także uwagę, że deflator wartości dodanej w gospodarce jest obecnie wyższy niż dynamika cen konsumpcyjnych.

Większość członków Rady wskazywała, że według ścieżki centralnej listopadowej projekcji, inflacja CPI w I kw. 2020 r. przejściowo wzrośnie, po czym w kolejnych kwartałach obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Wskazywano, że ograniczająco na inflację w kolejnych latach będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w

Polsce oraz prawdopodobne utrzymywanie się niskiej inflacji za granicą. Większość członków Rady zwracała także uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na wyraźną – w ich opinii – presję popytową w gospodarce, inflacja może w kolejnych kwartałach utrzymać się na poziomie wyższym niż przewiduje ścieżka centralna projekcji. W tym kontekście zwracali oni także uwagę na wysoki – ich zdaniem – wzrost kredytu dla gospodarstw domowych oraz dynamikę agregatów monetarnych przewyższającą nominalne tempo wzrostu PKB. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest niska i się obniża.

Większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. W ocenie większości członków Rady inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować 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 również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje oraz wyniki projekcji, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy

wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie 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 4 grudnia 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje niska oraz utrzymuje się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury. W

przemysle największych gospodarek utrzymują się trendy recesyjne, a roczna dynamika handlu światowego jest ujemna. W tych warunkach prognozy międzynarodowych instytucji finansowych przewidują utrzymanie się niskiego tempa wzrostu PKB na świecie w przyszłym roku.

Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy w III kw. br. pozostał niski. Zwracano uwagę, że produkcja przemysłowa w tej gospodarce spada, a wskaźniki koniunktury dla tego sektora, choć nieco się poprawiły w listopadzie, to nadal nie sygnalizują ożywienia. Oceniano, że aktywność gospodarcza w strefie euro jest wspierana przez stabilny wzrost konsumpcji, związany z dobrymi nastrojami gospodarstw domowych oraz korzystną sytuacją na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na stopniowe pogarszanie się nastrojów w usługach oraz obniżenie się rocznej dynamiki zatrudnienia, które mogą stanowić źródła ryzyka dla dalszego kształtowania się koniunktury w strefie euro.

W Niemczech tempo wzrostu PKB w III kw. br. było dodatnie i wyższe niż oczekiwano, jednak pozostało bardzo niskie. Podkreślano również, że w Stanach Zjednoczonych dane o PKB za III kw. potwierdziły, że koniunktura pozostaje dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych, jednak roczna dynamika PKB stopniowo się obniża. Zwracano uwagę, że w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego na świecie inflacja w wielu krajach jest umiarkowana, a w strefie euro jest niska.

Na światowych rynkach surowcowych ceny ropy naftowej w listopadzie były relatywnie stabilne, choć przejściowo podlegały wahaniom związanym zarówno z czynnikami o charakterze podażowym, jak i popytowym.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w ostatnich miesiącach, utrzymuje je na niezmiennym poziomie.

W Polsce koniunktura pozostaje dobra mimo obniżenia się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br. Pozytywnie na wzrost PKB wpływają stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Następował dalszy wzrost inwestycji, choć wskazywano, że ich dynamika obniżyła się w III kw. br., na co prawdopodobnie złożył się spadek inwestycji samorządów i spowolnienie wzrostu inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej. Podkreślano jednocześnie, że dynamika eksportu w III kw. wzrosła, choć była niższa niż w poprzednich latach.

Część członków Rady zwracała uwagę, że napływające dane miesięczne sygnalizują możliwość nieznacznego obniżenia dynamiki wzrostu PKB w IV kw. br. W październiku br. wzrost produkcji przemysłowej był niższy niż w I połowie br., a produkcja budowlano-montażowa spadła w ujęciu rocznym. Niektórzy członkowie Rady podkreślali również, że nastroje gospodarstw domowych pozostają bardzo dobre, jednak w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły oraz że wskaźnik PMI w przemyśle utrzymuje się poniżej 50 punktów.

Członkowie Rady wskazywali, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce nieco wzrosła w III kw. br., do czego przyczynił się wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym. Zwracano również uwagę na utrzymywanie się niskiej stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że popyt na pracę może się stabilizować. Świadczy o tym obniżenie się dynamiki płac i kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym w sektorze przedsiębiorstw oraz mniejsza liczba ofert pracy w ostatnim okresie.

Większość członków Rady była zdania, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Wskazywano, że w kierunku spowolnienia dynamiki PKB może oddziaływać utrzymywanie się niskiego wzrostu za granicą oraz możliwe obniżenie się dynamiki inwestycji. Jednocześnie stabilizująco na koniunkturę będzie oddziałował dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego.

Wskazywano, że roczny wskaźnik inflacji wyniósł w listopadzie br. 2,6% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływała podwyższona dynamika cen żywności, natomiast ograniczająco wpływały na nią niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Część członków Rady zwróciła przy tym uwagę, że dynamika cen w ujęciu miesięcznym była niższa niż w I połowie br.

Większość członków Rady oceniała, że choć inflacja bazowa nieco wzrosła w ostatnich miesiącach, to utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Członkowie ci podkreślali, że dynamika cen towarów nieżywnościowych pozostaje bardzo niska, a w kierunku wyższej inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki cen usług, związany częściowo z podniesieniem niektórych opłat administrowanych, a częściowo ze wzrostem wynagrodzeń następującym w warunkach konwergencji polskiej gospodarki. W efekcie większość członków Rady oceniała, że presja cenowa w gospodarce jest umiarkowana. Wskazywano przy tym, że deflator sprzedaży detalicznej jest niski, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się nieznacznie poniżej zera w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady uważali natomiast, że wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen usług wynika także z utrzymującej się presji popytowej w gospodarce.

Większość członków Rady przewidywała, że inflacja CPI w I kw. 2020 r. przejściowo wzrośnie, po czym w kolejnych kwartałach obniży się i

będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Podkreślano, że ograniczająco na inflację w horyzoncie projekcji będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oraz prawdopodobne utrzymywanie się niskiej inflacji za granicą. Większość członków Rady zwracała uwagę, że przejściowy wzrost inflacji w I kw. 2020 r., na który wskazują prognozy, będzie wynikiem oddziaływania czynników znajdujących się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym statystycznych efektów bazy. Oceniano ponadto, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że inflacja w kolejnych kwartałach może pozostać wyższa niż 2,5%. Podkreślali przy tym, że dynamikę cen może podwyższać dalszy wzrost cen usług, w tym usług administrowanych. Zwracali również uwagę, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać wzrost agregatów monetarnych, związany z szybkim – w ich opinii – wzrostem kredytu konsumpcyjnego i mieszkaniowego dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali w tym kontekście, że stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna i wzrost inflacji w I kw. 2020 r. – jeśli nastąpi – spowoduje jej obniżenie.

Większość członków Rady oceniała natomiast, że stopy procentowe banków centralnych w ujęciu realnym są obecnie ujemne w wielu gospodarkach na świecie, w tym w szczególności w strefie euro. Wskazywali oni również, że realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest wyraźnie dodatnie. Członkowie ci podkreślali, że łączna dynamika kredytu w gospodarce jest stabilna i pozostaje niższa niż nominalne tempo wzrostu PKB, a dynamika kredytu dla przedsiębiorstw spowalnia.

Większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury

pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. W ocenie większości członków Rady inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować 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 również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że utrzymują się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce w kolejnych kwartałach. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest

ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie 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 8 stycznia 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niska, choć sygnały dotyczące możliwego porozumienia handlowego między Stanami Zjednoczonymi a Chinami przełożyły się na pewną poprawę nastrojów w światowej gospodarce pod koniec 2019 r. Zwracano również uwagę na nieznaczny wzrost globalnego PMI dla sektora przetwórczego i wyhamowanie spadku obrotów w handlu światowym. Mimo to utrzymuje się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach. Tę niepewność może wzmacniać wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej.

W strefie euro, wraz z trwającą dekonunkturą w przemyśle, dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska. Indeksy nastrojów w sektorze przemysłowym i usługowym wskazują na utrzymanie się niskiego tempa wzrostu PKB w IV kw. 2019 r. Czynnikiem podtrzymującym wzrost jest natomiast konsumpcja, którą wciąż wspierają dobre nastroje konsumenckie oraz niskie bezrobocie. Zaznaczano jednak, że EBC w grudniu

ponownie obniżył swoją prognozę dynamiki PKB na 2020 r.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest relatywnie dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych, choć aktywność w przemyśle również tam pozostaje słaba, a w IV kw. 2019 r. wzrost PKB w gospodarce amerykańskiej prawdopodobnie spowolnił. W Chinach dynamika aktywności gospodarczej jest niższa niż w poprzednich latach, przy czym dane za listopad 2019 r. sygnalizują stabilizację wzrostu PKB w IV kw. ub. r.

W ostatnim okresie wzrosły ceny ropy naftowej. Do wzrostu cen przyczyniła się początkowo poprawa nastrojów dotyczących relacji handlowych pomiędzy największymi światowymi gospodarkami, a następnie także silny wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że podaż ropy ze Stanów Zjednoczonych jest czynnikiem łagodzącym presję na wzrost cen tego surowca na świecie, co ogranicza skalę oddziaływania negatywnych szoków podażowych na rynku ropy naftowej. Zaznaczano ponadto, że mimo wyższych cen ropy inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki kształtuje się na umiarkowanym poziomie, a w strefie euro jest niska.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w 2019 r., utrzymuje je na niezmiennym poziomie.

Przechodząc do omówienia informacji z polskiej gospodarki Rada rozpoczęła od oceny sytuacji gospodarczej w Polsce w 2019 r. Wskazywano, że w całym roku wzrost PKB prawdopodobnie przekroczył 4%, bezrobocie obniżyło się do rekordowo niskiego poziomu, a wskaźniki ufności konsumenckiej były wysokie. Podkreślano

jednocześnie, że kurs złotego był stabilny, bilans obrotów bieżących zbliżony do zera, a akcja kredytowa rosła nieco wolniej od tempa wzrostu nominalnego PKB. Ponadto dług publiczny prawdopodobnie obniżył się w relacji do PKB. Zwracano również uwagę, że mimo wzrostu wskaźnika CPI pod koniec roku, średnioroczna inflacja wyniosła 2,3%. Członkowie Rady podkreślali, że wymienione wskaźniki świadczą o tym, że wzrost gospodarczy był wysoki, a gospodarka pozostała zrównoważona wewnątrz i zewnątrz.

Analizując bardziej szczegółowo dane za ostatnie miesiące, zwracano uwagę, że w Polsce koniunktura pozostaje dobra mimo stopniowego obniżania się tempa wzrostu gospodarczego. Pozytywnie na wzrost PKB oddziałuje stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że wskaźniki koniunktury konsumenckiej w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły, a także pojawiły się sygnały wyhamowywania wzrostu popytu na pracę. W tym kontekście, część członków Rady zwracała uwagę na obniżenie się dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w ostatnich miesiącach, choć równocześnie wskazywali oni, że podwyższenie płacy minimalnej od początku 2020 r. będzie oddziaływało w kierunku wyższej dynamiki płac. Podkreślano ponadto, że napływające informacje sygnalizują dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost inwestycji oraz eksportu. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na umocnienie się kursu walutowego w ostatnim okresie, które wraz z obniżeniem dynamiki eksportu może oddziaływać w kierunku osłabienia wyników finansowych eksporterów.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych wskazywano, że wskaźnik inflacji CPI w grudniu 2019 r. – według szybkiego szacunku GUS –

wyniósł 3,4% r/r. Z dostępnych informacji wynikało, że do wyższej inflacji w grudniu przyczynił się wzrost cen żywności i paliw. Większość członków Rady oceniała przy tym, że inflacja bazowa mogła także wzrosnąć, co było prawdopodobnie związane ze wzrostem cen części usług. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że inflacja w grudniu wzrosła silniej niż oczekiwano. Członkowie ci zwracali uwagę, że – oprócz prawdopodobnego oddziaływania czynników przejściowych – do wyższej inflacji może się przyczyniać proces stopniowego osłabiania się czynników strukturalnych, które dotychczas ograniczały dynamikę cen konsumpcyjnych, zwłaszcza cen towarów. W tym kontekście członkowie ci wskazywali w szczególności na hamowanie ekspansji sklepów dyskontowych.

Większość członków Rady argumentowała, że wyższy od oczekiwanego wstępny odczyt wskaźnika CPI za grudzień nie wpływa na przewidywaną ścieżkę kształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W ich ocenie inflacja przejściowo wzrośnie w I kw. 2020 r., po czym zacznie się obniżać i w 2021 r. będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Podkreślano, że ograniczająco na inflację w horyzoncie najbliższych lat będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Członkowie ci zwracali uwagę, że na taki scenariusz wskazują również średnioterminowe oczekiwania analityków finansowych. Większość członków Rady podkreślała również, że przewidywany przejściowy wzrost inflacji w I kw. 2020 r. będzie wynikał głównie z oddziaływania czynników znajdujących się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym działań regulacyjnych i szoków podażowych. Czynniki podwyższającymi inflację będą bowiem wyższe ceny energii elektrycznej (związane m.in. z polityką klimatyczną) oraz droższe paliwa (związane z wyższymi cenami ropy naftowej na świecie). W kierunku przejściowo wyższej inflacji mogą także oddziaływać prognozowane

podwyżki opłat za wywóz śmieci oraz podwyżka akcyzy na alkohol i papierosy. Z kolei rozprzestrzenianie się epidemii ASF oraz inne szoki podażowe mogą przełożyć się na wyższe ceny żywności. Członkowie ci zaznaczali, że czynniki te – oprócz przejściowego podniesienia dynamiki cen – niekorzystnie wpływają na realne dochody oraz nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, przez co oddziałują w kierunku niższej dynamiki popytu, co w średnim okresie będzie ograniczać dynamikę cen pozostałych towarów i usług. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz na aprecjację złotego w ostatnim okresie, jako na czynniki ograniczające presję cenową.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że oczekiwane przyspieszenie dynamiki cen konsumpcyjnych w 2020 r. może się okazać silniejsze niż wcześniej szacowano. Wskazywali oni, że wynika to w szczególności z możliwej kontynuacji wzrostu cen ropy naftowej i silniejszego przełożenia się na ceny wzrostu płac oraz rosnącego popytu, zwłaszcza w obliczu podwyższenia płacy minimalnej. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.

Większość członków Rady podkreślała, że w obliczu niepewności związanej z perspektywami globalnej gospodarki znaczna część banków centralnych prowadzi obecnie łagodną politykę pieniężną, co jest ważnym czynnikiem wspierającym koniunkturę w wielu krajach. Oznacza to, że stopy procentowe szeregu banków centralnych – w tym w szczególności EBC – w ujęciu realnym są ujemne i prawdopodobnie przez dłuższy czas takie pozostaną. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że choć także w Polsce stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna, to realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest dodatnie, a łączna dynamika kredytu w gospodarce pozostaje niższa od nominalnego

tempa wzrostu PKB, przy wciąż słabym wzroście kredytu dla firm.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 oraz kredytów dla gospodarstw domowych są obecnie wyższe lub zbliżone do dynamiki nominalnego PKB. Odnosząc się do kredytów inwestycyjnych firm członkowie ci oceniali, że charakteryzują się one niską elastycznością cenową, co oznacza, że ewentualny wzrost oprocentowania tych kredytów nie miałby silnego przełożenia na nakłady inwestycyjne firm. Wskazywano ponadto, że wzrost inflacji – przy braku podwyżek stóp NBP – powoduje obniżenie się stopy referencyjnej NBP w ujęciu realnym.

Biorąc pod uwagę aktualne informacje i prognozy większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB będzie prawdopodobnie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Większość członków Rady oceniła ponadto, że czynniki, które prawdopodobnie podwyższą wskaźnik CPI w nadchodzących miesiącach, mają w przeważającej mierze charakter podażowy i regulacyjny, przez co będą one tylko przejściowo wpływać na inflację, ale jednocześnie będą negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą. W efekcie, wraz z oczekiwanym obniżeniem dynamiki wzrostu gospodarczego, inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych będzie więc sprzyjał utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej, a jednocześnie umożliwi realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym obniżeniu się tempa wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady, uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, ewentualne podniesienie stóp procentowych w obecnych uwarunkowaniach nie zapobiegłoby przejściowemu wzrostowi inflacji w 2020 r., a jednocześnie mogłoby pogłębić spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do utrwalenia inflacji na wyższym poziomie niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że ryzyko dalszego wzrostu inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych w połączeniu z niewielką – w ich ocenie – skalą oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce może rodzić ryzyko dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, co uzasadnia – ich zdaniem – podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ich opinii takie działanie ograniczałoby wzrost cen nieruchomości, a przez to zwiększało ich dostępność.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że pojawiają się sygnały wskazujące na utrwalanie się słabej koniunktury w gospodarce światowej. W opinii tych członków Rady może to negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce w kolejnych kwartałach. Jednocześnie ryzyko odchylenia się inflacji od celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich

dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,15 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 lutego 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że informacje napływające z gospodarki światowej sygnalizują stabilizowanie się tempa wzrostu gospodarczego na relatywnie niskim poziomie. Mimo pewnej poprawy nastrojów w ostatnim czasie, koniunktura w części gospodarek pozostaje osłabiona, a dostępne prognozy wskazują na stabilizację lub jedynie nieznaczny wzrost dynamiki globalnego PKB w 2020 r. wobec poprzedniego roku. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury, związana między innymi z trudnym do oceny wpływem rozprzestrzeniania się koronawirusa na aktywność gospodarczą.

W strefie euro, wobec trwającej dekonunktury w przemyśle, dynamika wzrostu gospodarczego w IV kw. 2019 r. obniżyła się. Zaznaczano, że sytuacja w sektorze przemysłowym strefy – mimo pewnego wzrostu wskaźników PMI – pozostaje niekorzystna. Wpływa to negatywnie na perspektywy wzrostu w strefie euro, a aktualne prognozy wskazują, że dynamika PKB w bieżącym roku będzie tam nieznacznie niższa niż w ubiegłym. W Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest relatywnie dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych. Dynamika PKB

w IV kw. ub.r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale, choć była nadal ograniczana przez osłabioną aktywność w przemyśle. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że koniunktura w tej gospodarce może się pogorszyć, na co – ich zdaniem – wskazuje ujemna różnica w rentownościach krótko- i długoterminowych papierów skarbowych. W Chinach dynamika PKB w IV kw. ustabilizowała się na poziomie niższym niż w poprzednich latach.

W ostatnim okresie ceny ropy naftowej na rynku światowym – po wcześniejszym wzroście – silnie się obniżyły. Oceniano, że przyczyniły się do tego obawy o spadek popytu na ten surowiec w kolejnych kwartałach w związku z możliwym negatywnym wpływem koronawirusa na wzrost aktywności gospodarczej w Chinach. Obawy te skutkowały także spadkiem cen gazu ziemnego oraz metali przemysłowych. Jednocześnie, w ostatnich miesiącach wzrosły ceny wielu surowców żywnościowych, a indeks ich cen kształtuje się obecnie na wysokim poziomie. Drożęjąca żywność oraz wcześniejszy wzrost cen ropy przyczyniły się do wzrostu inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w 2019 r., utrzymuje je na niezmiennym poziomie. Ponadto w ostatnim okresie politykę pieniężną poluzowało kilka banków centralnych dużych gospodarek wschodzących.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwrócono uwagę, że koniunktura pozostaje dobra, choć tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się. Zaznaczano, że na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2019 r. można szacować, że dynamika PKB w IV kw. obniżyła się silniej niż oczekiwano. Pozytywnie na wzrost PKB

oddziałuje wzrost konsumpcji, który jednak prawdopodobnie spowolnił mimo dobrej sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Część członków Rady oceniała, że mogło się do tego przyczynić pewne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że w kierunku obniżenia realnej dynamiki konsumpcji mogła także oddziaływać wyższa niż na początku 2019 r. dynamika cen.

Zaznaczano, że wstępne szacunki PKB mogą sugerować, że dynamika inwestycji w IV kw. wzrosła. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na niepewność dotyczącą tempa wzrostu inwestycji w IV kw., związaną ze słabszymi odczytami niektórych danych sektorowych z ostatnich miesięcy.

Według wstępnych szacunków, w IV kw. 2019 r. utrzymał się także wzrost eksportu, choć jego dynamika była prawdopodobnie niższa niż w poprzednim kwartale. Wskazywano, że pozytywnie na tempo jego wzrostu oddziałuje silny wzrost eksportu usług. Natomiast wzrost sprzedaży zagranicznej towarów prawdopodobnie wyhamował. Oceniano, że sygnalizuje to nasilający się wpływ osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki na sprzedaż zagraniczną i krajową aktywność gospodarczą.

Członkowie Rady oceniali, że wobec niższej od oczekiwań implikowanej dynamiki PKB w IV kw., tempo wzrostu gospodarczego w bieżącym roku może być także wolniejsze od wcześniej prognozowanego i niższe od szacowanej dynamiki produktu potencjalnego. W tym kontekście część członków Rady zwracała uwagę na ponowny spadek – po kilku miesiącach poprawy – wskaźnika PMI oraz wyniki badań ankietowych NBP sygnalizujące pogorszenie prognoz dotyczących sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz ich aktywności inwestycyjnej w bieżącym roku. Wskazywali oni także, że perspektywy aktywności gospodarczej w

najbliższym otoczeniu Polski pozostają istotnym źródłem ryzyka wolniejszego wzrostu w krajowej gospodarce.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych wskazywano, że roczna inflacja CPI w grudniu 2019 r. wyniosła 3,4% r/r. Do wzrostu dynamiki cen przyczynił się przede wszystkim wzrost cen żywności – związany głównie z rozprzestrzenianiem się epidemii ASF – oraz wzrost cen paliw – wynikający z wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie podwyżki opłat za wywóz śmieci i opłat ubezpieczeniowych, a także wzrost cen biletów lotniczych znalazły odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen usług. Zwracano także uwagę na wysoką dynamikę cen administrowanych. W efekcie wzrosła także inflacja bazowa, kształtując się jednak nadal na umiarkowanym poziomie. Część członków Rady wyrażała opinię, że wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen usług jest naturalną i oczekiwaną reakcją gospodarki na utrzymujący się od wielu kwartałów wzrost popytu konsumpcyjnego i dochodów. Jednocześnie wskazywano, że dynamika cen towarów nieżywnościowych jest nadal niska, przez co łączna dynamika cen towarów i usług po wyłączeniu wpływu czynników podażowych i regulacyjnych pozostaje umiarkowana.

Członkowie Rady wskazywali, że według bieżących prognoz inflacja w najbliższych miesiącach wzrośnie i może przekroczyć górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Zaznaczano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynią się przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym i regulacyjnym, które pozostają poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej – takie jak wzrost cen energii elektrycznej, dalsze wzrosty opłat za wywóz śmieci, podwyżki akcyzy, rosnące ceny mięsa wynikające z dalszego rozprzestrzeniania się epidemii ASF oraz związanego z tym silnego wzrostu popytu Chin na europejską wieprzowinę.

Większość członków Rady zwracała uwagę, że czynniki podwyższające inflację będą miały charakter szoków podażowych, a więc będą równocześnie negatywnie oddziaływały na dynamikę zagregowanego popytu. W efekcie, członkowie ci oceniali, że wzrost dynamiki cen powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego będzie miał przejściowy charakter, a wraz z wygaśnięciem wpływu wskazanych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem wzrostu gospodarczego inflacja obniży się, powracając w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w pobliże celu inflacyjnego.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że biorąc pod uwagę możliwą uporczywość części czynników podwyższających inflację dynamika cen może być wyższa od obecnie prognozowanej. Jednocześnie skala osłabienia wzrostu gospodarczego będzie – zdaniem tych członków Rady – ograniczona i nie przełoży się na istotne osłabienie presji popytowej. Członkowie ci oceniali, że wobec podwyższonej bieżącej inflacji istnieje ryzyko nasilenia się presji płacowej i wystąpienia efektów drugiej rundy. W efekcie, choć dynamika cen w II połowie 2020 r. będzie prawdopodobnie niższa niż w I połowie roku, to – według tych członków Rady – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej może utrzymać się powyżej celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali także, że w ostatnim okresie wzrosły niektóre miary oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Ocenili oni, że rosnące oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw – w warunkach niższej niż w poprzednich latach rentowności ich działalności – mogą nasilać ich skłonność do podnoszenia cen.

Większość członków Rady zwracała jednak uwagę, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw mają adaptacyjny charakter i ich wzrost odzwierciedla głównie wyższy bieżący poziom inflacji. Wskazywano, że w sytuacji oczekiwanego spowolnienia

gospodarczego skłonność i możliwości podnoszenia cen produktów przez przedsiębiorstwa będą ograniczone. Ponadto zaznaczano, że prognozy analityków finansowych dotyczące inflacji wskazują na jej obniżenie w pobliżu 2,5% w przyszłym roku.

Większość członków Rady zwracała uwagę, że w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych na świecie, realne stopy procentowe kształtują się na ujemnym poziomie w wielu krajach, w tym we wszystkich gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, a ich poziom w Polsce jest jednym z wyższych wśród tych gospodarek. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że choć w Polsce stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna, to realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest wyraźnie dodatnie. Zaznaczali oni także, że średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych dla gospodarstw domowych w Polsce jest obecnie jednym z najwyższych wśród gospodarek Unii Europejskiej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na wyraźne spowolnienie wzrostu kredytu w gospodarce w ostatnim okresie. Podkreślali także, że w 2019 r. nastąpiło dalsze obniżenie relacji kredytu do PKB.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że – przy braku podwyżek stóp NBP – prognozowany wzrost inflacji spowoduje obniżenie się stopy referencyjnej NBP w ujęciu realnym do bardziej ujemnego poziomu. Członkowie ci oceniali, że ujemny poziom realnych stóp procentowych przyczynia się do szybkiego – ich zdaniem – wzrostu kredytu, w tym w szczególności kredytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Wyrażali oni także opinię, że niski poziom realnych stóp procentowych odpowiada za wysoką dynamikę depozytów bieżących, a także zwiększa popyt na inne, bardziej ryzykowne aktywa, w tym nieruchomości.

Biorąc pod uwagę aktualne informacje i prognozy większość członków Rady uznała, że stopy

procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB będzie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Rada zaznaczyła, że według bieżących prognoz inflacja w najbliższych miesiącach może przekroczyć górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Jednocześnie czynniki, które prawdopodobnie podwyższą wskaźnik CPI w nadchodzących miesiącach, mają głównie charakter podażowy i regulacyjny, przez co będą one tylko przejściowo wpływać na inflację, a jednocześnie będą negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą. W efekcie, wraz z oczekiwanym obniżeniem dynamiki wzrostu gospodarczego, inflacja będzie się obniżać i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej powróci w pobliżu celu inflacyjnego. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych będzie więc sprzyjał utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej, a jednocześnie umożliwi realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prawdopodobnie silniejszym niż wcześniej prognozowano osłabieniu się tempa wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady, uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, ewentualne podniesienie stóp procentowych w obecnych uwarunkowaniach nie zapobiegłoby przejściowemu wzrostowi inflacji w

2020 r., a jednocześnie mogłoby dodatkowo pogłębić spowolnienie wzrostu gospodarczego i przyczynić się do obniżenia inflacji poniżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej może być wyższa niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że takie ryzyko jest związane z możliwą uporczywością części czynników podwyższających obecnie dynamikę cen. W opinii tych członków Rady, jeśli napływające dane oraz projekcja będą wskazywały na wzrost tego ryzyka, wówczas w najbliższym czasie uzasadnione może być podwyższenie stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że rośnie ryzyko silniejszego i bardziej trwałego osłabienia globalnej koniunktury, a jednocześnie pojawiają się kolejne sygnały wskazujące na przekładanie się słabej koniunktury na świecie na wzrost gospodarczy w Polsce. Jednocześnie ryzyko odchylenia się inflacji od celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest ograniczone. W efekcie podtrzymano opinię, że uzasadnione jest już obecnie obniżenie stóp procentowych NBP, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie 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%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 marca 2020 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 informacje z gospodarki światowej wskazują na stabilizowanie się tempa wzrostu gospodarczego na relatywnie niskim poziomie. W strefie euro, wobec trwającej dekonunktury w przemyśle, dynamika wzrostu gospodarczego w IV kw. 2019 r. obniżyła się. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB pozostał natomiast w tym okresie stabilny, pomimo osłabionej aktywności w przemyśle. W Chinach dynamika PKB w IV kw. ustabilizowała się na poziomie niższym niż w poprzednich latach, a na początku br. dynamika aktywności gospodarczej wyraźnie się osłabiła.

Ze względu na rozprzestrzenianie się koronawirusa w ostatnim czasie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury oraz pogorszyły się nastroje na rynkach finansowych.

Wyraźnie obniżyły się ceny ropy naftowej na rynku światowym. Ceny wielu surowców żywnościowych utrzymują się natomiast na wysokim poziomie. W efekcie inflacja w gospodarce światowej, w tym w otoczeniu polskiej gospodarki, w ostatnich miesiącach wzrosła.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w marcu obniżyła stopy procentowe. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach.

W Polsce koniunktura pozostaje dobra mimo obniżania się tempa wzrostu gospodarczego. W IV kw. 2019 r. wzrost realnego PKB wyniósł 3,2%. Pozytywnie na wzrost gospodarczy oddziaływał systematyczny – choć wolniejszy niż wcześniej – wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Jednocześnie następował dalszy

wzrost inwestycji, a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

Według wstępnych danych GUS inflacja w styczniu 2020 r. wzrosła do 4,4% r/r. Do wzrostu inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego przyczyniły się pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej czynniki regulacyjne i podażowe. W szczególności obejmowały one wzrost cen energii elektrycznej, wyższe ceny paliw, wzrost cen opłat za wywóz śmieci, podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, a także dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej. W kierunku wzrostu cen oddziaływała także korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych i związany z nią wzrost popytu konsumpcyjnego.

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 18 lutego br. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1–4,2% w 2020 r. (wobec 2,1–3,6% w projekcji z listopada 2019 r.), 1,7–3,6% w 2021 r. (wobec 1,6–3,6%) oraz 1,3–3,4% w 2022 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,5–3,9% w 2020 r. (wobec 2,7–4,4% w projekcji z listopada 2019 r.), 2,1–3,9% w 2021 r. (wobec 2,3–4,2%) oraz 1,8–3,7% w 2022 r.

W ocenie Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie niższa niż w poprzednich latach. W ostatnim czasie zwiększyła się jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą.

W najbliższych kwartałach roczny wskaźnik inflacji może utrzymywać się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego ze względu na oddziaływanie czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym, a więc pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB inflacja będzie się obniżać. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej dynamika cen będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB.

Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną, a jednocześnie umożliwia realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – marzec 2020*.

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2020 r. do IV kw. 2022 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2019 r.

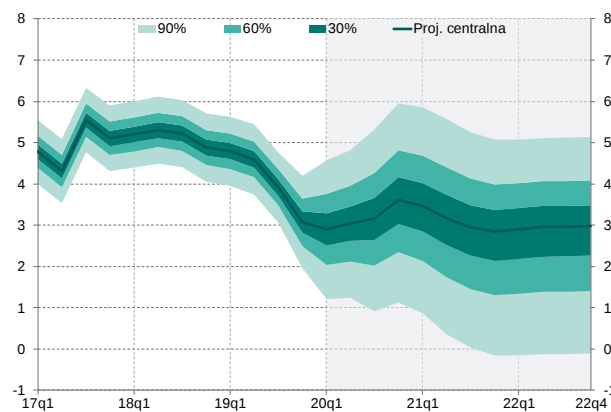
Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 18 lutego 2020 r. (*cut-off date*).

4.1 Synteza

Wzrost PKB w Polsce spowolnił w IV kw. ub.r. kształtując się poniżej oczekiwań z projekcji listopadowej. Osłabienie tempa wzrostu polskiej gospodarki jest w dużej mierze efektem przedłużającego się spowolnienia w głównych gospodarkach europejskich, które negatywnie wpływa na nastroje przedsiębiorców i gospodarstw domowych. W horyzoncie projekcji, przy braku wyraźnego ożywienia w otoczeniu gospodarczym Polski, przewiduje się, że krajowa aktywność gospodarcza będzie nadal utrzymywać się na obniżonym poziomie. W kierunku niższego tempa wzrostu PKB będzie także oddziaływać obniżająca się w latach 2021-2022 absorpcja Funduszy Europejskich rozliczanych w ramach kończącej się perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Skalę spowolnienia dynamiki popytu krajowego będą łagodzić natomiast wprowadzone przez rząd zmiany legislacyjno-fiskalne podwyższające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Zmiany te będą sprzyjały wygładzaniu ścieżki konsumpcji w warunkach oczekiwanego w horyzoncie projekcji spadku popytu na pracę. Korzystny wpływ polityki fiskalnej na dochody gospodarstw domowych będzie w br. ograniczał wzrost inflacji, w tym wzrosty cen energii i wywozu śmieci powiązane z realizacją polityki klimatycznej i ekologicznej Unii Europejskiej. Pozytywnie na popyt wewnętrzny w horyzoncie projekcji będzie natomiast oddziaływać niski poziom stóp procentowych i związane z nim niskie koszty kredytu.

W 2020 r. nastąpi wzrost inflacji CPI. Przyczynią się do niego opóźnione efekty wcześniejszego wzrostu popytu i rosnących kosztów pracy, na które nałożą się skutki szoku podażowego na rynku żywności oraz czynniki jednorazowe obejmujące podwyżki cen administrowanych i wzrost stawek podatku akcyzowego na alkohol i wyroby tytoniowe. W kolejnych latach, przy ustępującym wpływie

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



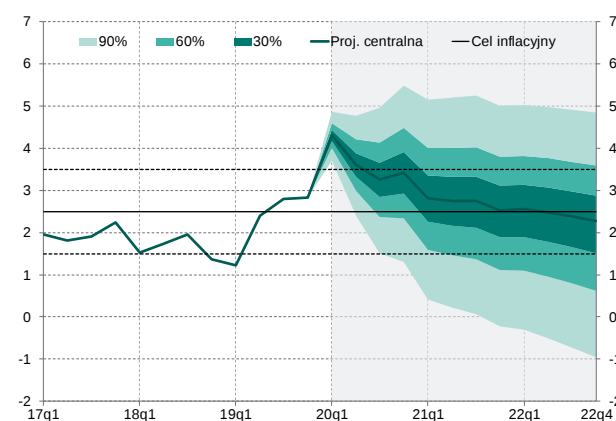
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

czynników podażowych podwyższających wzrost cen w br. oraz słabnącej presji popytowej, inflacja CPI obniży się i w końcu horyzontu projekcji ukształtuje się na poziomie nieznacznie niższym niż 2,5%. Inflację cen konsumenta w horyzoncie projekcji będzie ograniczać obecność znacznej liczby imigrantów na krajowym rynku pracy, w głównej mierze obywateli Ukrainy, zwiększając potencjał produkcyjny polskiej gospodarki oraz ograniczając wzrost kosztów pracy. W kierunku niższej krajowej inflacji będzie również oddziaływać niski wzrost cen u głównych partnerów handlowych Polski.

Realizacja scenariusza projekcyjnego będzie w istotnym stopniu uzależniona od stanu przyszłej koniunktury w gospodarce światowej. Do głównych czynników ryzyka dla krajowego wzrostu PKB i inflacji należy ewentualny dłuższy i ostrzejszy niż się obecnie zakłada przebieg epidemii koronawirusa, eskalacja sporów handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami świata oraz skala przełożenia się spowolnienia w gospodarkach europejskich na nastroje podmiotów w Polsce. Ważnym źródłem niepewności będzie również kształtowanie się cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Bilans czynników ryzyka w przypadku dynamiki PKB oraz – w mniejszym stopniu – inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej ścieżek ze scenariusza centralnego projekcji, co znajduje odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

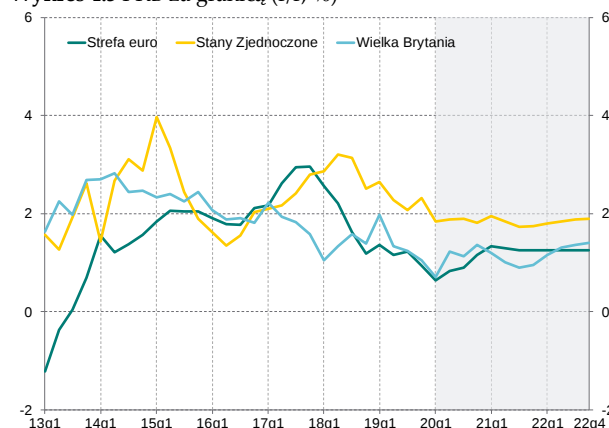
Wzrost gospodarczy

Od czasu publikacji poprzedniej projekcji napływały sygnały wskazujące na osłabienie tendencji spadkowych dynamiki globalnego PKB. Jednakże wybuch epidemii koronawirusa doprowadził do ponownego pogorszenia perspektyw wzrostu światowej gospodarki. W

szczególności można oczekiwać, że skutki rozprzestrzeniania się wirusa COVID-19 dla gospodarki Chin będą większe niż w przypadku epidemii SARS, która wpłynęła na przejściowe obniżenie tempa wzrostu PKB w tym kraju o ok. 2 pkt proc. w II kw. 2003 r. Od tamtego czasu w Chinach wrósł bowiem wyraźnie udział usług w tworzeniu PKB, co zwiększa ekspozycję tej gospodarki na szoki w sektorze transportu, turystyki czy rozrywki. O wiele większa niż w 2003 r. jest także skala restrykcji wprowadzonych przez władze chińskie mających na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się wirusa. Można także oczekiwać, że globalne skutki epidemii koronawirusa będą większe niż w przypadku SARS ze względu na czterokrotny wzrost udziału Chin w światowym PKB od 2003 r. i znaczny udział tego kraju w globalnych łańcuchach wartości dodanej. Ważnym skutkiem rozprzestrzeniania się koronawirusa jest wzrost zmienności na rynkach finansowych oraz osłabienie nastrojów podmiotów gospodarczych. W scenariuszu bazowym projekcji założono, że epidemię uda się opanować w stosunkowo krótkim czasie, a w konsekwencji obniżenie tempa wzrostu PKB w Chinach i gospodarce światowej będzie miało charakter przejściowy. Istnieje jednak ryzyko, że epidemia będzie miała ostrzejszy charakter, a jej przedłużanie się będzie miało ekonomiczne konsekwencje w postaci trwalszego obniżenia ścieżki wzrostu światowej gospodarki, m.in. na skutek problemów podażyowych związanych z zaburzeniami globalnych łańcuchów dostaw (por. rozdz. 4.5 Źródła niepewności projekcji).

W horyzoncie projekcji nie oczekuje się wyraźnej poprawy sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski (Tabela 4.1, Wykres 4.3). Rozprzestrzeniająca się epidemia koronawirusa przyczyniła się przy tym do obniżenia prognozowanego tempa wzrostu PKB w strefie euro w porównaniu z założeniami z poprzedniej rundy progностycznej. W szczególności, w scenariuszu bazowym projekcji

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

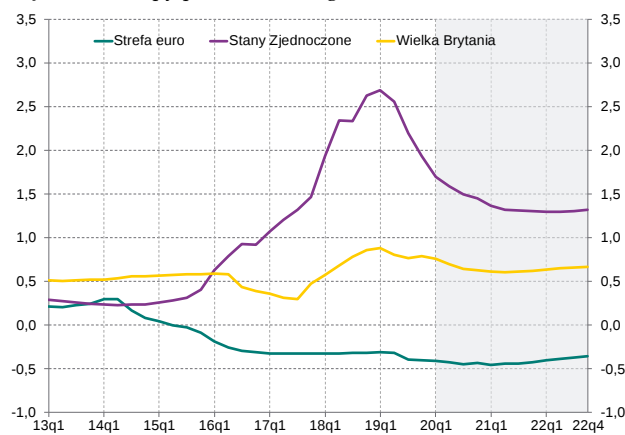
	2019	2020	2021
PKB w strefie euro (r/r, %)			
III 2020	1,2	0,9	1,3
XI 2019	1,2	1,1	1,3
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
III 2020	2,3	1,9	1,8
XI 2019	2,2	1,7	1,7
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
III 2020	1,4	1,1	1,0
XI 2019	1,4	1,2	1,3

Źródło: obliczenia NBP.

założono, że skutki epidemii w największym stopniu dotkną sektor usługowy w niektórych dużych gospodarkach strefy euro, a także sektor przemysłowy w Niemczech, ze względu na jego ekspozycję na zaburzenia w handlu światowym. Rewizji w dół uległy też oczekiwania odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii. Parlament brytyjski wykluczył bowiem możliwość wydłużenia okresu przejściowego w relacjach z UE co najprawdopodobniej doprowadzi do wzrostu barier pozataryfowych na niektóre towary i usługi w handlu z UE już od 2021 r. W przypadku Stanów Zjednoczonych bieżąca projekcja zakłada z kolei nieznacznie wyższą ścieżkę wzrostu PKB względem projekcji listopadowej, co związane jest ze złagodzeniem napięć w polityce handlowej po podpisaniu umowy *Phase One* pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami. W horyzoncie projekcji dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych obniży się jednak względem odczytu z 2019 r. z uwagi na wciąż pozostającą na podwyższonym poziomie niepewność dotyczącą polityki handlowej oraz wygasające procykliczne oddziaływanie polityki fiskalnej. Negatywne uwarunkowania gospodarcze w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski łagodzić będą działania banków centralnych. Według notowań kontraktów terminowych nieznacznych obniżek stóp procentowych można oczekiwać w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, a polityka EBC utrzyma swój akomodacyjny charakter (Wykres 4.4). Pomimo tych działań dynamika PKB w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w horyzoncie projekcji będzie się kształtować poniżej potencjalnego tempa wzrostu.

Prognoza wzrostu PKB w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski wciąż obarczona jest podwyższoną niepewnością. Wynika ona głównie z obaw o perspektywy wzrostu gospodarki globalnej w świetle rozprzestrzeniającej się epidemii koronawirusa, możliwej ponownej eskalacji konfliktów handlowych oraz koncentracji wzrostu

Wykres 4.4 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

gospodarczego krajów rozwijających się w wąskiej grupie państw. Wciąż wysokie pozostaje również ryzyko braku porozumienia pomiędzy UE a Wielką Brytanią w sprawie kształtu przyszłej umowy regulującej wzajemne relacje handlowe tych podmiotów po *brexicie*.

Inflacja i rynki surowców

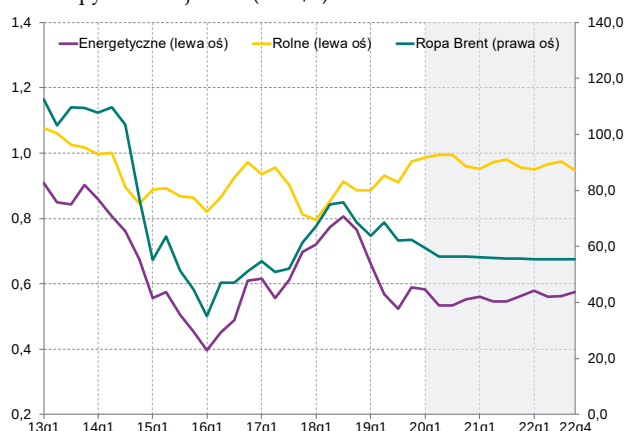
Indeks cen surowców energetycznych, obejmujący ceny ropy naftowej, gazu ziemnego oraz węgla kamiennego z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce, kształtować się będzie w horyzoncie projekcji na względnie stabilnym poziomie (Wykres 4.5).

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych w I kw. br. kształtują się na poziomie zbliżonym do oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej. Wzrost cen tego surowca na początku br. związany z eskalacją konfliktu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Iranem i towarzyszącymi mu obawami o dostawy ropy naftowej z Zatoki Perskiej miał bowiem charakter przejściowy. Przy zakładanym braku ożywienia w gospodarce globalnej, do czego w ostatnim okresie przyczynia się dodatkowo rozprzestrzenianie się epidemii koronawirusa, w najbliższych latach ceny ropy naftowej na rynkach światowych będą kształtować się na stabilnym poziomie, zbliżonym do oczekiwań z projekcji listopadowej. Rosnące wydobywanie ropy w Stanach Zjednoczonych będzie przy tym niwelować skutki decyzji OPEC+ o ograniczeniu produkcji tego surowca.

W wyniku ciepłej zimy w Europie ceny gazu ziemnego na rynkach światowych istotnie się obniżyły. W horyzoncie projekcji, wraz z normalizacją sytuacji na rynku tego surowca, jego ceny będą stopniowo rosły, zbliżając się do poziomów z poprzedniej rundy progностycznej.

W najbliższych latach ceny węgla kamiennego będą się utrzymywać na względnie niskim poziomie pozostając pod wpływem wciąż słabej koniunktury globalnej oraz polityki klimatycznej

Wykres 4.5 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz 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. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

prowadzonej przez kraje rozwinięte, zakładającej ograniczenie zużycia węgla jako źródła energii.

W IV kw. ub.r. indeks cen surowców rolnych ukształtował się wyraźnie powyżej założeń z projekcji listopadowej, głównie za sprawą wyższych cen mięsa wieprzowego na rynkach światowych (Wykres 4.5). Zmiana ta jest skutkiem silniejszego od oczekiwań wzrostu importu wieprzowiny przez Chiny w wyniku eskalacji epidemii ASF w tym kraju. Wobec powolnego charakteru procesu odtwarzania pogłowia stada świń w Chinach w bieżącej rundzie progностycznej założono, że indeks cen surowców rolnych w 2020 r. pozostanie na podwyższonym poziomie. W dłuższym horyzoncie projekcji wraz z prawdopodobnym stopniowym osiągnięciem przez Państwo Środka poziomu produkcji wieprzowiny zbliżonego do okresu sprzed wybuchu epidemii oraz znacznym ograniczeniem importu tego gatunku mięsa, indeks cen surowców rolnych będzie się stopniowo obniżał.

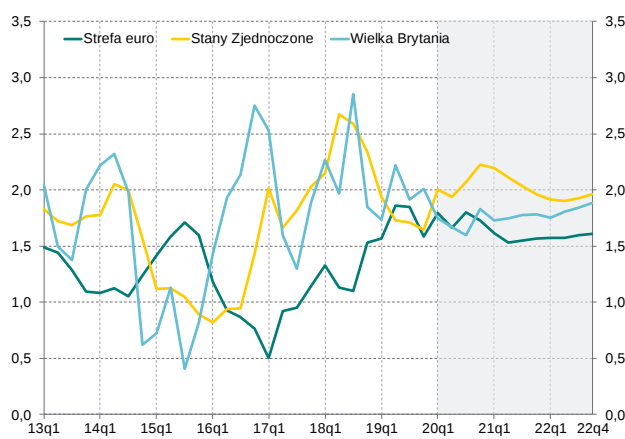
Zgodnie z założeniami projekcji, w otoczeniu gospodarczym Polski inflacja (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej, por. Wykres 4.6) kształtować się będzie na umiarkowanym poziomie, przy niskiej, w stosunku do możliwości produkcyjnych, dynamice PKB. Presję kosztową w Stanach Zjednoczonych obniżyć będzie redukcja dotychczasowych i rezygnacja z wprowadzenia nowych ceł importowych na towary z Chin. Koszty działalności przedsiębiorstw w strefie euro podwyższać będą natomiast skutki wejścia w życie pakietu regulacji na rzecz klimatu obejmującego opłaty za emisję CO₂ dla producentów energii i sektora transportowego.

4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022

Popyt krajowy

Tempo wzrostu PKB w Polsce, po spadku na przestrzeni 2019 r. wynikającym głównie z

Wykres 4.6 Inflacja za granicą (r/r, %)

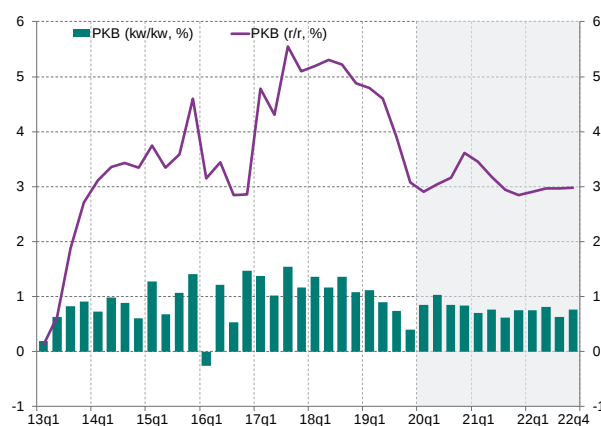


Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

pogorszenia koniunktury za granicą, będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na obniżonym, w stosunku do potencjalnego, poziomie (Wykres 4.7, Wykres 4.8). Niekorzystnie na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego oprócz wydłużającego się okresu niskiego wzrostu popytu zagranicznego wpłynie także spadek absorpcji funduszy z budżetu UE, po szczycie wykorzystania tych środków przypadającym w 2020 r. (Wykres 4.11). Skalę spowolnienia aktywności gospodarczej będą natomiast łagodzić zmiany legislacyjno-fiskalne, które w największym stopniu – poprzez zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych – będą oddziaływać na prywatną konsumpcję.

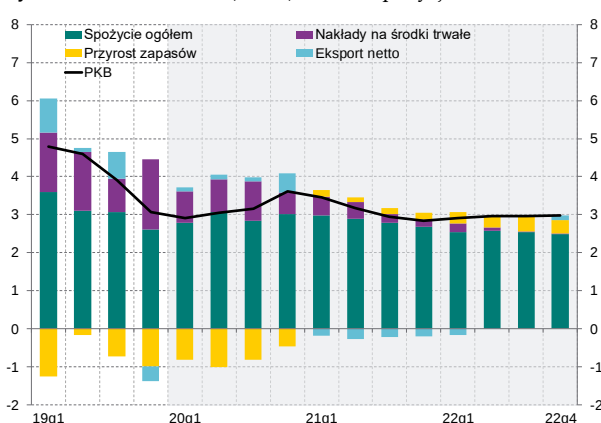
W latach 2020-2022 dynamika spożycia gospodarstw domowych pozostanie głównym czynnikiem wzrostu PKB (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Pozytywnie na konsumpcję prywatną wpływa nadal korzystna z punktu widzenia pracowników sytuacja na rynku pracy, skutkująca utrzymywaniem się relatywnie wysokiej dynamiki funduszu wynagrodzeń. Ponadto wzrost zarobków wynikający z podwyżki płacy minimalnej od początku br. dotyczy przede wszystkim gospodarstw domowych, które charakteryzują się relatywnie wyższą krańcową skłonnością do konsumpcji. Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych zwiększa również wpływ pakietu fiskalnego, obejmującego rozszerzenie programu „Rodzina 500 plus”, obniżenie obciążeń podatkowych pracowników, wypłatę dodatkowych corocznych świadczeń emerytalnych oraz wypłatę świadczeń uzupełniających dla osób niepełnosprawnych. Jednocześnie w ubiegłym roku gospodarstwa domowe ostrożnie wydatkowały rosnące dochody do dyspozycji, w większym stopniu przeznaczając je na odbudowę oszczędności. Stwarza to przestrzeń do wygładzania ścieżki spożycia w przyszłości i w konsekwencji towarzyszące spadkowi dynamiki funduszu płac dalsze obniżenie tempa wzrostu konsumpcji prywatnej

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

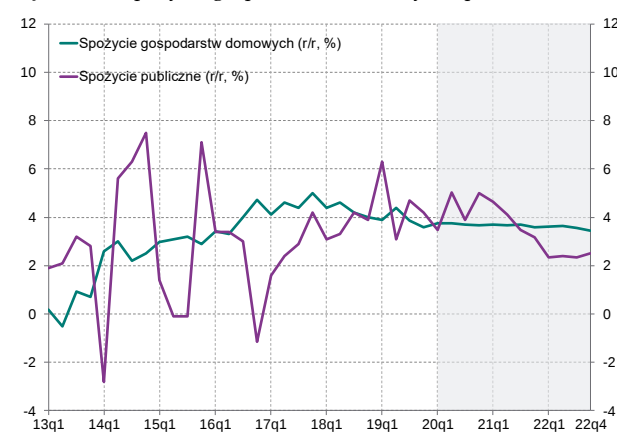
będzie w horyzoncie projekcji relatywnie niewielkie.

W latach 2020-2022 dynamika nakładów brutto na środki trwałe będzie się obniżać, do czego przyczyni się wyhamowanie wzrostu inwestycji prywatnych, któremu w latach 2021-2022 będzie towarzyszyć ograniczenie inwestycji sektora instytucji rządowych i samorządowych będące wynikiem spadku wykorzystania środków UE współfinansujących te nakłady (Wykres 4.10, Wykres 4.11).

Do pogorszenia perspektyw inwestycji prywatnych w latach 2020-2022 przyczyni się w największym stopniu utrzymujący się niski wzrost popytu zewnętrznego (Wykres 4.10). Wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw potwierdzają niewielkie zainteresowanie firm rozpoczynaniem nowych inwestycji, zarówno w perspektywie kwartału, jak i roku, oraz coraz częstsze ograniczanie lub rezygnowanie z już realizowanych inwestycji⁵³. Według tych badań relatywnie dużym możliwościom zwiększenia produkcji towarzyszy pogorszenie prognoz popytu⁵⁴. W szczególności dotyczy to grupy przedsiębiorstw, dla których eksport stanowi główne źródło przychodów. Dodatkowo w coraz mniejszym stopniu wzrost wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego będzie finansowany napływem funduszy UE (w 2022 r. wkład ten, podobnie jak w przypadku inwestycji publicznych, będzie już ujemny) (Wykres 4.11). Stopniowo obniżająca się w horyzoncie projekcji dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wpłynie z kolei na ograniczenie tempa wzrostu wydatków mieszkaniowych.

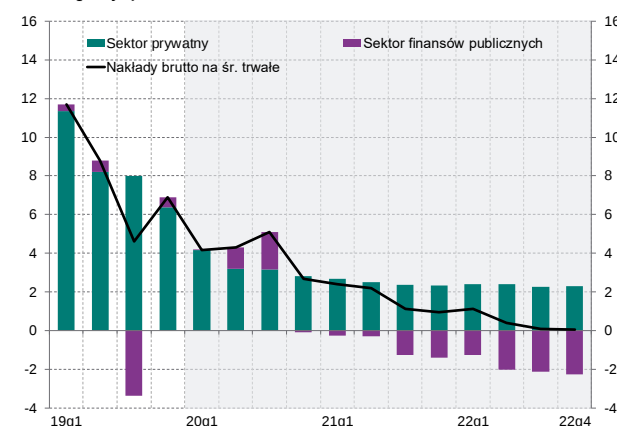
W dłuższym horyzoncie zwiększeniu nakładów kapitałowych powinien sprzyjać natomiast niski stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu. Rosnące koszty pracy wynikające z

Wykres 4.9 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

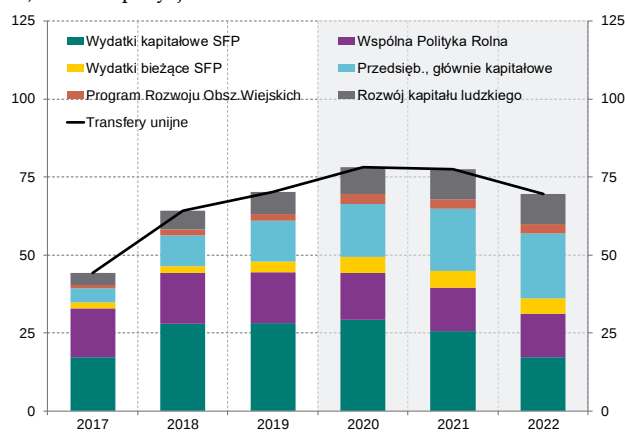
⁵³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁵⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

planowanych zmian legislacyjnych mogą dodatkowo skłaniać niektóre przedsiębiorstwa do przyspieszenia procesów automatyzacji produkcji oraz usług kosztem zatrudnienia. W szczególności wyniki badań ankietowych wskazują, że częściej niż przed rokiem celem nowych inwestycji będzie redukcja kosztów, a firmy z wyższym udziałem pracowników otrzymujących wynagrodzenie na poziomie płacy minimalnej są dwukrotnie bardziej zainteresowane inwestycjami pozwalającymi na redukcję kosztów⁵⁵. Wpływ tego czynnika w horyzoncie projekcji będzie jednak relatywnie niewielki ze względu na ograniczoną możliwość substytucji pracy ludzkiej w wielu branżach oraz długość cyklu inwestycyjnego. Zakup środków trwałych finansowanych kredytem ułatwia przy tym historycznie niski poziom stóp procentowych, choć głównym źródłem finansowania inwestycji zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, pozostają nadal środki własne^{56,57}.

Tempo wzrostu spożycia publicznego w latach 2020-2021 przewyższać będzie dynamikę PKB, na co wpłynie oczekiwany relatywnie wysoki wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym oraz wyraźny wzrost zużycia pośredniego tego sektora. W szczególności, w bieżącym roku dynamikę spożycia publicznego wspierał będzie wzrost wynagrodzeń w państwowej sferze budżetowej na poziomie 6% oraz podwyżki, które otrzymali nauczyciele we wrześniu 2019 r. w wysokości 9,6%. W przyszłym roku na podwyższenie tempa wzrostu tej części spożycia będzie oddziaływać przystąpienie pracowników sektora publicznego do PPK, co spowoduje zwiększenie wydatków sektora publicznego na składki odprowadzane od ich wynagrodzeń. W dalszym horyzoncie projekcji dynamika spożycia publicznego będzie zbiegać do

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



Źródło: obliczenia NBP.

⁵⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁵⁶ W przypadku połowy przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje w nadchodzącym kwartale źródłem finansowania będą środki własne – Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁵⁷ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2019 r., NBP, styczeń 2020 r. Badania te pokazują, że szacunkowy udział zakupów gotówkowych mieszkań na rynku pierwotnym w siedmiu analizowanych miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław) od wielu kwartałów przekracza 60%.

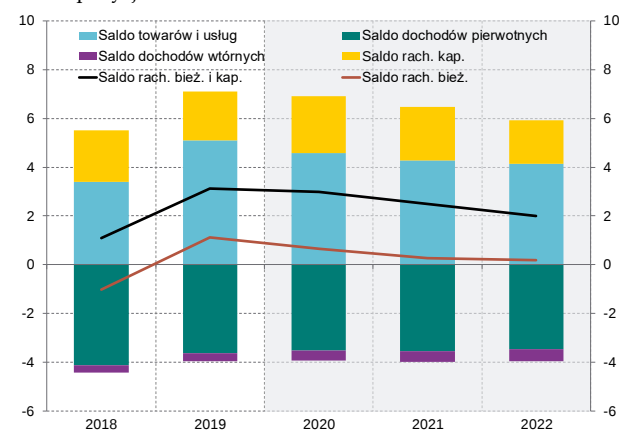
tempa wzrostu PKB, co wynika z przyjętego założenia o neutralnej polityce fiskalnej.

Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W 2019 r. nadwyżka na rachunku bieżącym i kapitałowym zwiększyła się i wyniosła 3,1% PKB⁵⁸. W kierunku dalszej poprawy wskaźników równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki oddziaływało przede wszystkim rekordowo wysokie saldo handlowe, które w ub.r. osiągnęło poziom 5,1% PKB (Wykres 4.12). Dynamika polskiego eksportu w dalszym ciągu charakteryzowała się dużą odpornością na utrzymujące się spowolnienie w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej (Wykres 4.13). Sprzyjała temu struktura polskiego eksportu, która, z jednej strony, charakteryzuje się większym niż w innych krajach regionu znaczeniem finalnego popytu konsumpcyjnego, a z drugiej, w coraz większym stopniu bazuje na sektorze usługowym. Biorąc pod uwagę, że popyt konsumpcyjny oraz eksport usług cechują się relatywnie mniejszą wrażliwością na zmiany koniunktury, taka struktura polskiego eksportu sprzyja podtrzymaniu wzrostu sprzedaży zagranicznej w warunkach spowolnienia w gospodarkach naszych partnerów handlowych. Powyższym uwarunkowaniom towarzyszyła ponadto poprawa relacji cen w handlu zagranicznym w ub.r. (Wykres 4.14) związana ze spadkiem cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

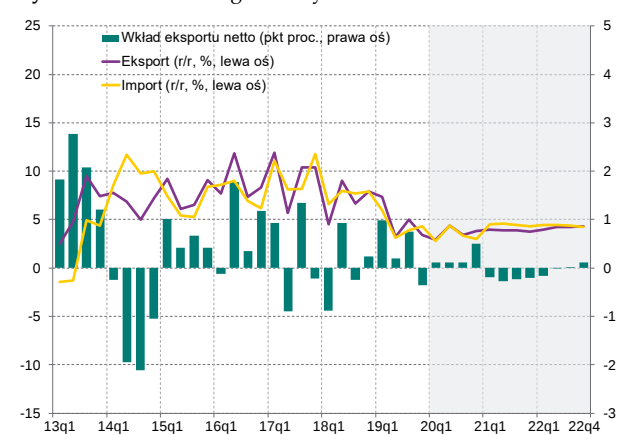
Oczekuje się, że w latach 2020-2022 saldo rachunku bieżącego i kapitałowego ulegnie pogorszeniu, ale pozostanie dodatnie (Wykres 4.12). W horyzoncie projekcji korzystna tendencja dla kształtowania się salda handlowego ulegnie wyhamowaniu w ślad za oczekiwanym obniżeniem w nadchodzących latach wkładu eksportu netto do wzrostu PKB (Wykres 4.13).

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



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁸ Wskaźniki bilansu płatniczego dla 2019 r. zostały obliczone na podstawie danych kwartalnych za okres I-III kw. ub.r. oraz szacunków miesięcznych za okres październik-grudzień ub.r. Dane te mogą ulec rewizji. Dane za IV kw. 2019 r. zostaną opublikowane 31 marca br.

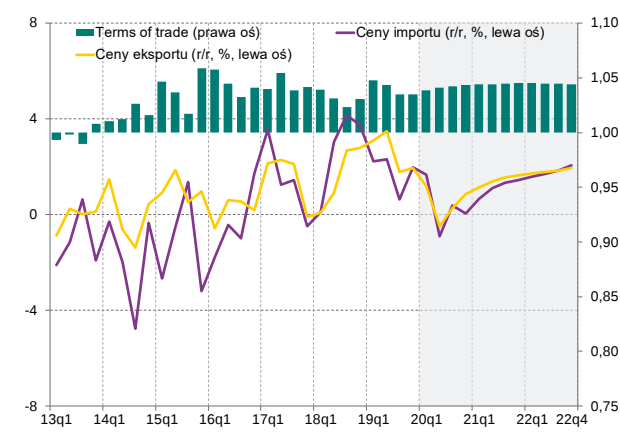
Przyczyni się do tego coraz bardziej odczuwalny przez polskich eksporterów negatywny wpływ niskiego popytu zewnętrznego, w szczególności z Niemiec i Wielkiej Brytanii, przy prognozowanej relatywnie stabilnej ścieżce wzrostu importu. Wysoka obecnie nadwyżka na rachunku kapitałowym w horyzoncie projekcji ulegnie pewnemu obniżeniu w ślad za zmniejszającym się napływem środków unijnych rozliczanych w ramach kończącej się perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.11). Tym tendencjom będzie towarzyszyć utrzymujące się na ujemnym poziomie saldo dochodów pierwotnych i wtórnych (Wykres 4.12), a głównym źródłem deficytu pozostaną dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Produkt potencjalny

Dynamika produktu potencjalnego polskiej gospodarki w horyzoncie projekcji ukształtuje się na średnim poziomie 3,6% r/r, przy czym wkład czynnika pracy do wzrostu będzie ujemny, natomiast udział kapitału oraz wydajności czynników produkcji – dodatni, choć nieznacznie słabnący (Wykres 4.15).

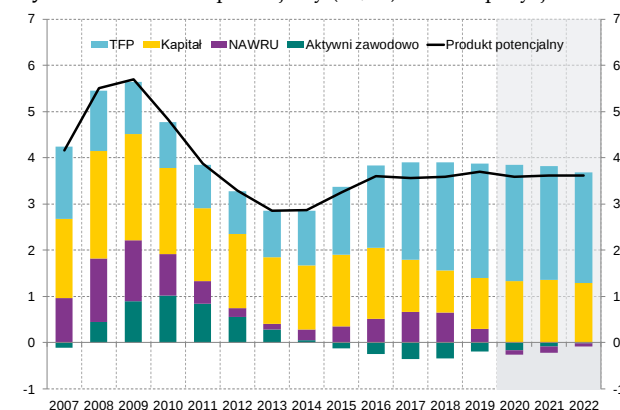
Pozytywnie na potencjał polskiej gospodarki w ostatnich latach oddziaływał napływ na krajowy rynek pracy imigrantów (w głównej mierze obywateli Ukrainy) stanowiących dodatkowy zasób siły roboczej⁵⁹. Jednocześnie następuje systematyczny wzrost ich produktywności przejawiający się między innymi wzrostem udziału zatrudnienia imigrantów w sektorach o wyższej wydajności. W horyzoncie projekcji, wraz z wyczerpywaniem się potencjału migracyjnego Ukrainy oraz przy możliwym odplywie

Wykres 4.14 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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 Cobb-Douglasa w postaci:

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

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

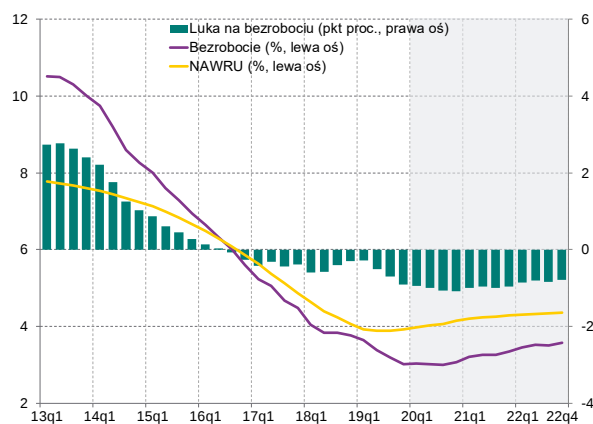
⁵⁹ Imigranci pozytywnie wpływają na krajowy produkt potencjalny, ale ze względu na stosowaną w badaniu BAEL definicję ludności rezydującej w Polsce, są oni jedynie w niewielkim stopniu uwzględniani w szeregach aktywnych zawodowo oraz pracujących według tej metodyki. W modelu NECMOD imigranci nie ujęci w ludności BAEL nie zwiększają zatem podaży pracy, ale oddziałują na produkt potencjalny poprzez pozytywny wpływ na łączną wydajność czynników produkcji (TFP). Obecność imigrantów na krajowym rynku pracy obniża przy tym stopę bezrobocia równowagi (NAWRU) ponieważ charakteryzują się oni niższymi oczekiwaniami płacowymi, które obniżają również presję na podwyżki wynagrodzeń wśród pracowników krajowych. Oznacza to, że poziom stopy bezrobocia, który nie prowadzi do nasilenia oczekiwań płacowych (NAWRU) jest z uwagi na napływ imigrantów niższy.

imigrantów pracujących w Polsce do innych krajów UE, najprawdopodobniej wzrost liczby pracowników z Ukrainy ulegnie wyhamowaniu.

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

W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie się tych pozytywnych zmian strukturalnych na rynku pracy, przy różnokierunkowym oddziaływaniu już wprowadzonych i planowanych dopiero zmian legislacyjnych. W szczególności w kierunku pogorszenia dopasowania popytu i podaży na rynku pracy może oddziaływać wprowadzone w 2020 r. i planowane na 2021 r. podwyższenie o ponad 15% płacy minimalnej, a więc w skali wyższej niż prognozowane tempo wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce. Wpływ tych zmian łagodzi jednocześnie zmniejszenie obciążeń podatkowych dochodów z pracy. Od 1 sierpnia ub.r. osoby do ukończenia 26 roku życia zostały zwolnione z opodatkowania PIT (do granicy pierwszego progu podatkowego). Ponadto od 1 października ub.r. obniżono stawkę PIT z 18 do 17

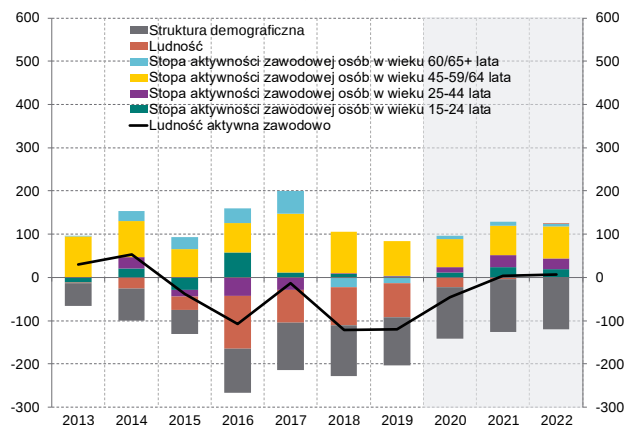
Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

procent dla pozostałych podatników oraz podwyższono koszty uzyskania przychodu.

Kolejnym czynnikiem wpływającym korzystnie na dynamikę produktu potencjalnego jest zwiększanie się innowacyjności polskiej gospodarki i poprawa jej pozycji w międzynarodowych łańcuchach tworzenia wartości dodanej (ang. *global value chains*) oraz eksporcie usług. Z drugiej strony, czynnikiem hamującym tempo wzrostu kapitału produkcyjnego będzie obniżająca się stopniowo w horyzoncie projekcji stopa inwestycji.

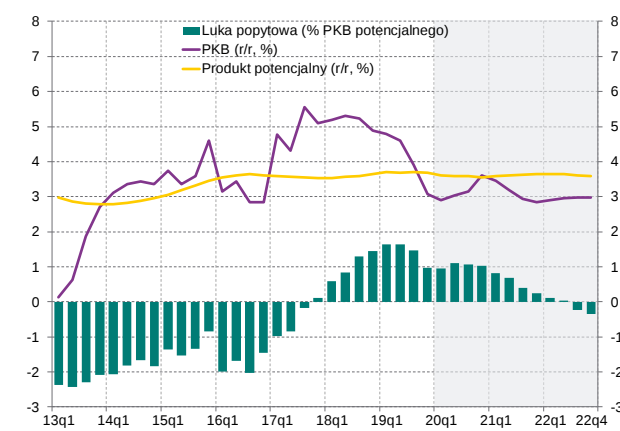
Luka popytowa

Obniżający się w horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy nie będzie już – tak jak w ostatnich latach – przekraczał dynamiki produktu potencjalnego. W konsekwencji dodatnia obecnie luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej, zacznie się stopniowo domykać, a w końcu horyzontu projekcji przyjmie wartości ujemne. Tym samym w przeciągu najbliższych trzech lat presja popytowa ulegnie wyraźnemu osłabieniu i przyczynić się będzie do spowolnienia tempa wzrostu cen w gospodarce.

Rynek pracy

Spowolnienie gospodarcze w kraju przyczynia się do osłabienia silnego dotychczas popytu na pracę (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). W horyzoncie projekcji oczekiwane jest utrzymanie tych tendencji, na co nałożą się skutki istotnych podwyżek płacy minimalnej w bieżącym i przyszłym roku. Na realizację scenariusza wolniejszego wzrostu popytu na pracę wskazuje malejący odsetek firm planujących zwiększenie zatrudnienia w perspektywie najbliższych 12 miesięcy przy równoczesnym wzroście odsetka firm oczekujących redukcji liczby pracowników⁶⁰. Jednocześnie firmy rzadziej niż przed rokiem

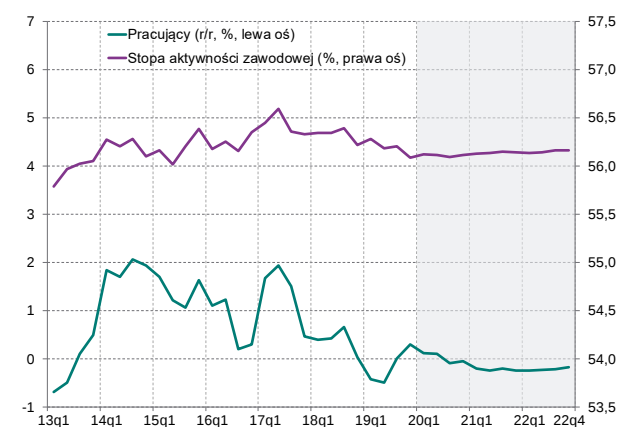
Wykres 4.18 Luka popytowa



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



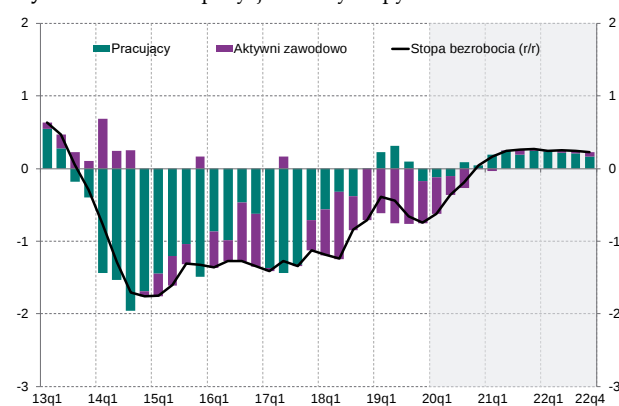
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁰ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

zgłaszają braki kadrowe jako barierę rozwoju⁶¹. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku zatrudnienia i wzrostu stopy bezrobocia będzie spowolnienie gospodarcze, przy ograniczonym wpływie wzrostu wynagrodzenia minimalnego co znajduje potwierdzenie w deklaracjach ankietowanych przedsiębiorstw⁶² (Wykres 4.16, Wykres 4.20).

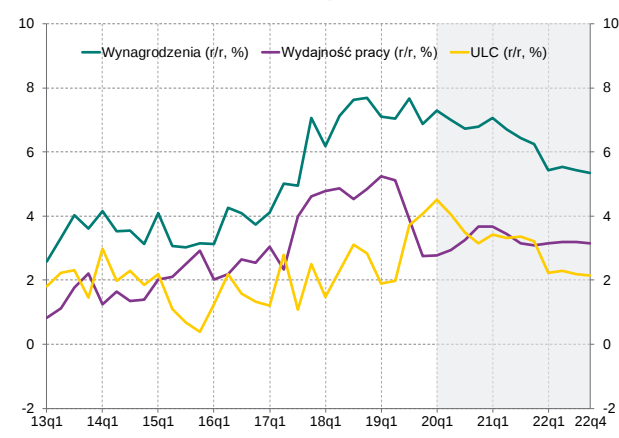
Tempo wzrostu wynagrodzeń w horyzoncie projekcji, wraz ze spadkiem popytu na pracę, będzie się powoli obniżać (Wykres 4.21). Skalę spadku dynamiki tej kategorii w latach 2020-2021 będzie ograniczać istotne podwyższenie płacy minimalnej. W scenariusz ten wpisują się wyniki badań ankietowych przedsiębiorców, zgodnie z którymi od połowy ubiegłego roku odsetek firm odczuwających presję płacową powoli maleje. Badania te wskazują natomiast na wzrost odsetka firm planujących znaczne podwyżki w I kw. 2020 r., w szczególności wśród mikro i małych przedsiębiorstw⁶³, co może mieć związek właśnie z podwyżką płacy minimalnej od początku br. Presję płacową w horyzoncie projekcji będzie natomiast nadal łagodzić obecność imigrantów, głównie z Ukrainy. Ich znaczenie dla rynku pracy rośnie wraz z obserwowanym wydłużaniem się przeciętnego czasu pobytu w naszym kraju oraz ich rosnącej obecności w kolejnych działach gospodarki. Koszty pracy w horyzoncie projekcji będzie zwiększać również wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych, ale oddziaływanie tego czynnika będzie relatywnie słabsze. Powyższe uwarunkowania znajdują odzwierciedlenie w kształtowaniu się jednostkowych kosztów pracy. Na początku horyzontu projekcji spowolnienie aktywności gospodarczej relatywnie silniej obniża dynamikę wydajności pracy niż tempo wzrostu wynagrodzeń, a wyraźny spadek dynamiki

Wykres 4.20 Dekompozycja zmiany stopy bezrobocia



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁶¹ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁶² Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2020 r.

jednostkowych kosztów pracy oczekiwany jest w dalszym horyzoncie projekcji (Wykres 4.21).

Kurs walutowy

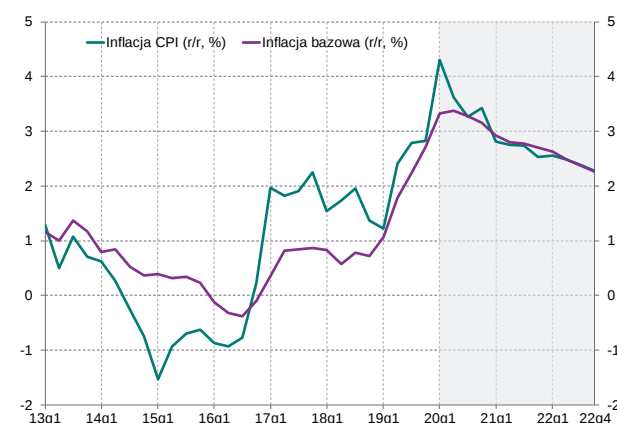
Kurs złotego pozostawał w ostatnim okresie relatywnie stabilny względem walut głównych partnerów handlowych Polski, kształtując się w dalszym ciągu poniżej poziomu wynikającego z czynników fundamentalnych. W horyzoncie projekcji oczekuje się zatem, że realny efektywny kurs złotego będzie się umacniał, zbliżając się stopniowo do kursu równowagi. Scenariusz taki wspiera prognozowany wciąż relatywnie korzystny obraz krajowej gospodarki odzwierciedlony w silniejszym w porównaniu do głównych partnerów handlowych wzroście PKB. W tym samym kierunku będzie oddziaływać historycznie wysokie saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz dobra sytuacja finansów publicznych.

Inflacja CPI

W 2020 r. nastąpi wyraźny wzrost inflacji CPI. Przyczyni się do niego wciąż relatywnie silna, choć słabnąca, presja popytowa, skutki szoku podaźowego na rynku żywności, jak również czynniki jednorazowe obejmujące podwyżki cen administrowanych i wzrost stawek podatku akcyzowego na alkohol i wyroby tytoniowe. W kolejnych latach, przy ustępującym wpływie czynników podaźowych podwyższających wzrost cen w br. i słabnącej presji popytowej, inflacja CPI obniży się i w końcu horyzontu projekcji osiągnie poziom nieznacznie niższy niż 2,5% (Wykres 4.2, Wykres 4.22).

W kierunku wyższej inflacji cen konsumenta w 2020 r. oddziałuje podwyższona dynamika kosztów pracy oraz utrzymująca się na dodatnim poziomie luka popytowa. Na podwyższonego poziomu inflacji bazowej w br. złożą się także w istotnym stopniu już wprowadzone i planowane przez samorządy podwyżki opłat za wywóz nieczystości. W tym samym kierunku oddziałuje

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa

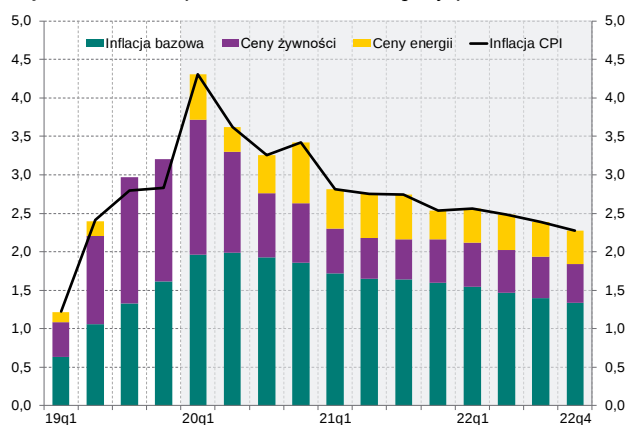


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

podniesienie o 10% stawek akcyzy na alkohol etylowy i wyroby tytoniowe od 1 stycznia 2020 r. Jednocześnie niekorzystne uwarunkowania podażowe zwiększają bieżący poziom cen żywności. Wystąpienie w Chinach epidemii ASF skutkujące wzmożonym popytem importowym z tego regionu na mięso wieprzowe przy jednoczesnym spadku pogłowia trzody chlewnej w UE powoduje silny wzrost cen w Polsce. Niekorzystne warunki meteorologiczne w ubiegłym roku przyczyniły się przy tym do obniżenia zbiorów owoców i warzyw, co podwyższa dynamikę cen tych produktów jeszcze w I połowie bieżącego roku. W 2020 r. wyraźnie przyspiesza również dynamika cen energii. Przyczynia się do tego zatwierdzenie przez prezesa URE nowych wyższych taryf dla gospodarstw domowych po wygaśnięciu ustawowego zamrożenia cen energii elektrycznej, a także wprowadzenie pod koniec bieżącego roku tzw. opłaty mocowej⁶⁴ doliczanej do rachunku za energię elektryczną (Wykres 4.24).

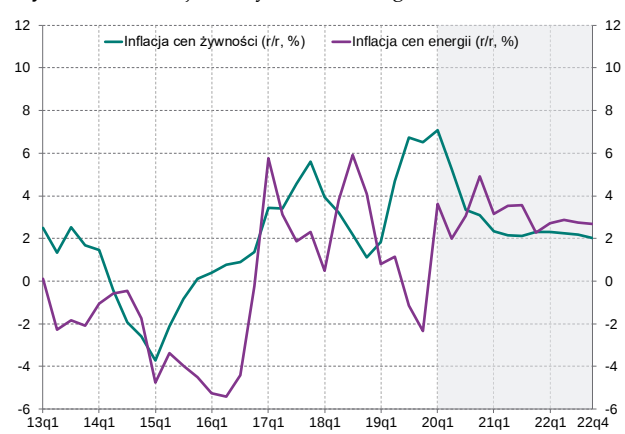
W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z obniżaniem się dynamiki PKB, luka popytowa domknie się, a następnie będzie przyjmowała ujemne wartości, obrazując spadek presji popytowej i prowadząc do obniżenia tempa wzrostu cen. W kierunku spadku inflacji oddziaływać będzie także osłabienie presji kosztowej ze strony rynku pracy odzwierciedlone w obniżającej się dynamice jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie większa część zaburzeń podażowych podwyższających dynamikę cen żywności w br. wygaśnie w kolejnym roku. Wynika to z założenia o normalizacji warunków meteorologicznych oraz wyhamowaniu wzrostu cen mięsa. Czynniki regulacyjne podnoszące wyraźnie inflację bazową w br., w szczególności podwyżka podatku

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁴ Środki z opłaty mocowej mają być przeznaczone na wsparcie funkcjonowania tzw. rynku mocy, czyli rozwiązania, które ma zapewnić środki na budowę nowych oraz modernizację i funkcjonowanie istniejących dyspozycyjnych jednostek wytwórczych. Istnienie tego typu jednostek jest konieczne, aby zapewnić ciągłość dostaw energii w sytuacji, gdy warunki atmosferyczne nie sprzyjają produkcji energii elektrycznej z OZE.

akcyzowego oraz wzrost opłat za wywóz nieczystości, przestaną oddziaływać na inflację w ujęciu r/r w II połowie 2021 r. W przypadku cen energii oczekuje się, że będą one w latach 2021-2022 kształtowały się zgodnie z mechanizmami modelu i skala podwyżek cen energii elektrycznej będzie już mniejsza niż zakładana na bieżący rok.

W efekcie w latach 2021-2022 inflacja cen konsumenta obniży się (Wykres 4.23). Poziom inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji będzie dodatkowo ograniczać relatywnie niski poziom cen surowców energetycznych na rynkach światowych, obniżające się ceny surowców rolnych (Wykres 4.5), a także kształtująca się na obniżonym poziomie inflacja u głównych partnerów handlowych Polski (Wykres 4.6).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji listopadowej przyczyniły się do obniżenia prognozowanej ścieżki tempa wzrostu PKB. Nowe informacje podwyższyły natomiast prognozę inflacji CPI na bieżący rok, przy zbliżonym do neutralnego wpływie na oczekiwany wzrost cen w 2021 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.27).

PKB

Według szacunku GUS tempo wzrostu PKB w 2019 r. obniżyło się w porównaniu do oczekiwań formułowanych w poprzedniej rundzie progностycznej, co przełożyło się na niższą ścieżkę wzrostu gospodarczego w br. oraz – w mniejszym już stopniu – w 2021 r. W tym samym kierunku oddziaływać będzie niewielka rewizja w dół oczekiwanej dla 2020 r. skali spowolnienia w gospodarce światowej, w szczególności w strefie euro.

Odczyt GUS za ub.r. wskazuje na wyhamowanie dynamiki spożycia w sektorze gospodarstw domowych w II poł. 2019 r. poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej. Spadek tempa

Tabela 4.2 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2019	2020	2021
PKB (r/r, %)			
III 2020	4,0	3,2	3,1
XI 2019	4,3	3,6	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2020	2,3	3,7	2,7
XI 2019	2,3	2,8	2,6

Źródło: obliczenia NBP.

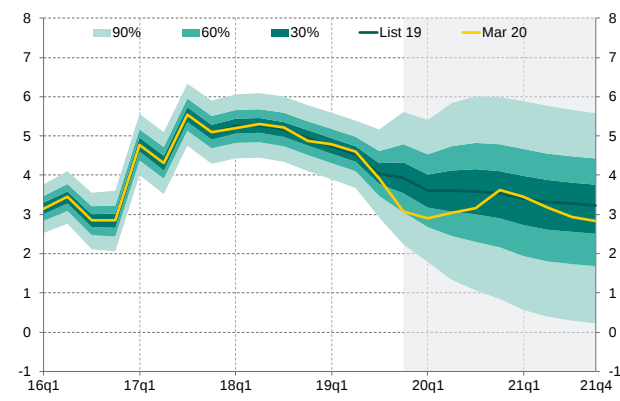
wzrostu konsumpcji miał miejsce pomimo relatywnie szybkiego wzrostu dochodów z tytułu zwiększenia transferów do gospodarstw domowych (w tym rozszerzenia programu Rodzina 500 plus) i zmniejszenia ich obciążeń podatkowych przy nadal korzystnej sytuacji na rynku pracy. Oczekuje się, że również w najbliższych kwartałach przy rosnącej niepewności wobec perspektyw koniunktury gospodarczej za granicą i w Polsce gospodarstwa domowe będą ostrożniej podejmować decyzje zakupowe. Scenariusz ten wspiera obserwowane pogorszenie nastrojów konsumenckich w ostatnich miesiącach. Z drugiej strony, ze względu na większą przestrzeń do wygładzania konsumpcji, w dalszym horyzoncie projekcji korekta ścieżki wzrostu spożycia gospodarstw domowych będzie się zmniejszać. Głębsze spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego przełoży się także na niższą ścieżkę zapasów w bieżącej rundzie prognostycznej, zgodnie z procyklicznym charakterem tej kategorii.

Skalę rewizji w dół dynamiki PKB w horyzoncie prognozy będzie częściowo ograniczał wyższy wkład eksportu netto do wzrostu gospodarczego. Przyczyni się do tego silniejsze niż oczekiwano spowolnienie wzrostu popytu krajowego przekładające się na obniżenie dynamiki importu. Jednocześnie nieco powyżej wyników z projekcji listopadowej ukształtuje się dynamika eksportu towarów i usług. Przemawiają za tym dane o handlu zagranicznym w II poł. ub.r. wskazujące, że polski sektor eksportowy w dalszym ciągu charakteryzował się wysoką odpornością na utrzymujące się spowolnienie w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej.

Inflacja

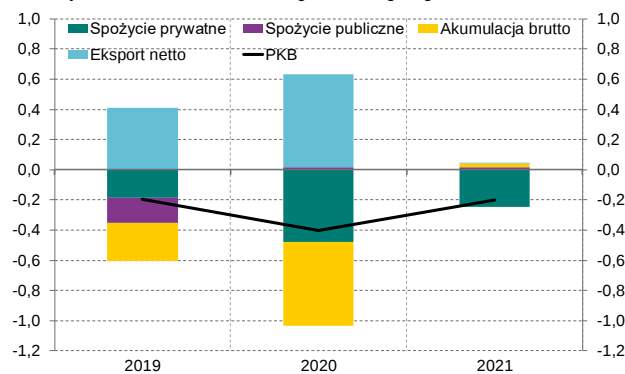
Inflacja CPI w 2020 r. ukształtuje się istotnie powyżej oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej, na co złoży się rewizja w górę wszystkich głównych komponentów indeksu (Wykres 4.28).

Wykres 4.25 Projekcja 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.

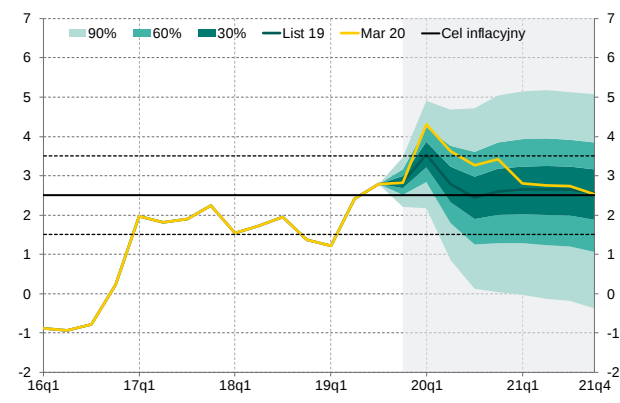
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Do podniesienia prognozy inflacji bazowej w br. przyczynił się silniejszy od założeń wzrost cen administrowanych usług związanych z wywozem nieczystości. Szybszy wzrost cen komponentów bazowych koszyka CPI jest również skutkiem podniesienia od 1 stycznia 2020 r. stawki podatku akcyzowego na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe o 10% wobec podwyżki 3% zapisanej w projekcie budżetu na 2020 r.

Do podwyższenia w bieżącym roku dynamiki krajowych cen żywności przyczyni się natomiast szybszy od wcześniejszych prognoz wzrost cen wieprzowiny na rynkach światowych będący pochodną dalszej eskalacji epidemii ASF w Chinach. Wyższe tempo wzrostu krajowych cen żywności w 2020 r. wynika także z planowanego wprowadzenia od 1 lipca 2020 r. podatku akcyzowego na sprzedaż tzw. słodzonych napojów. Szybsze w porównaniu z listopadową projekcją tempo wzrostu krajowych cen energii jest powiązane z kolei z zaakceptowanymi przez URE wyższymi od oczekiwań podwyżkami taryf na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej.

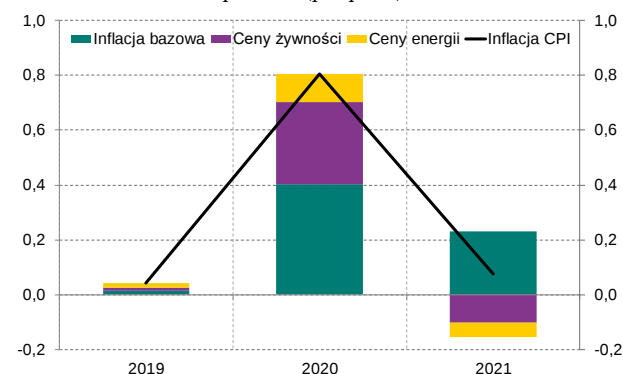
W 2021 r. wygaśnię oddziaływanie na inflację CPI zmian o charakterze regulacyjnym wpływających w br. na kształtowanie się cen towarów objętych akcyzą oraz taryfy energii elektrycznej. Jednocześnie w przyszłym roku inflację cen konsumenta obniży założone w projekcji wygasanie zaburzeń podaźowych związanych z epidemią ASF w Chinach. Wzrost wszystkich komponentów CPI będzie dodatkowo ograniczać niższa presja popytowa w gospodarce powiązana z osłabieniem tempa wzrostu gospodarczego w latach 2020-2021. W konsekwencji powyższych uwarunkowań inflacja CPI w przyszłym roku obniży się i powróci do ścieżki centralnej poprzedniej rundy progностycznej.

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.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejszym źródłem ryzyka zarówno dla aktywności gospodarczej jak i inflacji w Polsce pozostaje koniunktura globalna. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB i – 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 odchyłń od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) stopniowo obniża się do około 40% w końcu horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Pogorszenie perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej

Ryzyko ukształtowania się tempa wzrostu PKB w Polsce poniżej centralnej ścieżki projekcji wynika głównie z możliwego ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Jednym z czynników zwiększających prawdopodobieństwo materializacji takiego scenariusza jest dłuższy i ostrzejszy niż się obecnie zakłada przebieg epidemii koronawirusa (por. rozdz. 4.2 *Otoczenie polskiej gospodarki*). W scenariuszu bazowym założono, że epidemię uda się opanować dość szybko, a jej przejściowe negatywne skutki ekonomiczne ograniczone będą głównie do sektora usługowego w Chinach (transport, turystyka, działalność związana z rozrywką), gospodarkach najbardziej zintegrowanych z Państwem Środka oraz w niektórych gospodarkach europejskich. W przypadku przedłużania się epidemii koronawirusa jej konsekwencje byłyby znacznie

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%)
20q1	0,00	0,00	0,01	0,52	0,01
20q2	0,00	0,07	0,45	0,51	0,45
20q3	0,05	0,24	0,60	0,51	0,55
20q4	0,07	0,24	0,53	0,51	0,46
21q1	0,19	0,42	0,69	0,50	0,50
21q2	0,21	0,44	0,70	0,51	0,49
21q3	0,23	0,45	0,70	0,52	0,47
21q4	0,28	0,52	0,75	0,53	0,47
22q1	0,29	0,52	0,75	0,54	0,46
22q2	0,32	0,55	0,77	0,55	0,45
22q3	0,35	0,58	0,79	0,55	0,44
22q4	0,39	0,61	0,81	0,56	0,42

Źródło: obliczenia NBP.

głębsze. Dotyczyłyby one w szczególności zaburzeń globalnych łańcuchów dostaw, z konsekwencjami w postaci problemów z podażą wielu zaawansowanych technologicznie produktów. Oczekiwane spowolnienie aktywności w coraz większym stopniu dotykałoby więc sektor przemysłowy ograniczając globalne zdolności produkcyjne. Dekoniunktura gospodarcza w Chinach mogłaby doprowadzić, zwłaszcza w warunkach nieuchronnego wzrostu niepewności na rynkach finansowych, do spadku zaufania inwestorów zagranicznych, silniejszego odpływu kapitału z Państwa Środka oraz presji na osłabienie juana. Konieczność przeciwdziałania deprecjacji waluty ograniczałaby przestrzeń do możliwego działania dla polityki pieniężnej banku centralnego Chin. W przypadku gwałtownego rozprzestrzeniania się koronawirusa w Chinach i innych krajach oraz towarzyszącego mu wzrostu niepewności, znacznie zwiększyłaby się wahliwość rynków finansowych oraz wyraźnie pogorszyłoby

nastroje podmiotów gospodarczych. Ostrzejszy przebieg epidemii koronawirusa, wraz z trwałym spowolnieniem handlu światowego i pogorszeniem nastrojów podmiotów ekonomicznych, przełożyły się na obniżenie – względem ścieżki centralnej projekcji – prognozowanego wzrostu gospodarczego w Polsce.

Istotnym czynnikiem ryzyka zwiększającym prawdopodobieństwo spowolnienia wzrostu w gospodarce globalnej jest również możliwa ponowna eskalacja sporów handlowych pomiędzy głównymi gospodarkami świata. O ile podpisanie umowy *Phase One* pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami częściowo obniżyło napięcie w relacjach między tymi krajami, to wciąż długa pozostaje lista punktów spornych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i Unią Europejską. Jedną z osi sporu handlowego, w który uwikłane są te gospodarki jest subsydiowanie produkcji dużych samolotów pasażerskich. W październiku ub.r. Światowa Organizacja Handlu (WTO) uznała, że dotacje europejskie dla Airbusa były niezgodne z zasadami WTO przyznając Stanom Zjednoczonym prawo do nałożenia ceł rekompensujących straty. Na mocy tej decyzji USA mogły zwiększyć do 100% cła na towary wyprodukowane w UE o wartości ponad 7,5 mld USD. Dotychczas administracja amerykańska skorzystała z tej możliwości tylko w ograniczonym stopniu zwiększając do 10% taryfy na samoloty oraz do 25% taryfy na niektóre produkty rolne i przemysłowe, co w największym stopniu dotknęło Niemcy, Francję oraz Hiszpanię, tj. główne kraje dotujące Airbusa. Jednocześnie władze amerykańskie rozważają możliwość dalszych podwyżek ceł rekompensujących nielegalne dopłaty. W I połowie br. spodziewana jest z kolei decyzja WTO dotycząca zaskarżenia przez Unię Europejskiej amerykańskich subsydiów do produkcji Boeinga. W przypadku uznania racji UE zyska ona możliwość nałożenia

ceł na towary sprowadzane ze Stanów Zjednoczonych.

Kolejnym punktem spornym jest kwestia planowanego przez niektóre kraje europejskie wprowadzenia podatku cyfrowego, który zwiększyłby obciążenia dużych amerykańskich firm technologicznych (Google, Apple, Facebook i Amazon). W lipcu ub.r. podatek ten wprowadziła Francja, co spotkało się z negatywną reakcją Stanów Zjednoczonych w formie zapowiedzi zwiększania ceł na francuskie towary o wartości 2,4 mld USD. W rozmowach pomiędzy przywódcami obu krajów w styczniu br. ustalono, że obustronne obciążenia zostaną zawieszone do końca 2020 r., na czas wypracowania szerszej, obejmującej całą UE, umowy regulującej kwestię podatku cyfrowego. W przypadku fiaska takiego porozumienia istotnie zwiększy się prawdopodobieństwo wzrostu barier w handlu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Francją oraz innymi krajami planującymi wprowadzenie podatku cyfrowego (m.in. Włochy, Austria czy Czechy).

Na stosunkach amerykańsko-europejskich nadal ciąży też kwestia zapowiedzianego przez Stany Zjednoczone nałożenia dodatkowych opłat celnych na samochody i części importowane do nich z UE o łącznej wartości ponad 200 mld USD. Na razie administracja amerykańska odroczyła podjęcie decyzji w tej sprawie. Jednak w przypadku zaostrzenia sporu handlowego można oczekiwać wprowadzenia jej w życie.

Wciąż istotnym czynnikiem ryzyka, choć nieco odsuniętym w czasie, pozostaje brak porozumienia pomiędzy UE a Wielką Brytanią w sprawie kształtu przyszłej umowy regulującej wzajemne relacje handlowe tych podmiotów po *brexicie*. O ile prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza jest zbliżone do oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej, to jego wpływ na bilans ryzyk jest obecnie nieco mniejszy niż w poprzedniej projekcji. Wiąże się to z

uwzględnieniem już w scenariuszu bazowym wzrostu barier pozataryfowych w handlu między Wielką Brytanią a UE od 2021 r. po decyzji parlamentu brytyjskiego wykluczającej wydłużenie okresu przejściowego w relacjach z UE. W projekcji listopadowej oczekiwano natomiast *status quo* w relacjach handlowych tych podmiotów, a wzrost cel oraz barier pozataryfowych stanowił jeden z obszarów ryzyka.

Oprócz nasilenia sporów handlowych, które w relatywnie większym stopniu wpłynęłyby na obniżenie tempa wzrostu zaangażowanych w nie bezpośrednio krajów rozwiniętych, istotne ryzyka dla globalnej koniunktury wiążą się także z trwałością ożywienia gospodarczego w krajach rozwijających się. Obserwowane w tej grupie państw przyspieszenie dynamiki PKB dotyczy bowiem zaledwie kilku dużych gospodarek (Argentyna, Brazylia, Indie, Iran, Meksyk, Rosja, Arabia Saudyjska i Turcja), tworzących jedynie 30% PKB krajów rozwijających się⁶⁵. Koncentracja wzrostu w wąskiej grupie państw zwiększa podatność krajów rozwijających się na szoki globalne. W tym samym kierunku oddziałuje także dynamicznie rosnący poziom zadłużenia w tych krajach. Według raportu Banku Światowego⁶⁶ w ostatniej dekadzie zwiększył się on w relacji do PKB o 54 pkt. proc., przy czym wzrost ten dotyczył głównie sektora prywatnego, zwłaszcza w Chinach. Zadłużenie w krajach rozwiniętych kształtowało się w tym okresie na względnie stabilnym poziomie. W warunkach niepewności co do przyszłych perspektyw wzrostu, istotnie podwyższone ryzyko wystąpienia kryzysu zadłużenia w niektórych krajach rozwijających może doprowadzić do skokowego wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych.

Dłuższy i ostrzejszy niż się obecnie zakłada przebieg epidemii koronawirusa, ponowne zaostrenie konfliktów handlowych oraz słabszy wzrost w krajach rozwijających ograniczyłyby dynamikę wzrostu gospodarczego na świecie, w tym w krajach głównych partnerów handlowych Polski. Powyższe uwarunkowania, obok bezpośredniego wpływu na krajową gospodarkę poprzez kanał handlowy, przełożyłyby się na pogorszenie nastrojów podmiotów w Polsce, zwiększając negatywne konsekwencje spowolnienia gospodarczego za granicą dla krajowego wzrostu.

Poprawa globalnej koniunktury

Z drugiej strony możliwy jest szybszy niż założono w scenariuszu centralnym wzrost PKB w otoczeniu polskiej gospodarki. O ile trudno oczekiwać szybkiego wyraźnego złagodzenia sporów handlowych między głównymi gospodarkami świata, to brak dalszej ich eskalacji i stopniowa odbudowa handlu światowego, mogłaby przyczynić się do szybszego wzrostu gospodarki globalnej niż założono w scenariuszu centralnym projekcji. Ożywienie to byłoby uwarunkowane zmniejszeniem negatywnego wpływu dotychczasowych konfliktów handlowych na kondycję sektora przemysłowego w Europie, Stanach Zjednoczonych i Chinach.

W scenariuszu bazowym projekcji założono bliski neutralnego wpływ polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych – wobec wygasających efektów przeszłej stymulacji – oraz jej lekko ekspansywny charakter w krajach strefy euro. W obliczu presji ze strony EBC, który wskazuje na potrzebę wyraźniejszego, skoordynowanego zwiększenia ekspansji fiskalnej w strefie euro, istnieje możliwość wyższego wzrostu wydatków oraz spadku obciążeń podatkowych w niektórych krajach

⁶⁵ Bank Światowy, *Global Economic Prospects – Slow Growth, Policy Challenges*, styczeń 2020 r.

⁶⁶ Bank Światowy, *Global Economic Prospects – Slow Growth, Policy Challenges*, styczeń 2020 r.

należących do wspólnego obszaru walutowego. Nieco bardziej ekspansywna polityka fiskalna możliwa jest także w Wielkiej Brytanii. Rząd tego kraju w ramach przeglądu wydatków w ub.r. (*2019 Spending Round*) zapowiedział znaczny wzrost wydatków publicznych w latach 2020-2021. Można oczekiwać, że po latach realizowania restrykcyjnej polityki fiskalnej w Wielkiej Brytanii w warunkach znacznej niepewności odnośnie do skutków *brexitu*, skala oddziaływania planowanej ekspansji fiskalnej w tym kraju może być większa od założonych w ścieżce centralnej.

Stopniowa odbudowa handlu światowego, przy nieco silniejszym wpływie ekspansywnej polityki fiskalnej niektórych krajów europejskich mogłaby doprowadzić do szybszego – niż założono w scenariuszu centralnym – wzrostu PKB w otoczeniu polskiej gospodarki. Korzystniejsza koniunktura za granicą sprzyjałaby przyśpieszeniu krajowego tempa wzrostu gospodarczego i wyższej ścieżce inflacji w porównaniu do scenariusza centralnego projekcji.

Ceny surowców energetycznych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji pozostają zmiany cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach światowych zwłaszcza w obliczu podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu w krajach rozwijających się. Dodatkowym czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku obniżenia ścieżki cen energii w bieżącej projekcji pozostaje możliwe zakończenie w 2020 r. negocjacji pomiędzy PGNiG a Gazpromem dotyczących obniżenia kontraktowych cen gazu ziemnego.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2019				2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	1,2	2,4	2,8	2,8	4,3	3,6	3,3	3,4	2,8	2,8	2,7	2,5	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	3,7	2,7	2,4
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,1	1,8	2,2	2,7	3,3	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,0	3,3	2,8	2,4
Ceny żywności (% r/r)	1,8	4,7	6,7	6,5	7,1	5,2	3,3	3,1	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2	2,2	2,0	4,9	4,7	2,2	2,2
Ceny energii (% r/r)	0,8	1,2	-1,2	-2,3	3,6	2,0	3,1	4,9	3,2	3,5	3,6	2,3	2,7	2,9	2,8	2,7	-0,4	3,4	3,1	2,8
PKB (% r/r)	4,8	4,6	3,9	3,1	2,9	3,0	3,2	3,6	3,5	3,2	2,9	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	4,0	3,2	3,1	3,0
Popyt krajowy (% r/r)	3,9	4,6	3,3	3,5	2,9	3,0	3,1	3,2	3,7	3,5	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	2,9	3,8	3,0	3,4	3,0
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	3,9	4,4	3,9	3,6	3,7	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,9	3,7	3,7	3,6
Spożycie publiczne (% r/r)	6,3	3,1	4,7	4,2	3,5	5,0	3,9	5,0	4,6	4,1	3,5	3,2	2,3	2,4	2,3	2,5	4,5	4,4	3,8	2,4
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	12,2	9,1	4,7	7,1	4,2	4,3	5,1	2,7	2,4	2,2	1,1	0,9	1,1	0,4	0,1	0,0	7,8	4,1	1,7	0,4
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	1,0	0,2	0,8	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,4	0,2	-0,2	0,0
Eksport (% r/r)	7,3	3,2	5,0	3,4	2,9	4,4	3,4	3,8	4,0	3,9	3,9	3,8	4,0	4,3	4,3	4,3	4,7	3,6	3,9	4,2
Import (% r/r)	6,0	3,1	3,9	4,3	2,8	4,4	3,4	3,0	4,5	4,6	4,5	4,3	4,4	4,4	4,4	4,2	4,3	3,4	4,5	4,4
Wynagrodzenia (% r/r)	7,1	7,0	7,7	6,9	7,3	7,0	6,7	6,8	7,1	6,7	6,4	6,2	5,4	5,5	5,4	5,4	7,2	6,9	6,6	5,4
Pracujący (% r/r)	-0,4	-0,5	0,0	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2
Stopa bezrobocia (%)	3,7	3,4	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,3	3,0	3,3	3,5
NAWRU (%)	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	3,9	4,1	4,2	4,3
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,3	56,2	56,2	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,1	56,2	56,2	56,2	56,1	56,1	56,2
Wydajność pracy (% r/r)	5,2	5,1	3,9	2,8	2,8	2,9	3,2	3,7	3,7	3,4	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	4,2	3,2	3,3	3,2
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,9	2,0	3,7	4,1	4,5	4,1	3,5	3,1	3,4	3,3	3,4	3,2	2,2	2,3	2,2	2,1	3,0	3,8	3,3	2,2
Produkt potencjalny (% r/r)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	1,6	1,6	1,5	1,0	0,9	1,1	1,1	1,0	0,8	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,3	1,4	1,0	0,5	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,89	0,93	0,91	0,97	0,99	1,00	1,00	0,96	0,95	0,97	0,98	0,96	0,95	0,97	0,97	0,95	0,93	0,98	0,97	0,96
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,66	0,57	0,52	0,59	0,58	0,53	0,53	0,55	0,56	0,55	0,55	0,56	0,58	0,56	0,56	0,58	0,59	0,55	0,55	0,57
Inflacja za granicą (% r/r)	1,6	1,9	1,8	1,6	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7
PKB za granicą (% r/r)	1,5	1,2	1,2	1,0	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,0	1,3	1,3
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,4	1,8	2,3	3,1	3,4	3,4	3,4	3,0	2,9	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3	2,2	2,0	3,1	3,0	2,5	2,0
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,72	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,71	1,72	1,71	1,71	1,71

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

Dla większości zmiennych wartości do IV kw. 2019 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, 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 2019 r. – styczeń 2020 r.

■ Data: 2 października 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

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

E. Gatnar był nieobecny.

■ Data: 5 listopada 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 listopada 2019 r. w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

■ Data: 5 listopada 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 listopada 2019 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

■ Data: 6 listopada 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

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

■ Data: 3 grudnia 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2019 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 3 grudnia 2019 r. w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2020.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 4 grudnia 2019 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

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

■ Data: 8 stycznia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych NBP o 15 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

Ł. J. Hardt

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

■ Data: 8 stycznia 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 p. b.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. M. Łon

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

www.nbp.pl

