
Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018



Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018

Warszawa, maj 2019 r.

Przedkładając sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej, Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do złożenia Sejmowi sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej w ciągu 5 miesięcy od zakończenia roku budżetowego. Zgodnie z art. 53 ustawy o Narodowym Banku Polskim sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej jest ogłaszane w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”. Sprawozdanie prezentuje główne elementy realizowanej strategii polityki pieniężnej, opis uwarunkowań makroekonomicznych i decyzji podejmowanych w zakresie polityki pieniężnej w roku objętym sprawozdaniem, a także opis stosowanych instrumentów polityki pieniężnej.

Do *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018* dołączono załączniki, w których przedstawiono kształtowanie się istotnych zmiennych makroekonomicznych, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej i Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami* w roku objętym sprawozdaniem.

Przy ocenie polityki pieniężnej *ex post* należy brać pod uwagę jej uwarunkowania, w tym przede wszystkim to, że działania władz monetarnych wpływają na gospodarkę ze znacznym opóźnieniem, a jednocześnie są podejmowane w warunkach niepewności dotyczącej przyszłych procesów makroekonomicznych. Należy także uwzględnić to, że w gospodarce występują wstrząsy makroekonomiczne, które – choć pozostają poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej – mogą w znacznej mierze wpływać na sytuację gospodarczą i procesy inflacyjne w krótkim, a niekiedy także w średnim okresie.

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej w 2018 r.....	5
2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2018 r.....	7
3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2018 r.	11
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki.....	17
Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto.....	21
Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	23
Załącznik 4. Bilans płatniczy	27
Załącznik 5. Pieniądz i kredyt	31
Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej	33
Załącznik 7. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami ..	69

1. Strategia polityki pieniężnej w 2018 r.

W 2018 r. Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, prowadziła politykę pieniężną zgodnie z *Załoženiami polityki pieniężnej na rok 2018* przyjętymi we wrześniu 2017 r. Podobnie jak w poprzednich latach głównym celem polityki pieniężnej było utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego. W ten sposób Rada realizowała podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1373, z późn. zm.). Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa o Narodowym Banku Polskim, zwanym dalej „NBP”, w art. 3 ust. 1 stanowi, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię średniookresowego celu inflacyjnego. Od 2004 r. Rada realizuje średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. W państwach, w których realizowana jest strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych.

Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,0% rocznie, a więc był zbliżony do 2,5% i mieścił się w symetrycznym przedziale odchyień, choć w niektórych latach dynamika cen znajdowała się poza tym przedziałem. Jednocześnie tempo wzrostu gospodarczego było w ostatnich latach stosunkowo stabilne i zbliżone do długookresowego trendu, a w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. Wskazuje to na skuteczność strategii celu inflacyjnego w zapewnieniu długookresowej stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Średniookresowy charakter celu oznacza, że ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. W przypadku odchylenia się inflacji od celu Rada w sposób elastyczny określa oczekiwane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej.

Podjmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę działanie mechanizmu transmisji monetarnej, w tym opóźnień, z jakimi zmiany parametrów polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach niepewności, dotyczącej szczególnie przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych najważniejszą rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna pełnić polityka makroostrożnościowa. Wywierając selektywny wpływ na kształtowanie się agregatów kredytowych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż w przypadku stosowania instrumentów polityki pieniężnej.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. W celu zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

2. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2018 r.

Polityka pieniężna w Polsce w 2018 r. była prowadzona w warunkach relatywnie korzystnej, choć stopniowo osłabiającej się koniunktury gospodarczej na świecie. W szczególności w II połowie roku dynamika PKB w wielu gospodarkach – w tym w strefie euro – spowolniła. Jednocześnie inflacja w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostała umiarkowana, choć podlegała wahaniom wynikającym głównie ze zmian cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w tym zwłaszcza ropy naftowej.

W 2018 r. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (zwana dalej „Fed”) stopniowo podnosiła stopy procentowe, a Europejski Bank Centralny (EBC) ograniczał skalę skupu aktywów, utrzymując jednocześnie stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed, a także utrzymująca się niepewność dotycząca zmian w polityce handlowej największych państw oraz osłabienie światowej koniunktury przyczyniło się do pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych.

W Polsce koniunktura w 2018 r. była bardzo dobra. Dynamika PKB przyspieszyła do 5,1% (wobec 4,9% w 2017 r.). Głównym czynnikiem wzrostu pozostała rosnąca konsumpcja, wspierana przez wzrost zatrudnienia i płac, niskie bezrobocie, a także bardzo dobre nastroje konsumentów. Równocześnie przyspieszył wzrost inwestycji, czemu sprzyjały korzystne perspektywy popytu, rosnąca absorpcja środków unijnych oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. W 2018 r. nastąpił także istotny wzrost eksportu, choć jego dynamika obniżyła się w związku z osłabieniem wzrostu handlu światowego oraz spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro. Jednocześnie nadal rósł import, choć jego wzrost także się obniżył.

Dynamika cen konsumpcyjnych w 2018 r. była umiarkowana i wyniosła średniorocznie 1,6%, a więc utrzymała się w przedziale odchylenia od celu inflacyjnego (2,5% plus/minus 1 punkt procentowy). Towarzyszyła temu niska inflacja bazowa. Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł w 2018 r. średniorocznie 0,7%.

Jednocześnie w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. W szczególności, mimo istotnego wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego (średniorocznie o 5,9%), jego dynamika pozostała zbliżona do dynamiki nominalnego PKB. W konsekwencji zadłużenie sektora niefinansowego z tytułu kredytów w relacji do PKB pozostało stabilne. Jednocześnie mimo bardzo dobrej koniunktury w krajowej gospodarce utrzymała się nadwyżka w handlu zagranicznym, a łączne saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych pozostało dodatnie. W efekcie, obniżyło się zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB. W tych warunkach kurs złotego, mimo okresowych wahań związanych z zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych, był relatywnie stabilny.

Wobec powyższych uwarunkowań Rada utrzymywała w 2018 r. stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Stabilizacja stóp procentowych NBP wspierała utrzymanie stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna – wobec

przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz bardzo niskiego bezrobocia – ograniczała ryzyko narastania nierównowag makroekonomicznych, a także sprzyjała stabilności systemu finansowego.

W 2018 r., podobnie jak w poprzednich latach, ważnym elementem prowadzonej polityki pieniężnej była komunikacja z otoczeniem polegająca na przedstawianiu przez Radę informacji o podejmowanych decyzjach wraz z oceną przebiegu procesów gospodarczych wpływającą na te decyzje. Do najważniejszych instrumentów komunikacji polityki pieniężnej w 2018 r. należały publikowane cyklicznie: *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* (oraz towarzyszące im konferencje prasowe po posiedzeniach Rady), *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*¹, *Raporty o inflacji*, a także *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017* i *Założenia polityki pieniężnej na rok 2019*.

Poniżej przedstawiono najważniejsze uwarunkowania decyzji Rady w 2018 r. w podziale na półrocza.

W I połowie 2018 r. w gospodarce światowej utrzymywała się korzystna koniunktura. W strefie euro dynamika PKB – mimo pewnego obniżenia w porównaniu z II połową 2017 r. – pozostała relatywnie wysoka. Sprzyjał temu systematyczny wzrost zatrudnienia i płac oraz ekspansywna polityka pieniężna EBC. Natomiast wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych w I połowie 2018 r. przyspieszył. Nastąpiło to w warunkach bardzo dobrej koniunktury na rynku pracy, obniżenia części podatków oraz wzrostu wartości majątku gospodarstw domowych. Napływające dane dotyczące chińskiej gospodarki wskazywały z kolei na ustabilizowanie się dynamiki aktywności gospodarczej na poziomie z 2017 r. Jednocześnie utrzymywały się ryzyka dla wzrostu światowego PKB, które były związane przede wszystkim ze zmianami w polityce handlowej największych państw, wzrostem cen surowców energetycznych oraz konsekwencjami podnoszenia przez Fed stóp procentowych.

Mimo dobrej globalnej koniunktury dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała w I połowie 2018 r. umiarkowana, a inflacja bazowa była relatywnie niska. Jednocześnie wyższe niż w 2017 r. ceny surowców energetycznych stopniowo przekładały się na wyższą dynamikę cen energii. W strefie euro inflacja w I półroczu wyniosła średnio 1,5%.

W tych warunkach polityka pieniężna w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostała ekspansywna. W szczególności, EBC utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera oraz prowadził program skupu aktywów, przy czym skala tego programu została od stycznia 2018 r. zmniejszona. Natomiast Fed stopniowo zacieśniał politykę pieniężną, podnosząc przedział dla stopy procentowej łącznie o 0,5 pkt proc. (do 1,75-2,0% na koniec I półrocza) oraz ograniczając swoją sumę bilansową.

Pomimo utrzymywania się dobrej koniunktury w gospodarce światowej nastroje na globalnych rynkach finansowych pogorszyły się. Wzrost awersji do ryzyka na rynkach światowych był związany przede wszystkim ze zmianami w polityce handlowej Stanów Zjednoczonych, wzrostem niepewności dotyczącej polityki gospodarczej we Włoszech, a także zacieśnianiem polityki pieniężnej przez Fed, które prowadziło do pogorszenia warunków finansowania gospodarek wschodzących zadłużonych w amerykańskim dolarze. W tych warunkach ceny wielu aktywów finansowych obniżyły się. W szczególności w wielu gospodarkach wschodzących spadły ceny akcji, wzrosły rentowności

¹ W *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*, stanowiących Załącznik 6. niniejszego *Sprawozdania*, znajduje się szersze omówienie zagadnień i argumentów, które wpływały na decyzje Rady dotyczące poziomu stóp procentowych podejmowane na poszczególnych posiedzeniach w 2018 r.

obligacji, a kursy walutowe osłabiły się wobec dolara. Osłabił się również kurs złotego, choć skala osłabienia była umiarkowana w porównaniu z walutami innych gospodarek wschodzących.

W Polsce w I połowie 2018 r. koniunktura była bardzo dobra. Tempo wzrostu gospodarczego wyniosło w tym okresie średnio 5,2% r/r. Głównym czynnikiem wzrostu był rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac. W warunkach poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, w tym spadku bezrobocia, wypłat świadczeń z programu „Rodzina 500 plus” oraz umiarkowanej inflacji, wskaźniki ufności konsumenckiej poprawiły się i kształtowały na historycznie wysokich poziomach. Pozytywnie na popyt w gospodarce oddziaływały również rosnące inwestycje, zwłaszcza publiczne, w tym współfinansowane ze środków unijnych. Towarzyszył temu stabilny wzrost akcji kredytowej dla sektora niefinansowego. Przy jednoczesnym obniżeniu się dynamiki eksportu i importu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał w I półroczu 2018 r. zbliżony do zera. Również saldo na rachunku obrotów bieżących (w relacji do PKB) było wciąż bliskie zera, a łączne saldo obrotów bieżących i kapitałowych było dodatnie, co wskazywało na wysoki stopień równowagi zewnętrznej.

Pomimo bardzo dobrej koniunktury gospodarczej dynamika cen w Polsce w I połowie 2018 r. obniżyła się i wyniosła średnio 1,6% r/r (wobec średnio 2,0% w 2017 r.). Umiarkowanej inflacji sprzyjała stabilizacja wewnętrznej presji popytowej oraz umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych Polski. W efekcie inflacja bazowa pozostała niska. Spadkowi inflacji sprzyjało obniżanie się dynamiki cen żywności związane z wysoką podażą niektórych towarów żywnościowych. Jednocześnie w I kw. tempo wzrostu cen energii było niskie, jednak od maja ich wzrost wyraźnie przyspieszył w ślad za rosnącymi cenami surowców na rynkach światowych, oddziałując w kierunku wyższej inflacji.

Wobec powyższych uwarunkowań, w tym ze względu na umiarkowaną inflację oraz brak nierównowag makroekonomicznych, w I połowie 2018 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Za taką decyzją przemawiały także prognozy, w tym marcowa projekcja inflacji i PKB, które wskazywały na utrzymywanie się umiarkowanej inflacji oraz korzystnej koniunktury w polskiej gospodarce w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

W II połowie 2018 r. koniunktura w gospodarce światowej pogorszyła się, co było szczególnie wyraźne w IV kw. W omawianym okresie obniżyła się dynamika produkcji przemysłowej w wielu krajach. W tych warunkach wzrosła niepewność co do perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego na świecie w kolejnych kwartałach. W ujęciu geograficznym, wyraźnie obniżyła się dynamika aktywności gospodarczej w strefie euro oraz w części gospodarek azjatyckich, w tym w Chinach. Natomiast koniunktura gospodarcza w Stanach Zjednoczonych pozostała korzystna, a wzrost PKB był nieco wyższy niż w I połowie roku.

Inflacja na świecie w II połowie roku była wyższa niż w poprzednich kwartałach, co wynikało w dużym stopniu z trwającego do października wyraźnego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednak wraz ze spadkiem cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach roku, inflacja ponownie się obniżyła.² W szczególności, w strefie euro inflacja w całym półroczu była zbliżona do 2,0%, jednak w grudniu obniżyła się do 1,6% r/r. Jednocześnie inflacja bazowa w tej gospodarce

² Od początku 2018 r. do początku października cena baryłki ropy Brent w dolarach na rynkach światowych wzrosła o blisko 30%, po czym nastąpił jej wyraźny spadek (o blisko 38% do końca roku).

pozostała niska, kształtując się w pobliżu 1,0%. Natomiast w Stanach Zjednoczonych inflacja w II półroczu pozostała wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych.

W II połowie 2018 r. polityka pieniężna w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostała łagodna. EBC utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, choć jednocześnie w październiku 2018 r. zmniejszył skalę programu skupu aktywów netto, po czym zakończył ten program z końcem roku. Natomiast Fed dwukrotnie podniósł stopy procentowe, łącznie o 0,5 pkt proc. (do 2,25-2,5% na koniec roku), co – wraz z pogorszeniem się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego oraz zmianami w polityce handlowej największych państw – przyczyniło się do pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych, w tym wyraźnego spadku cen akcji. Niekorzystnie na nastroje na rynkach finansowych w strefie euro oddziaływała dodatkowo podwyższona niepewność związana z perspektywami polityki fiskalnej we Włoszech oraz negocjacjami dotyczącymi wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Pomimo tych uwarunkowań, kurs złotego pozostał w omawianym okresie stabilny.

Pomimo pogorszenia się koniunktury w gospodarce światowej, wzrost gospodarczy w Polsce w II połowie roku był wysoki i zbliżony do obserwowanego w I połowie roku. Głównym czynnikiem wzrostu w dalszym ciągu był popyt konsumpcyjny, choć jego dynamika była nieco niższa niż w poprzednich kwartałach. Wzrost konsumpcji był nadal wspierany przez zwiększające się płace i zatrudnienie oraz utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednak w ostatnich miesiącach roku dynamika zatrudnienia stopniowo się obniżała. W II połowie roku znaczący wkład do wzrostu PKB miały również inwestycje, przy czym silnie rosnącym inwestycjom publicznym towarzyszyło wyraźne ożywienie inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Wzrostowi inwestycji w dalszym ciągu sprzyjały korzystne perspektywy popytu, absorpcja środków unijnych oraz wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Towarzyszył temu stabilny wzrost akcji kredytowej dla sektora niefinansowego. Jednocześnie w II połowie roku dynamika eksportu była niższa niż w 2017 r., do czego przyczyniło się pogorszenie koniunktury w strefie euro, zwłaszcza w Niemczech, natomiast dynamika importu – w warunkach dalszego wzrostu popytu wewnętrznego – pozostała wysoka. W efekcie wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w II połowie 2018 r. nieznacznie ujemny.

W omawianym okresie inflacja pozostała umiarkowana, a pod koniec roku nastąpił jej spadek związany z obniżeniem się dynamiki cen energii (w ślad za spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych) oraz cen żywności. W efekcie inflacja CPI obniżyła się z 2,0% r/r w lipcu do 1,1% r/r w grudniu. Obniżenie się inflacji nastąpiło w warunkach umiarkowanej wewnętrznej presji popytowej oraz spadku inflacji w strefie euro. W tych warunkach inflacja bazowa pozostała niska, na co złożył się spadek dynamiki cen usług przy nadal niskiej – chociaż stopniowo rosnącej – dynamice cen towarów nieżywnościowych.

Biorąc pod uwagę napływające w II półroczu informacje Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,5%. Za stabilizacją stóp procentowych przemawiała umiarkowana inflacja utrzymująca się w warunkach korzystnej koniunktury oraz braku nierównowag makroekonomicznych, a także prognozy wskazujące, że pozostawienie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie będzie sprzyjać utrzymaniu stabilności cen oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

3. Instrumenty polityki pieniężnej w 2018 r.

W 2018 r. NBP wykorzystywał zestaw instrumentów przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2018*.

Płynność sektora bankowego w 2018 r.

W 2018 r. NBP realizował politykę pieniężną w warunkach nadpłynności sektora bankowego³. Jej średni poziom w roku wyniósł 90 166 mln zł⁴ i był wyższy w porównaniu do 2017 r. o 16 534 mln zł, tj. o 22,5%.

Średni poziom nadpłynności w grudniu 2018 r. wyniósł 86 625 mln zł i był o 3 248 mln zł (tj. o 3,9%) wyższy niż w grudniu 2017 r.

Największy wpływ na kształtowanie płynności sektora bankowego w 2018 r. miały zmiany w poziomie pieniądza gotówkowego w obiegu oraz transakcje skupu walut obcych przeprowadzone przez NBP z Ministerstwem Finansów. Pierwszy z wyżej wymienionych czynników przyczynił się do spadku płynności sektora bankowego w ciągu roku o 21 412 mln zł. Przewaga dokonywanego przez NBP skupu walut obcych nad ich sprzedażą spowodowała natomiast wzrost płynności sektora bankowego o 15 984 mln zł.

Stopy procentowe NBP

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej były w 2018 r. stopy procentowe NBP. Stopa referencyjna NBP, określając rentowność operacji otwartego rynku, wpływała na oprocentowanie krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa depozytowa oraz stopa lombardowa NBP wyznaczały pasmo wahań stóp procentowych overnight na rynku międzybankowym.

Operacje otwartego rynku

W 2018 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej było dążenie do kształtowania stawki POLONIA⁵ w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Głównym instrumentem służącym realizacji wskazanego zadania były operacje otwartego rynku, przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego. Za ich pomocą bank centralny zarządzał płynnością sektora bankowego. Realizację celu operacyjnego polityki pieniężnej wspierały system rezerwy obowiązkowej oraz oferowane przez bank centralny operacje depozytowo-kredytowe.

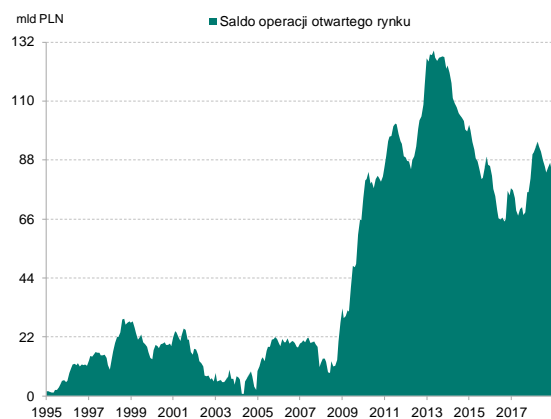
³ Nadpłynność sektora bankowego stanowi nadwyżkę środków pozostającą w sektorze bankowym ponad wymagany poziom rezerwy obowiązkowej. Miarą nadpłynności jest saldo przeprowadzanych przez NBP operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych.

⁴ W okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

⁵ Stawka POLONIA (*Polish Overnight Index Average*) wyznaczana jest jako średnia (ważona wolumenem poszczególnych transakcji) oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych zawartych na termin O/N w danym dniu roboczym do godziny 16.30.

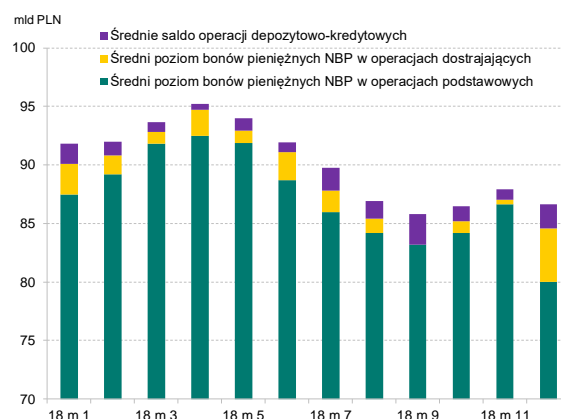
Za pomocą podstawowych operacji otwartego rynku bank centralny dążył do utrzymywania zbilansowanych warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Jednocześnie rentowności poszczególnych operacji, równe obowiązującemu w dniu ich przeprowadzania poziomowi stopy referencyjnej NBP, bezpośrednio oddziaływały na cenę pieniądza wyznaczaną na rynku międzybankowym (w tym na stawkę POLONIA).

Wykres 1 Średnie w miesiącu saldo operacji otwartego rynku w latach 1995-2018



Źródło: dane NBP.

Wykres 2 Instrumenty absorbujące nadpłynność w poszczególnych miesiącach w 2018 r.



Źródło: dane NBP.

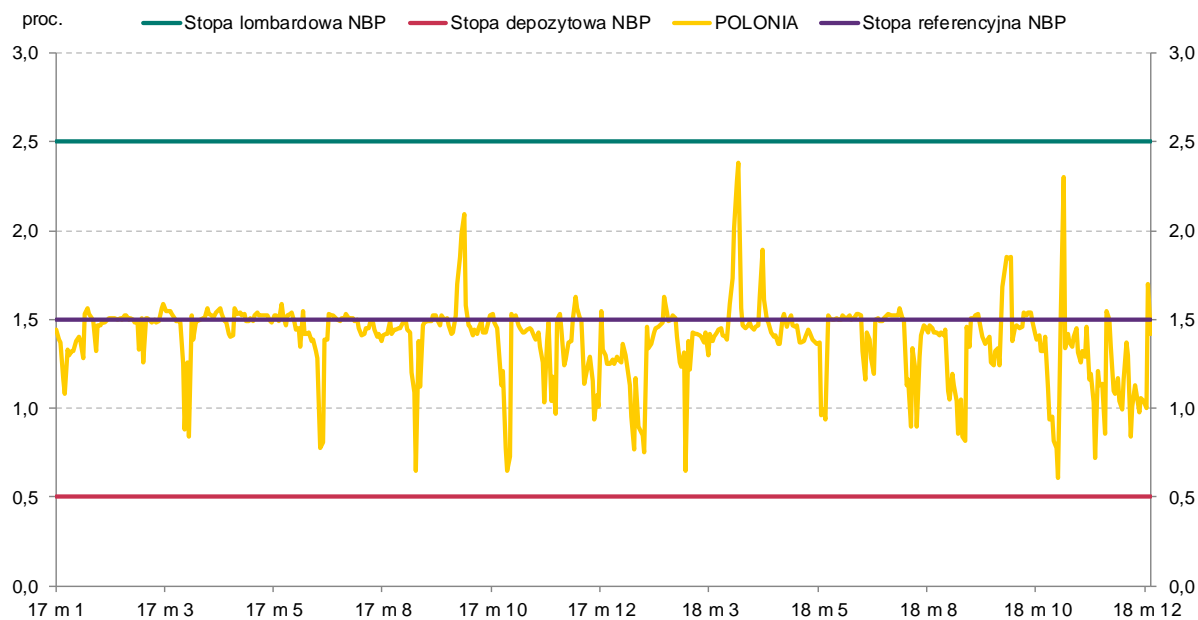
Operacje podstawowe stosowane były w 2018 r. regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności. Za pomocą operacji podstawowych bank centralny absorbował większość nadpłynności utrzymującej się w sektorze bankowym. W 2018 r. średni poziom bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych wyniósł 87 137 mln zł i był wyższy w porównaniu z 2017 r. o 16 047 mln zł (Wykres 1).

Poza operacjami podstawowymi NBP w 2018 r. stosował również operacje dostrajające, które pełniły rolę uzupełniającą w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przestanką dla ich stosowania było dążenie banku centralnego do zapewnienia na rynku międzybankowym warunków sprzyjających realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Rentowności poszczególnych operacji dostrajających były równe poziomowi stopy referencyjnej NBP i – w sposób analogiczny jak w przypadku rentowności operacji podstawowych – wpływały na cenę pieniądza na rynku międzybankowym.

W 2018 r. NBP przeprowadził 11 operacji dostrajających w ostatnich dniach roboczych okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ponadto 8-krotnie bank centralny zdecydował się na zastosowanie operacji dostrajających w trakcie okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W ramach drugiego z wymienionych rodzajów operacji emitowane były przez NBP bony pieniężne z terminami zapadalności 1-, 2-, 3- i 4-dniowymi. Średni poziom operacji dostrajających wyniósł w 2018 r. 1 659 mln zł i był niższy niż w 2017 r. o 37 mln zł (Wykres 2).

W 2018 r. średnie absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP wyniosło 21 pb, w porównaniu do 12 pb odnotowanych w 2017 r.⁶ (Wykres 3).

Wykres 3 Stopy procentowe NBP oraz stawka POLONIA w latach 2017-2018



Źródło: dane NBP.

Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej sprzyjał realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Uśredniony charakter systemu rezerwy obowiązkowej stwarzał podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w poszczególnych dniach okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków na rachunkach w NBP na poziomie nie niższym od wartości rezerwy wymaganej. Jednocześnie obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ograniczał skalę operacji otwartego rynku NBP konieczną do absorpcji nadpłynności utrzymującej się w 2018 r. w sektorze bankowym.

W 2018 r. obowiązki utrzymania rezerwy obowiązkowej podlegały banki, oddziały instytucji kredytowych, oddziały banków zagranicznych działające w Polsce, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa.

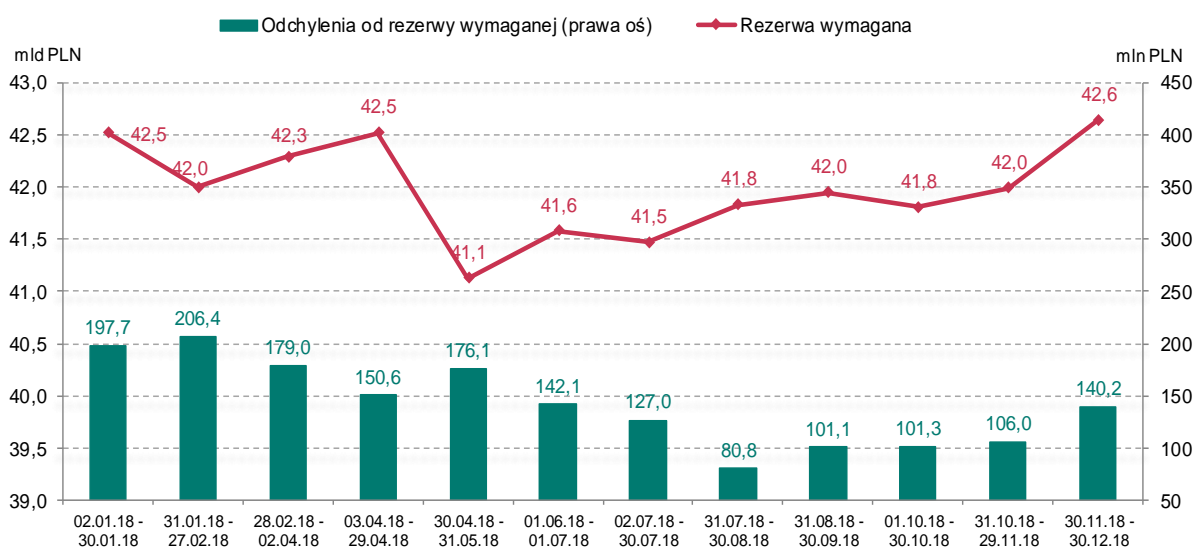
Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej w 2018 r. wynosiła 3,5% od wszystkich zobowiązań stanowiących podstawę naliczania rezerwy, z wyjątkiem środków uzyskanych z tytułu transakcji *repo* i *sell-buy-back* oraz środków pozyskanych co najmniej na 2 lata (od dnia 1 marca 2018 r.), w przypadku których analogiczny parametr wynosił 0,0%.

⁶ Przytoczony wskaźnik obliczono jako średnie dzienne absolutne odchylenie stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP (uśredniony moduł różnicy) przeliczone według bazy 365 dni.

Oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej, zgodnie z decyzją Rady Polityki Pieniężnej z dnia 5 grudnia 2017 r., wynosiło w 2018 r. 0,5%.

Na dzień 31 grudnia 2018 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie 43 196 mln zł, w tym rezerwa obowiązkowa systemu bankowego wynosiła 42 962 mln zł, a rezerwa obowiązkowa spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej 234 mln zł. Rezerwa obowiązkowa ogółem była wyższa w porównaniu do stanu na dzień 31 grudnia 2017 r. o 615 mln zł, co oznacza wzrost o 1,4% (w porównaniu do 6,4% wzrostu rok do roku osiągniętego w 2017 r.).

Wykres 4 Zmiany wielkości rezerwy obowiązkowej i odchylenia od rezerwy wymaganej w 2018 r.



Źródło: dane NBP.

Głównym czynnikiem wpływającym na zmianę wskazanej pozycji *in plus* w 2018 r. był wzrost depozytów w sektorze bankowym, od których naliczana była rezerwa obowiązkowa. W kierunku ograniczenia poziomu rezerwy obowiązkowej oddziaływało zaś obniżenie do poziomu 0,0% (od dnia 1 marca 2018 r.) stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata oraz zwolnienie przez Zarząd NBP z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej 3 banków komercyjnych i 1 banku spółdzielczego⁷.

W 2018 r. we wszystkich okresach rezerwowych odnotowana została niewielka nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów w porównaniu z wymaganym poziomem rezerwy obowiązkowej (Wykres 4). Jej minimalna wartość została osiągnięta w sierpniu (81 mln zł), a maksymalna – w lutym (206 mln zł). Przeciętna nadwyżka średniego stanu środków na rachunkach podmiotów rezerwy w 2018 r. wyniosła 142 mln zł i stanowiła 0,33% średniego poziomu wymaganej

⁷ W 2018 r. Zarząd NBP podjął decyzję o kontynuacji całkowitego zwolnienia jednego z banków spółdzielczych z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu postępowania naprawczego oraz o wprowadzeniu częściowego zwolnienia z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej dla 3 banków komercyjnych, będących w okresie wdrożenia planów naprawy.

rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie odnotowano 3 przypadki nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy obowiązkowej przez 2 banki komercyjne i 1 bank spółdzielczy.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe (depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy) pełniły rolę instrumentów stabilizujących poziom płynności w sektorze bankowym oraz skalę wahań stóp rynku międzybankowego. Operacje te przeprowadzane były z inicjatywy banków. Przy ich wykorzystaniu wspomniane podmioty uzupełniały niedobory płynności bądź lokowały nadwyżki środków w NBP, w obu przypadkach na okresy jednodniowe.

Stopa oprocentowania kredytu lombardowego, wyznaczająca maksymalną cenę pozyskania pieniądza w NBP, określała górną granicę wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym. Z kolei stopa depozytowa stanowiła ograniczenie korytarza ich odchyleń od dołu.

W 2018 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki sporadycznie korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła 57 mln zł (liczona za dni jego wykorzystania) w porównaniu do kwoty 13 mln zł w 2017 r.

W 2018 r. banki złożyły lokaty terminowe (depozyty na koniec dnia) w NBP ogółem w kwocie 497 mld zł (liczone za dni ich utrzymywania). Wspomniana wartość była o około 61,0% wyższa od analogicznej pozycji uzyskanej w roku poprzednim (tj. 309 mld zł). Łączna wysokość lokat składanych przez banki w danym dniu wahała się od 60 mln zł do 22 299 mln zł. Najwyższe kwoty środków banki lokowały w formie depozytu na koniec dnia w ostatnich dniach okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Swapy walutowe

Wykorzystując transakcje typu swap walutowy, NBP może dokonywać kupna (lub sprzedaży) złotego za walutę obcą na rynku kasowym, przy jednoczesnej jego odsprzedaży (lub odkupie) w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

W 2018 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

Interwencje walutowe

W ramach obowiązującej strategii polityki pieniężnej NBP może dokonywać zakupu bądź sprzedaży na rynku walut obcych za złote.

W 2018 r. NBP nie przeprowadzał tego rodzaju operacji.

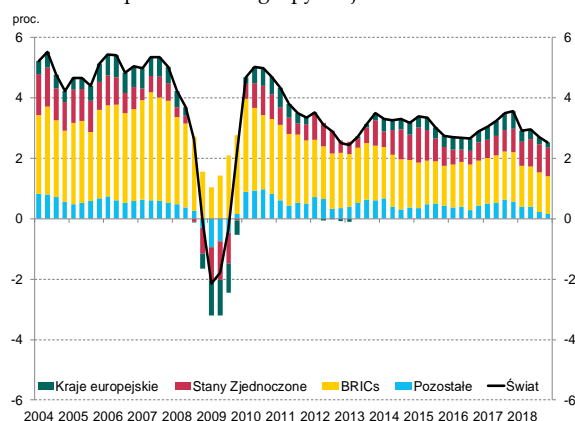
Załącznik 1. Otoczenie polskiej gospodarki

W 2018 r. koniunktura gospodarcza na świecie była korzystna, choć tempo wzrostu gospodarczego na świecie stopniowo się obniżało, co dotyczyło przede wszystkim strefy euro oraz części krajów azjatyckich (Wykres 5, Wykres 6). Korzystnej koniunkturze sprzyjał rosnący popyt konsumpcyjny oraz aktywność inwestycyjna w wielu krajach. Jednocześnie w kierunku osłabienia wzrostu oddziaływało osłabienie w handlu światowym oraz obniżenie wzrostu produkcji przemysłowej.

W strefie euro dynamika PKB w 2018 r. – po silnym wzroście w 2017 r. – obniżyła się. Spowolnienie wzrostu PKB wynikało przede wszystkim z niższego wkładu eksportu netto do wzrostu gospodarczego, związanego z osłabieniem dynamiki sprzedaży za granicę. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostał natomiast popyt wewnętrzny, któremu sprzyjał systematyczny wzrost zatrudnienia i płac oraz wciąż ekspansywna polityka pieniężna EBC. Jednocześnie dynamika PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – mimo słabszego wzrostu gospodarczego w strefie euro i pewnego spowolnienia w porównaniu z 2017 r. – pozostała wysoka, a głównym czynnikiem wspierającym koniunkturę w tych gospodarkach był popyt wewnętrzny.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura w 2018 r. pozostała dobra. Największy wkład do wzrostu PKB miał nadal popyt konsumpcyjny. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyjała dobra koniunktura na rynku pracy, rosnące inwestycje przedsiębiorstw oraz obniżenie części podatków. Tymczasem w wielu gospodarkach wschodzących (w tym m.in. w Argentynie, Chinach, Indiach, Turcji i RPA) wzrost gospodarczy w ciągu 2018 r. stopniowo się obniżał. Dynamika PKB w Chinach w całym roku spowolniła do najniższego poziomu od 1990 r.

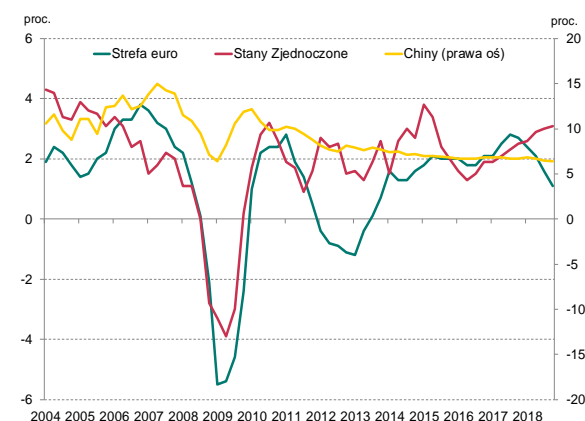
Wykres 5 Roczna dynamika PKB na świecie w latach 2004-2018 z podziałem na grupy krajów



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

Średnia dynamika PKB gospodarek stanowiących 80% światowego PKB (Australii, Brazylii, Chin, Francji, Hiszpanii, Indii, Indonezji, Japonii, Kanady, Korei, Meksyku, Niemiec, Rosji, Stanów Zjednoczonych, Szwajcarii, Turcji, Wielkiej Brytanii i Włoch), ważona PKB.

Wykres 6 Roczna dynamika PKB w wybranych gospodarkach w latach 2004-2018



Źródło: dane Bloomberg.

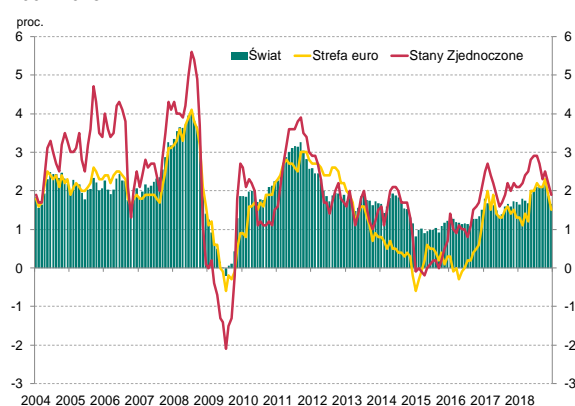
Przez większą część 2018 r. inflacja na świecie – w tym przede wszystkim w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki – pozostała umiarkowana, jednak podlegała wahaniom wynikającym w dużym stopniu ze zmian cen surowców energetycznych na rynkach światowych (Wykres 7, Wykres 8).

W strefie euro dynamika cen w 2018 r. wyniosła średnio 1,8%, a inflacja bazowa pozostała umiarkowana. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja wciąż była wyższa niż w wielu innych gospodarkach rozwiniętych.

W warunkach korzystnej koniunktury na świecie popyt na surowce energetyczne w 2018 r. pozostał wysoki, a w efekcie ceny tych surowców na rynkach światowych przez większą część roku rosły. Dotyczyło to w szczególności cen ropy naftowej, które od początku roku do października 2018 r. wzrosły o blisko 30%, czemu sprzyjały także – oprócz korzystnej koniunktury gospodarczej na świecie – napięta sytuacja polityczna na Bliskim Wschodzie oraz ograniczenia produkcji tego surowca przez część krajów eksportujących ropę naftową (tzw. OPEC+). Jednak w ostatnich miesiącach 2018 r. ceny ropy naftowej na rynkach światowych wyraźnie się obniżyły, co wynikało ze wzrostu światowych zapasów tego surowca, związanego ze zwiększającym się jego wydobyciem w Stanach Zjednoczonych, a także obaw o spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego oraz czasowego wyłączenia kilku państw z sankcji Stanów Zjednoczonych na import ropy z Iranu. W ślad za spadkiem cen ropy naftowej pod koniec roku obniżyły się również ceny innych surowców energetycznych, w tym gazu ziemnego i węgla kamiennego.

Jednocześnie dynamika cen większości surowców rolnych w 2018 r. rosła, co było związane z wyższymi kosztami produkcji i suszą występującą w wielu krajach.

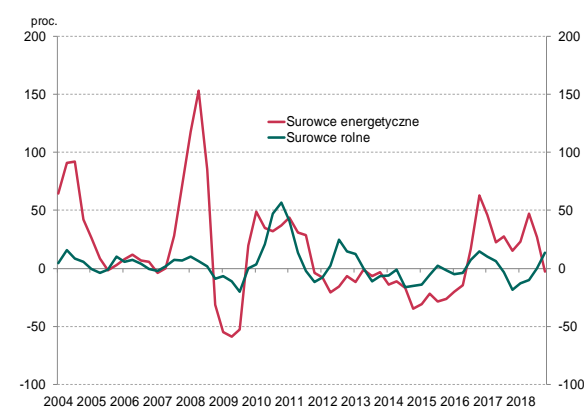
Wykres 7 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r) w latach 2004-2018



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 8 Roczna dynamika cen surowców energetycznych i rolnych w dolarach amerykańskich w latach 2004-2018



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odzwiercudnia strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych. W skład indeksu cen surowców energetycznych wchodzi ceny: węgla, ropy i gazu. System wag odzwiercudnia strukturę zużycia nośników energii pierwotnej w gospodarce polskiej.

W 2018 r. polityka pieniężna w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostała ekspansywna. EBC utrzymywał w 2018 r. stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Ponadto w I połowie 2018 r. EBC sygnalizował, że stopy procentowe pozostaną niezmienione jeszcze przez dłuższy czas, a w czerwcu 2018 r. zapowiedział utrzymanie stóp procentowych bez zmian przynajmniej do lata 2019 r.⁸ W 2018 r. EBC kontynuował również program skupu aktywów finansowych, choć w

⁸ W marcu 2019 r. EBC zapowiedział prawdopodobne utrzymanie stóp procentowych bez zmian przynajmniej do końca 2019 r.

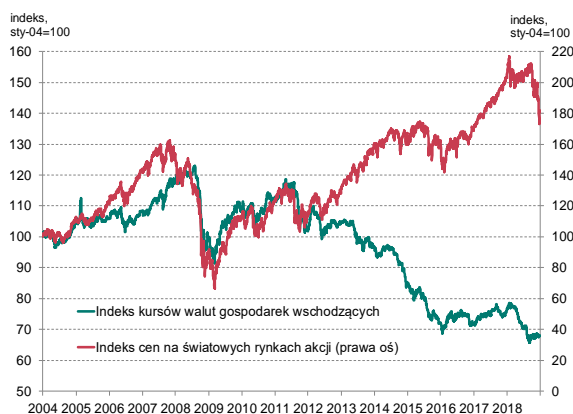
mniejszej skali niż w poprzednich latach, a w grudniu 2018 r. zakończył zakupy netto w ramach tego programu. EBC zapowiedział, że będzie reinwestował w całości raty kapitałowe z zakupionych papierów wartościowych jeszcze przez dłuższy czas po ewentualnym rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych.

Z kolei w Stanach Zjednoczonych Fed kontynuował stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. W 2018 r. czterokrotnie podniósł przedział dla stopy procentowej (każdorazowo o 0,25 pkt proc.) – do 2,25-2,50%. Ponadto Fed stopniowo zmniejszał swoją sumę bilansową, ograniczając reinwestycje aktywów zakupionych w ramach przeprowadzanych wcześniej programów luzowania ilościowego.

Nastroje na światowych rynkach finansowych w 2018 r. pogorszyły się (Wykres 9, Wykres 10). W kierunku wzrostu niepewności na rynkach oddziaływały zmiany w polityce handlowej największych państw, sytuacja polityczna i perspektywy polityki fiskalnej we Włoszech oraz negocjacje dotyczące wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Niekorzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych wpływało również zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed, a w II połowie roku dodatkowo pogorszenie bieżącej i oczekiwanej koniunktury gospodarczej na świecie. W tych warunkach ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych w 2018 r. obniżyły się. Wobec zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed rentowności obligacji w Stanach Zjednoczonych wzrosły. Natomiast w największych krajach strefy euro – z wyjątkiem Włoch – rentowności obniżyły się pod wpływem nasilenia oczekiwań na utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej przez EBC.

Pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych znalazło również odzwierciedlenie w spadku cen akcji, wzroście rentowności obligacji i osłabieniu kursów walut wielu pozaeuropejskich gospodarek wschodzących (w tym szczególnie w Argentynie i Turcji).

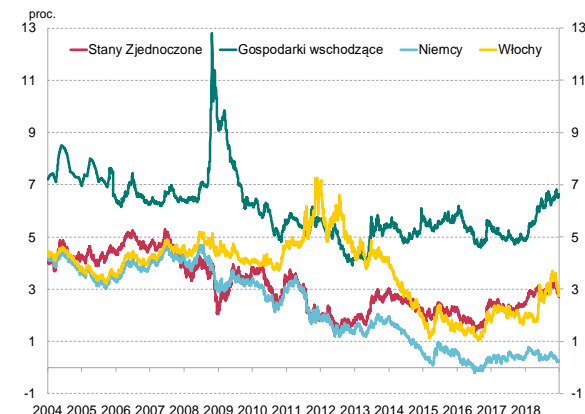
Wykres 9 Indeks cen na światowych rynkach akcji oraz kursy walut gospodarek wschodzących w latach 2004-2018



Źródło: dane Bloomberg i MFW, obliczenia NBP.

Indeks cen na światowych rynkach akcji to MSCI (Morgan Stanley Capital International) World Index. Indeks kursów walut gospodarek wschodzących to JP Morgan Emerging Markets Currency Index. Wzrost oznacza aprecjację.

Wykres 10 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Niemiec i Stanów Zjednoczonych w latach 2004-2018

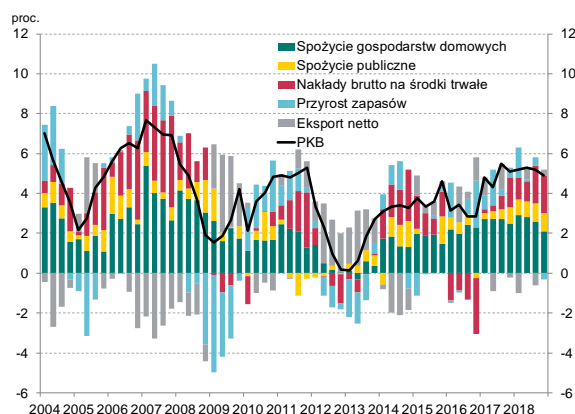


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Załącznik 2. Produkt Krajowy Brutto

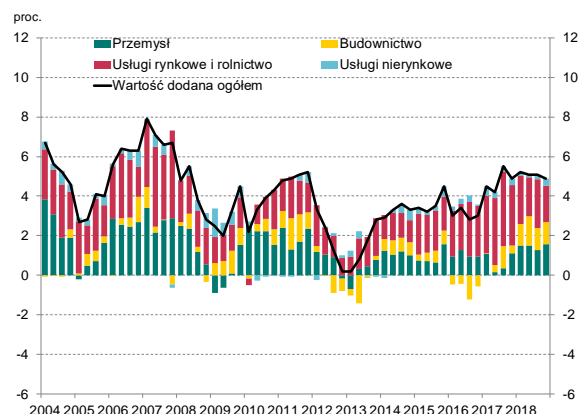
W 2018 r. wzrost realnego PKB wyniósł 5,1% (wobec 4,9% w 2017 r.; Wykres 11, Tabela 1). Głównym źródłem wzrostu gospodarczego był rosnący popyt konsumpcyjny, przy czym znaczny wkład do wzrostu PKB miały też inwestycje. Towarzyszył temu wzrost eksportu, jednak jego dynamika była niższa niż w 2017 r. Równocześnie nadal rósł import, choć jego wzrost także się obniżył. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB był nieznacznie ujemny.

Wykres 11 Roczna dynamika PKB i jej struktura w latach 2004-2018



Źródło: dane GUS.

Wykres 12 Roczna dynamika wartości dodanej i jej struktura w latach 2004-2018



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną.

Dynamika spożycia gospodarstw domowych w 2018 r. pozostała wysoka i wyniosła 4,5% (wobec również 4,5% w 2017 r.). Pozytywnie na wzrost konsumpcji oddziaływały rosnące płace i zatrudnienie, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wzrost kredytów konsumpcyjnych.

W 2018 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie wzrosła (do 8,7% wobec 4,0% w 2017 r.). Ożywienie inwestycji wynikało w dużej mierze ze wzrostu inwestycji sektora publicznego, zwłaszcza jednostek samorządu terytorialnego, w tym współfinansowanych ze środków unijnych. Inwestycje przedsiębiorstw również istotnie wzrosły, szczególnie silnie w II połowie 2018 r., czemu sprzyjały korzystne perspektywy popytu, bardzo dobra koniunktura gospodarcza i wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych. Także dynamika inwestycji mieszkaniowych była wysoka, na co miał wpływ silny popyt na mieszkania, związany m.in. z bardzo dobrą sytuacją pracowników na rynku pracy i optymistycznymi nastrojami gospodarstw domowych.

W 2018 r. zwiększył się istotnie eksport, choć jego dynamika obniżyła się (do 6,3% z 9,5% w 2017 r.) wskutek osłabienia wzrostu handlu światowego oraz spowolnienia wzrostu PKB strefy euro. Dynamika importu również się obniżyła (wyniosła 7,1% wobec 9,8% w 2017 r.), jednak była wyższa niż dynamika eksportu. W efekcie wkład eksportu netto do dynamiki PKB był nieznacznie ujemny.

Dekompozycja sektorowa dynamiki wartości dodanej wskazuje, że w 2018 r. – podobnie jak w poprzednim roku – wzrost aktywności gospodarczej dotyczył wszystkich sektorów (Wykres 12). Największy wkład do wzrostu gospodarczego miały usługi, choć dynamika wartości dodanej w tym sektorze obniżyła się po silnym wzroście w 2017 r. Równocześnie utrzymała się bardzo dobra koniunktura w przemyśle. Wyraźnie przyspieszył wzrost wartości dodanej w budownictwie, co wynikało przede wszystkim z szybkiego wzrostu produkcji w budownictwie infrastrukturalnym.

Tabela 1 PKB i jego komponenty w latach 2010-2018

	2018		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018			
	Ceny bieżące (mld PLN)	proc. PKB	Roczna dynamika (w proc., ceny stałe roku poprzedniego)												
			Q1	Q2	Q3	Q4									
PKB	2115,7	100,0	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	5,2	5,3	5,2	4,9
Popyt krajowy	2043,3	96,6	4,2	4,2	-0,5	-0,6	4,8	3,3	2,3	4,9	5,5	6,6	4,9	6,1	4,8
Spożycie	1606,3	75,9	2,8	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,5	4,6	4,5	4,3
Spożycie gospodarstw domowych	1216,4	57,5	2,6	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,6	4,8	4,4	4,2
Akumulacja	437,0	20,7	9,4	12,8	-3,9	-5,8	12,8	4,9	-2,0	7,9	9,6	19,1	5,9	12,4	6,1
Nakłady brutto na środki trwałe	384,7	18,2	0,0	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	9,6	6,0	11,3	8,2
Eksport	1170,2	55,3	13,1	7,9	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,8	8,1	5,3	7,9
Import	1097,8	51,9	14,3	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,1	7,6	7,0	7,8
Wartość dodana	1851,7	87,5	3,5	5,0	1,7	1,5	3,3	3,7	3,0	4,8	5,1	5,2	5,1	5,1	4,9
Przemysł	474,7	22,4	8,4	7,9	2,8	0,9	4,5	3,8	3,9	2,5	5,6	5,4	6,3	5,3	5,6
Budownictwo	148,1	7,0	4,9	13,5	-4,0	-5,0	9,0	6,4	-8,5	6,8	17,1	24,7	21,0	14,0	13,6
Usługi rynkowe i rolnictwo	970,2	45,9	1,9	3,4	2,6	2,9	2,3	3,7	4,9	6,3	4,1	4,7	3,5	4,5	3,7
Usługi nierynkowe	258,7	12,2	-0,3	1,1	0,1	0,9	1,7	2,0	1,3	2,4	1,8	1,2	1,1	1,8	2,8
Wkład do rocznej dynamiki PKB (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)															
Popyt krajowy	-	-	4,2	4,3	-0,5	-0,6	4,6	3,2	2,3	4,6	5,3	6,2	4,7	5,8	4,6
Spożycie	-	-	2,3	1,6	0,4	0,6	2,2	2,2	2,7	3,1	3,4	3,6	3,6	3,5	3,0
Spożycie gospodarstw domowych	-	-	1,6	2,0	0,5	0,2	1,5	1,8	2,3	2,6	2,6	2,9	2,8	2,6	2,1
Akumulacja	-	-	1,9	2,7	-0,9	-1,2	2,4	1,0	-0,4	1,5	1,9	2,6	1,1	2,3	1,6
Nakłady brutto na środki trwałe	-	-	0,0	1,8	-0,4	-0,2	1,9	1,2	-1,6	0,7	1,5	1,1	1,0	1,9	1,9
Eksport netto	-	-	-0,6	0,7	2,1	2,0	-1,4	0,6	0,8	0,3	-0,2	-1,0	0,6	-0,6	0,3
Wkład do rocznej dynamiki wartości dodanej (w pkt proc., ceny stałe roku poprzedniego)															
Przemysł	-	-	2,1	2,0	0,7	0,2	1,1	1,0	1,0	0,7	1,5	1,5	1,5	1,3	1,6
Budownictwo	-	-	0,4	1,1	-0,3	-0,4	0,7	0,5	-0,7	0,5	1,2	1,1	1,5	1,1	1,1
Usługi rynkowe i rolnictwo	-	-	1,0	1,7	1,3	1,5	1,2	1,9	2,5	3,3	2,2	2,4	2,0	2,5	1,8
Usługi nierynkowe	-	-	0,0	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

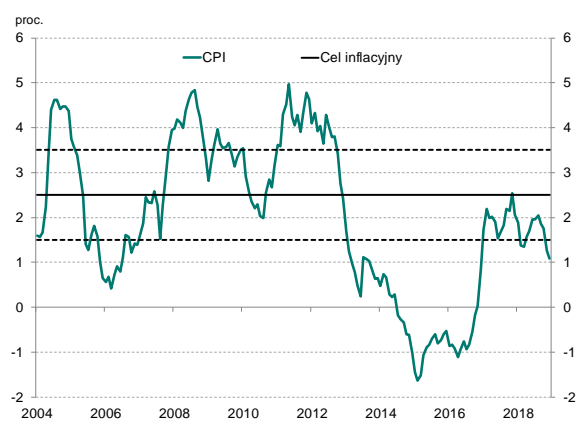
Usługi rynkowe i rolnictwo obejmują sekcje A i G-N klasyfikacji PKD: rolnictwo, handel, transport, zakwaterowanie i gastronomię, informację i komunikację, działalność finansową i ubezpieczeniową, obsługę rynku nieruchomości, działalność profesjonalną, naukową i techniczną oraz administrowanie i działalność wspierającą.

Usługi nierynkowe obejmują sekcje O, P i Q klasyfikacji PKD: administrację publiczną i obronę narodową, obowiązkowe zabezpieczenia społeczne, edukację, a także ochronę zdrowotną i pomoc społeczną. Wkłady do dynamiki PKB i dynamiki wartości dodanej mogą nie sumować się do łącznej dynamiki PKB i dynamiki wartości dodanej ze względu na zaokrąglenia.

Załącznik 3. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

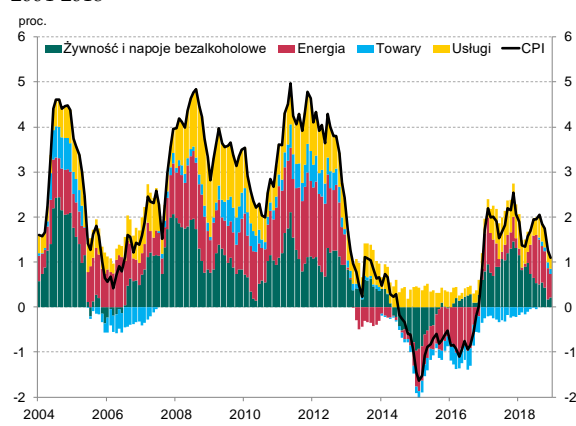
Średnioroczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2018 r. wyniosła 1,6% (wobec 2,0% w 2017 r.), pozostając w przedziale odchyień od celu inflacyjnego (2,5% plus/minus 1 punkt procentowy; Wykres 13).

Wykres 13 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych na tle celu inflacyjnego w latach 2004-2018



Źródło: dane GUS.

Wykres 14 Roczna dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii cen do dynamiki CPI w latach 2004-2018



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

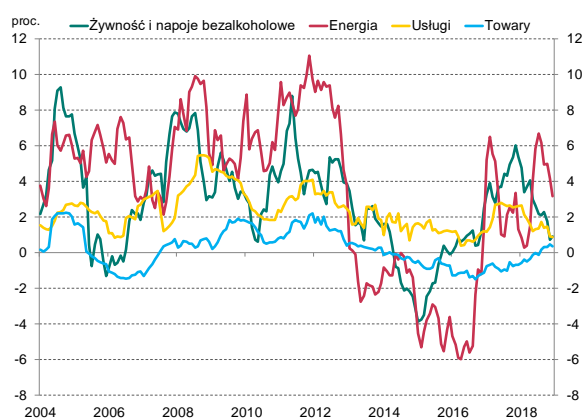
Ze względu na stabilizację wewnętrznej presji popytowej i umiarkowaną dynamikę cen za granicą inflacja bazowa w 2018 r. pozostała niska, a jej wkład do dynamiki CPI nie zmienił się w porównaniu z 2017 r. (Tabela 2). Jednocześnie w kierunku niższej niż w 2017 r. inflacji CPI oddziaływał spadek dynamiki cen żywności, przy nieco wyższej niż w poprzednim roku dynamice cen energii (Wykres 14).

Dynamika cen żywności w kolejnych miesiącach 2018 r. systematycznie się obniżala i średnio w całym roku była wyraźnie niższa niż w roku poprzednim (Wykres 15). Spowolnienie wzrostu cen żywności było efektem przede wszystkim spadku dynamiki cen mięsa i owoców spowodowanego wzrostem ich podaży. W mniejszym stopniu przyczyniła się do tego niższa dynamika cen tłuszczów i spadek cen cukru. Natomiast w kierunku wyższej dynamiki cen żywności oddziaływał wzrost cen pieczywa następujący w warunkach rosnących kosztów produkcji oraz ceny warzyw przyspieszające na skutek występującej w 2018 r. w wielu krajach suszy.

W 2018 r. nieznacznie wzrosła natomiast dynamika cen energii. Było to związane z wyższą roczną dynamiką cen ropy naftowej i gazu ziemnego. Rosły również ceny węgla kamiennego, jednak wolniej niż w poprzednim roku. W ślad za zmianami cen tych surowców, dynamika cen energii od początku roku do lipca rosła, po czym – ze względu na spadki cen surowców energetycznych – zaczęła się stopniowo obniżać.

Inflacja bazowa⁹ w 2018 r. ustabilizowała się na niskim poziomie, na co złożył się spadek dynamiki cen usług oraz wzrost dynamiki cen towarów (Wykres 16). Istotne obniżenie się tempa wzrostu cen usług wynikało przede wszystkim ze spadku cen usług telekomunikacyjnych¹⁰ i ubezpieczeń. Natomiast dynamika cen towarów rosła i w II połowie 2018 r. po raz pierwszy od kilku lat była dodatnia.

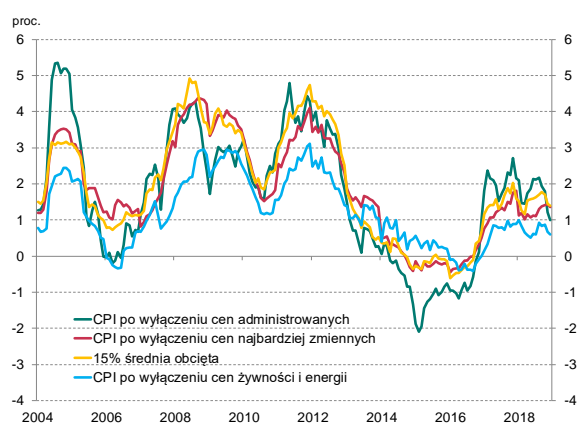
Wykres 15 Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, energii, towarów oraz usług w latach 2004-2018



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Kategoria Energia obejmuje nośniki energii (energia elektryczna i ciepła, gaz oraz opał), a także paliwa silnikowe do prywatnych środków transportu; kategoria Towary obejmuje pozostałe towary (nieuwzględnione w kategoriach Żywność i napoje bezalkoholowe oraz Energia).

Wykres 16 Wskaźniki inflacji bazowej w latach 2004-2018 (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁹ CPI po wyłączeniu cen towarów żywnościowych i energii.

¹⁰ W tym na skutek promocji cenowych w zakresie usług telefonii komórkowej i internetu oraz usług telewizyjnych.

Tabela 2 Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wkład głównych grup do rocznej dynamiki CPI

	Wagi 2018 proc.	Roczna dynamika (w proc.) 2018												średnio w 2018 r.	średnio w 2017 r.
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII		
CPI	100,0	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	1,6	2,0
Inflacja bazowa	59,4	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7
Towary	30,5	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,0	-0,8
Usługi	28,9	2,7	2,1	1,9	1,6	1,2	1,3	1,4	1,7	1,4	1,5	0,9	0,9	1,5	2,4
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	4,8	3,4	3,7	4,1	3,0	2,7	2,2	2,1	2,3	1,8	0,7	0,9	2,6	4,2
Przetworzona	13,3	4,7	4,0	3,7	4,1	3,5	3,5	3,2	2,6	2,5	2,3	1,2	1,2	3,0	3,9
Mleko, sery i jaja	3,2	10,3	8,7	7,9	7,9	7,2	6,7	6,2	5,5	4,9	3,8	-1,1	-2,1	5,4	5,9
Oleje i tłuszcze	1,1	14,3	11,3	10,7	13,3	11,1	12,7	10,0	5,1	1,7	-0,3	-1,8	-1,5	6,8	16,0
Nieprzetworzona	11,1	4,9	2,6	3,7	3,9	2,4	1,6	1,0	1,4	2,0	1,1	0,1	0,5	2,1	4,7
Mięso	6,2	4,3	3,7	3,9	3,0	1,5	1,6	0,8	0,7	1,2	0,8	0,0	-0,4	1,7	4,8
Warzywa	2,5	2,7	-4,9	-0,2	2,3	4,1	2,5	4,8	8,6	10,2	10,0	9,4	10,1	4,7	2,9
Owoce	1,6	12,6	12,6	10,9	11,5	3,8	0,4	-3,8	-5,3	-5,9	-11,0	-14,3	-12,0	-0,1	8,0
Energia	16,2	0,8	0,3	0,4	1,5	4,1	5,8	6,7	6,2	4,9	5,0	4,2	3,2	3,6	3,2
Nośniki energii	11,1	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	2,1	1,8	1,4	1,2	1,1	1,6	1,6
Paliwa	5,1	-1,0	-2,8	-2,3	1,4	9,2	15,2	18,0	15,3	12,0	12,8	10,6	7,6	7,8	7,2
wg 12 grup COICOP															
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	4,8	3,4	3,7	4,1	3,0	2,6	2,2	2,1	2,3	1,8	0,7	0,9	2,6	4,2
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,2	1,2	1,0	0,9	1,7	1,6	1,8	1,8	1,8	1,6	1,5	1,7	1,4	1,5	1,0
Odzież i obuwie	5,4	-4,5	-4,2	-3,7	-3,8	-3,8	-4,2	-4,2	-3,4	-3,3	-2,9	-2,7	-2,7	-3,6	-5,2
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,4	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	2,1	1,9
Wypożyczenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,3	0,3	0,5	0,0	0,5	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	1,1	0,7	0,3
Zdrowie	5,7	1,8	1,9	1,4	1,4	2,4	2,2	1,7	1,8	2,1	2,1	2,9	2,9	2,0	1,2
Transport	8,7	-1,2	-2,0	-1,9	-0,1	4,8	8,6	10,1	8,5	7,0	7,5	6,1	4,0	4,2	3,8
Łączność	4,9	2,0	0,6	0,6	0,1	-1,9	-1,6	-1,7	-0,9	-3,6	-3,6	-5,9	-6,1	-1,8	0,7
Rekreacja i kultura	6,9	2,5	1,5	1,0	0,9	1,0	0,7	1,2	1,6	1,8	1,9	0,7	0,9	1,3	1,4
Edukacja	1,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,6	2,8	3,0	3,0	2,4	1,2
Restauracje i hotele	5,7	3,0	3,0	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,2
Inne towary i usługi	5,6	-0,2	0,1	-0,4	-0,7	-1,2	-0,9	-1,6	-0,6	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	2,2
Wkład do rocznej dynamiki CPI (w pkt proc.) 2018															
	Wagi 2018 proc.	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	średnio w 2018 r.	średnio w 2017 r.
CPI	100,0	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	1,6	2,0
Inflacja bazowa	59,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Towary	30,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2
Usługi	28,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,7
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	1,2	0,8	0,9	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,6	1,0
Przetworzona	13,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5
Mleko, sery i jaja	3,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2
Oleje i tłuszcze	1,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Nieprzetworzona	11,1	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,5
Mięso	6,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Warzywa	2,5	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1
Owoce	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1
Energia	16,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,7	0,9	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,5	0,6	0,5
Nośniki energii	11,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Paliwa	5,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,5	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
wg 12 grup COICOP															
Żywność i napoje bezalkoholowe	24,4	1,2	0,8	0,9	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,6	1,0
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	6,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Odzież i obuwie	5,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Wypożyczenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Zdrowie	5,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Transport	8,7	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,4	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,3
Łączność	4,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0
Rekreacja i kultura	6,9	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Edukacja	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restauracje i hotele	5,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Inne towary i usługi	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

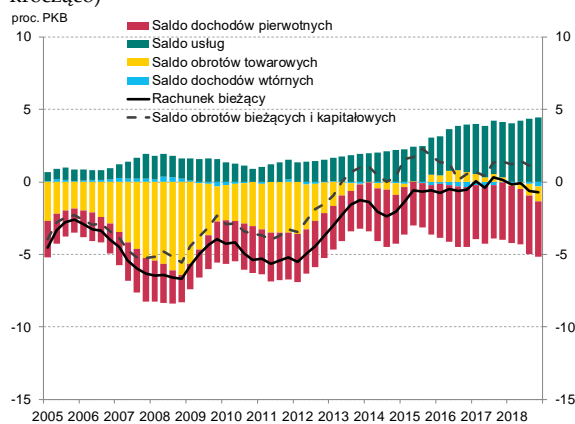
Źródło: Dane GUS i obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Podana w tabeli inflacja bazowa oznacza dynamikę CPI po wyłączeniu cen żywności i energii.

Załącznik 4. Bilans płatniczy

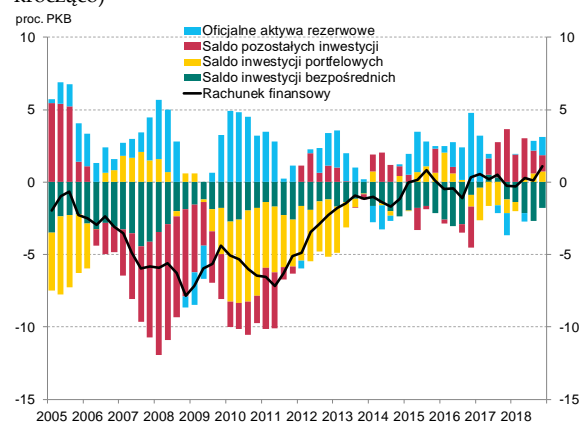
Kształtowanie się wskaźników nierównowagi zewnętrznej w 2018 r. potwierdzało wysoki stopień zrównoważenia polskiej gospodarki. W 2018 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB był niski i wyniósł 0,7% (wobec nadwyżki 0,2% rok wcześniej; Wykres 17). Niższe niż w 2017 r. saldo było związane przede wszystkim z obniżeniem się salda obrotów towarowych. Jednocześnie saldo obrotów bieżących i kapitałowych pozostało dodatnie, a zadłużenie zagraniczne obniżyło się.

Wykres 17 Saldo obrotów bieżących i kapitałowych oraz jego dekompozycja w latach 2005-2018 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS.

Wykres 18 Saldo rachunku finansowego oraz jego dekompozycja w latach 2005-2018 (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP i GUS.

Spadek salda obrotów towarowych w 2018 r. wynikał z obniżenia się dynamiki wartości eksportu w warunkach pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Wzrost wartości importu również spowolnił. Jednak, wskutek utrzymującego się wysokiego wzrostu popytu wewnętrznego oraz wzrostu cen surowców, dynamika importu przewyższała tempo wzrostu eksportu, co oddziaływało w kierunku obniżenia salda obrotów towarowych. Jednocześnie w 2018 r. nadwyżka w handlu usługami była wysoka i dalej rosła, natomiast saldo dochodów pierwotnych pozostało wyraźnie ujemne na skutek utrzymującego się wysokiego poziomu dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich.

Mimo obniżenia się salda rachunku obrotów bieżących, łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego było dodatnie (wyniosło 1,3% PKB) i zbliżone do odnotowanego w 2017 r. Wynikało to z napływu funduszy unijnych w 2018 r., zwłaszcza z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności, który doprowadził do wzrostu nadwyżki na rachunku kapitałowym.

Jednocześnie zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB obniżyło się, a międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB poprawiła się w porównaniu z 2017 r. (Tabela 4).

Tabela 3 Bilans płatniczy (w mln PLN) w latach 2010-2018

Bilans płatniczy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rachunek bieżący	-77 770	-81 497	-60 477	-21 039	-35 656	-10 229	-9 689	3 176	-14 945
Saldo obrotów towarowych	-43 677	-54 790	-34 128	-1 345	-13 634	9 326	12 834	6 100	-22 068
Saldo usług	13 174	21 073	25 145	32 070	37 922	45 610	60 942	76 389	94 530
Saldo dochodów pierwotnych	-47 108	-50 914	-50 874	-50 016	-58 369	-61 535	-77 367	-78 778	-81 211
Saldo dochodów wtórnych	-159	3 134	-620	-1 748	-1 575	-3 630	-6 098	-535	-6 196
Rachunek kapitałowy	25 705	30 618	35 711	37 857	41 990	42 510	19 536	25 015	43 326
Rachunek finansowy	-92 928	-80 227	-37 276	-18 676	-19 557	2 296	6 000	-4 991	23 627
Saldo inwestycji bezpośrednich	-25 864	-40 631	-19 692	-13 311	-40 728	-38 666	-16 594	-24 044	-37 810
Saldo inwestycji portfelowych	-87 618	-50 222	-64 060	-398	7 639	11 865	-14 712	-18 348	15 815
Saldo pozostałych inwestycji	-27 353	-7 882	18 847	-5 781	11 654	29 644	-52 724	72 469	23 632
Pochodne instrumenty finansowe	1 789	525	-8 942	-2 200	-62	-3 663	762	-4 516	-4 572
Oficjalne aktywa rezerwowe	46 118	17 983	36 571	3 014	1 940	3 116	89 268	-30 552	26 562
Saldo błędów i opuszczeń	-40 863	-29 348	-12 510	-35 494	-25 891	-29 985	-3 847	-33 182	-6 963

Źródło: dane NBP.

W 2018 r. na rachunku finansowym odnotowano nadwyżkę w wysokości 23,6 mld zł (tj. 1,1% PKB wobec -0,3% PKB w 2017 r.; Wykres 18). Największe zmiany wobec poprzedniego roku dotyczyły salda transakcji w oficjalnych aktywach rezerwowych oraz w pozostałych inwestycjach (Tabela 3)¹¹. W kierunku wzrostu salda rachunku finansowego oddziaływało zmniejszenie się także zaangażowania inwestorów zagranicznych w formie inwestycji portfelowych na rynku dłużnych papierów wartościowych. Z kolei ujemne saldo inwestycji bezpośrednich pogłębiło się przede wszystkim na skutek spadku aktywów polskich rezydentów za granicą.

Tabela 4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2010-2018

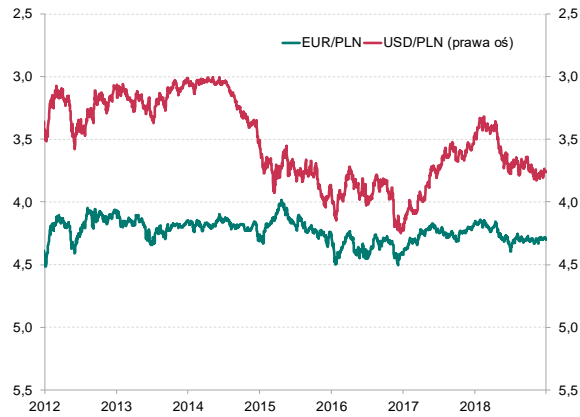
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Saldo obrotów bieżących/PKB (w proc.)	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w proc.)	-3,6	-3,2	-1,5	1,0	0,4	1,8	0,5	1,4	1,3
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB (w proc.)	-2,1	-2,2	-0,6	1,9	1,4	3,1	4,0	4,1	3,4
Oficjalne aktywa rezerwowe (w miesiącach importu towarów i usług)	5,5	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3	6,4	4,7	4,9
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB (w proc.)	65,5	70,7	70,2	69,8	72,7	71,8	76,4	66,9	63,8
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w proc.)	-65,1	-62,4	-65,3	-68,9	-69,1	-62,1	-61,6	-61,0	-55,7

Źródło: dane NBP i GUS, obliczenia NBP.

Pomimo przejściowych wahań, średnioroczny kurs złotego w 2018 r. nie zmienił się istotnie względem poprzedniego roku. W ujęciu średniorocznym nominalny efektywny kurs walutowy był o 2,2% mocniejszy niż w 2017 r. W I połowie 2018 r. doszło do przejściowego osłabienia się kursu, które wynikało z pogorszenia nastrojów na światowych rynkach finansowych, przede wszystkim w związku ze zmianami w polityce handlowej największych państw i podwyżkami stóp procentowych przez Fed (por. Załącznik 1 *Otoczenie polskiej gospodarki*). Natomiast w II połowie 2018 r. zarówno nominalny efektywny kurs złotego, jak i kurs złotego do dolara i euro pozostawały stabilne (Wykres 19, Wykres 20).

¹¹ Zmiana salda transakcji w pozostałych inwestycjach była przede wszystkim związana z przeprowadzaniem przez NBP transakcji *repo* i *reverse repo*, któremu towarzyszył wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych.

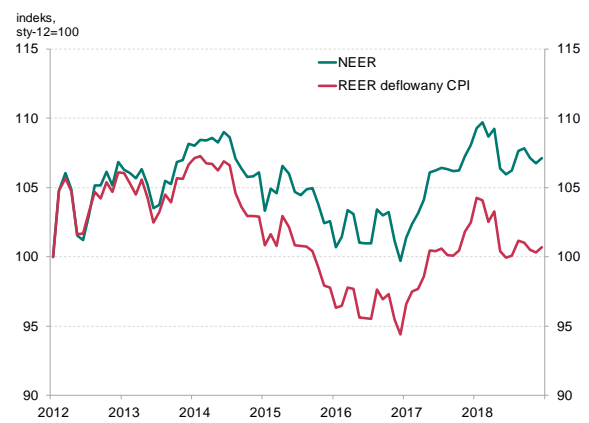
Wykres 19 Nominalny kurs złotego względem euro i dolara amerykańskiego w latach 2012-2018



Źródło: dane NBP.

Wartości na osiach pionowych zostały przedstawione w kolejności odwrotnej, w związku z czym wzrost oznacza aprecjację złotego.

Wykres 20 Realny i nominalny efektywny kurs walutowy w latach 2012-2018



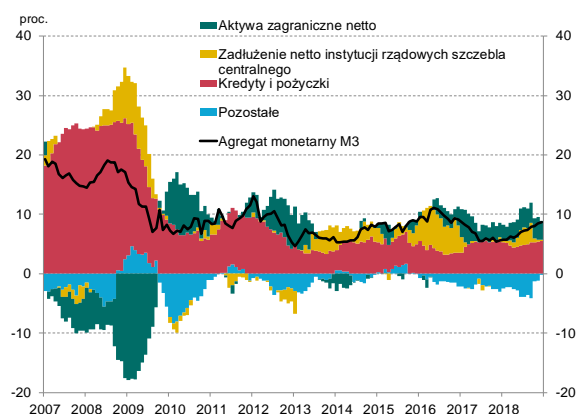
Źródło: dane BIS.

NEER – nominalny efektywny kurs złotego; REER – realny efektywny kurs złotego. Wzrost oznacza aprecjację złotego.

Załącznik 5. Pieniądz i kredyt

W 2018 r. dynamika agregatu M3 nieznacznie wzrosła i wyniosła 7,1% r/r w ujęciu średniorocznym (wobec 6,5% r/r w 2017 r.; Wykres 21)¹². Najważniejszym czynnikiem kreacji tego agregatu pozostały kredyty dla sektora niefinansowego, których dynamika nieco wzrosła w stosunku do poprzedniego roku (5,9% r/r w 2018 r. wobec 5,4% r/r w 2017 r.; Wykres 22), jednak była zbliżona do dynamiki nominalnego PKB (6,4%). W rezultacie relacja stanu zadłużenia sektora niefinansowego z tytułu kredytów do PKB pozostała stabilna i na koniec 2018 r. wyniosła 51,5%. W kierunku wzrostu agregatu M3 oddziaływał również wzrost aktywów zagranicznych netto (o 18,6% r/r w 2018 r. wobec 20,1% r/r w 2017 r.).

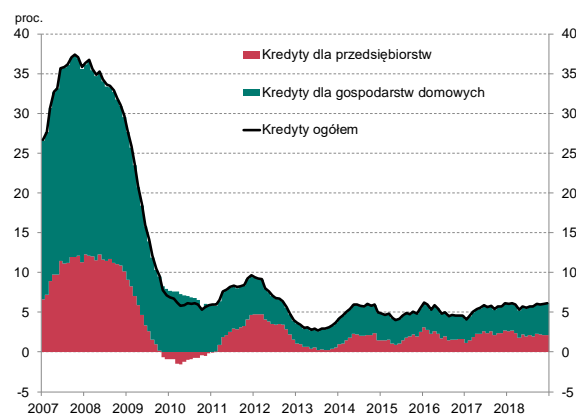
Wykres 21 Roczna dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych czynników kreacji pieniądza w latach 2007-2018



Źródło: dane NBP.

Kategoria Pozostałe obejmuje: (i) należności monetarnych instytucji finansowych z tytułu dłużnych oraz udziałowych papierów wartościowych; (ii) aktywa trwałe (bez aktywów finansowych); oraz (iii) zobowiązania finansowe o terminie pierwotnym powyżej 2 lat, które nie są uwzględniane w agregacie monetarnym M3 i w związku z tym – w celu zapewnienia porównywalności – są ujęte w statystyce czynników kreacji pieniądza ze znakiem minus.

Wykres 22 Roczna dynamika kredytów dla sektora niefinansowego oraz wkład głównych składowych w latach 2007-2018



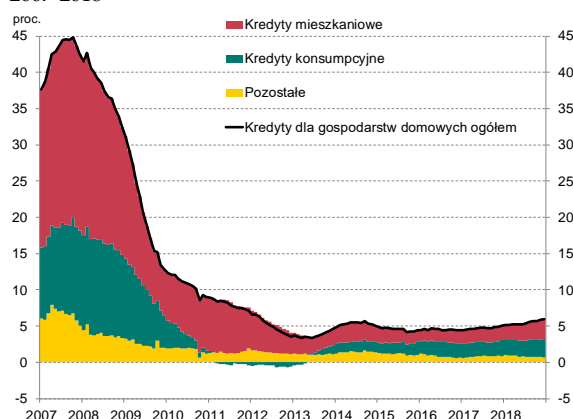
Źródło: dane NBP.

Kategoria Kredyty ogółem – poza kredytami dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – zawiera kredyty dla instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych. Ze względu na znikomy wpływ na dynamikę kredytów ogółem wkład tej kategorii nie został wyszczególniony na wykresie.

Głównym źródłem wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego w 2018 r. były kredyty dla gospodarstw domowych, które zwiększyły się o 5,5% r/r (w 2017 r. 4,7% r/r; Wykres 23). Wzrosła zarówno dynamika kredytów konsumpcyjnych (do 9,0% r/r z 8,2% r/r w 2017 r.), jak i mieszkaniowych (do 4,1% r/r z 3,3% r/r w 2017 r.).

¹² Prezentowane dane w załączniku odnoszą się do kategorii transakcyjnych.

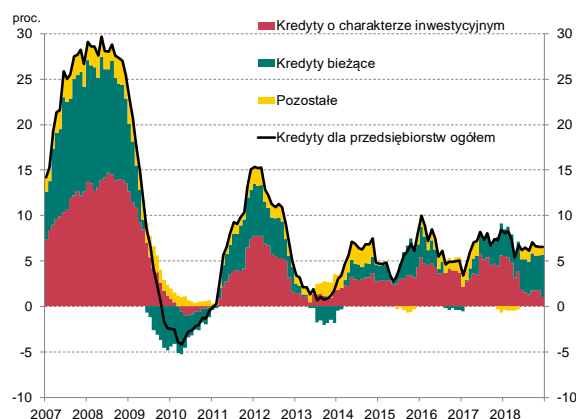
Wykres 23 Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych w latach 2007-2018



Źródło: dane NBP.

Do kategorii Pozostałe zaliczane są operacyjne i inwestycyjne kredyty dla drobnych przedsiębiorstw.

Wykres 24 Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych w latach 2007-2018



Źródło: dane NBP.

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

Z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w 2018 r. utrzymała się na stabilnym poziomie 6,8% (Wykres 24). Wyraźnie wzrosła dynamika kredytów o charakterze bieżącym. Natomiast – mimo znacznie szybszej niż w 2017 r. dynamiki inwestycji przedsiębiorstw – w 2018 r. dynamika kredytów inwestycyjnych się obniżyła, czemu towarzyszył wzrost finansowania inwestycji ze środków własnych¹³.

Wzrost akcji kredytowej przełożył się na wzrost depozytów. Rosły przede wszystkim depozyty bieżące (11,7% r/r wobec 15,0% r/r w 2017 r.). Jednocześnie wartość depozytów terminowych (z terminem pierwotnym do 2 lat) obniżyła się nieznacznie (o 1,5% r/r), choć spadek ten był mniejszy niż w 2017 r. (5,7% r/r w 2017 r.). W tych warunkach następował dalszy przyrost gotówki w obiegu (o 9,0% r/r wobec 9,4% r/r w 2017 r.).

¹³ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2019 r.

Załącznik 6. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej

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

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

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

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

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

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

szybki wzrost eksportu, wspierany przez ożywienie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w Niemczech.

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

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że mimo sygnalizowanych przez część firm trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal silnie rośnie. Wskazywano, że towarzyszy temu szybszy niż w poprzednich kwartałach wzrost płac w tym sektorze. W efekcie wyższa jest także dynamika funduszu płac, jednak – jak podkreślała część członków Rady – nie przekracza ona dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. W konsekwencji większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej. Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach możliwe jest dalsze przyspieszenie wzrostu płac w firmach, jednak dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce będzie nadal ograniczana przez zamrożenie płac w sektorze budżetowym oraz wzrost stopy aktywności zawodowej i dalszy napływ pracowników ze Wschodu. Podkreślano jednocześnie, że ograniczająco na dynamikę jednostkowych kosztów pracy będzie oddziaływał wyższy niż wcześniej oczekiwano wzrost PKB w 2018 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że presja płacowa w kolejnych kwartałach może jednak się wyraźnie zwiększyć. Członkowie ci wskazywali na ryzyko pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz prawdopodobny wzrost popytu na pracę związany z dalszym ożywieniem inwestycji. Jednocześnie oceniali, że skala możliwego zwiększania aktywności zawodowej i napływu pracowników z zagranicy jest ograniczona. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że podaż pracy będzie ograniczana wskutek przechodzenia na emeryturę znacznej części pracowników, którzy uzyskali takie uprawnienia po obniżeniu wieku emerytalnego. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że wpływ obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy będzie niewielki ze względu na znaczny udział osób niepracujących wśród osób uzyskujących świadczenia oraz prawdopodobne pozostanie wielu emerytów na rynku pracy.

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

większości członków Rady wskazuje to na ograniczoną presję popytową. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu. Wskazywano także na wyraźne obniżenie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, mimo istotnego wzrostu produkcji przemysłowej.

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

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

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

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

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

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

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

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

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na wzrost cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych w ostatnim okresie. Zaznaczano, że wzrost ten wynikał głównie z ograniczenia produkcji i zapasów ropy, przy rosnącym popycie na ten surowiec będącym efektem ożywienia światowego wzrostu gospodarczego. Zwrócono także uwagę, że czynnikiem wspierającym wyższe ceny ropy jest osłabienie się dolara amerykańskiego. Ponadto część członków Rady zaznaczała, że w ślad za wzrostem cen ropy wzrosły także ceny gazu ziemnego. Wskazywano, że ważnym uwarunkowaniem dla globalnych cen surowców jest ograniczanie przez Chiny zużycia węgla, przy jednoczesnym zwiększeniu zapotrzebowania tego kraju na ropę i gaz.

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

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że dane o PKB w 2017 r. wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury, przy coraz bardziej zrównoważonej strukturze wzrostu gospodarczego. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Dostępne dane wskazują, że zwiększyła się także dynamika inwestycji, choć – jak podkreślano – głównie inwestycji publicznych. Oceniono, że w IV kw. zwiększyły się prawdopodobnie również nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Odnosząc się do struktury wzrostu PKB, podkreślano ponadto, że w 2017 r. wzrost był wspierany również przez silny popyt

zewnątrzny odzwierciedlony w utrzymującym się w II połowie ub.r. dodatnim wkładzie eksportu netto do dynamiki PKB.

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

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

Zdaniem członków Rady wzrost krajowej aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach powinien być także wspierany przez korzystną koniunkturę za granicą. Część członków Rady zaznaczała jednak, że zgodnie z prognozami instytucji międzynarodowych wzrost w największych gospodarkach zacznie najprawdopodobniej stopniowo zwalniać począwszy od 2019 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że na perspektywy wzrostu na świecie będą w szczególności miały wpływ nastroje na globalnych rynkach finansowych, które w ostatnim okresie uległy pewnemu pogorszeniu. Ponadto część członków Rady wyrażała opinię, że nawet w warunkach utrzymania się relatywnie wysokiej dynamiki PKB za granicą tempo wzrostu eksportu może być ograniczane przez mocniejszy niż w poprzednich kwartałach kurs złotego. Z kolei zdaniem innych członków Rady poziom kursu złotego, szczególnie wobec euro, jest nadal wyższy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa średniego kursu opłacalności eksportu, a wysoka importochłonność produkcji eksportowej ogranicza jej wrażliwość na zmiany kursu walutowego.

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

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

niepracujących wśród osób uzyskujących świadczenia oraz prawdopodobne pozostanie wielu emerytów na rynku pracy.

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

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

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że pomimo przyśpieszenia wzrostu gospodarczego inflacja w Polsce utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

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

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

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

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na 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 7 marca 2018 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Zaznaczano, że w gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy pozostaje szybszy niż w poprzednich latach. Aktualne prognozy przewidują utrzymanie się korzystnych uwarunkowań gospodarczych w tej strefie w kolejnych latach, choć przy stopniowo obniżającej się dynamice PKB. Wskazywano również na korzystną – mimo pewnego spowolnienia aktywności gospodarczej w IV kw. – koniunkturę w Stanach Zjednoczonych i stabilizację dynamiki PKB w Chinach.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, do czego przyczynia się wciąż słaba wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, zwracano uwagę na podwyższoną zmienność cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych w ostatnim okresie. Wskazywano, że na podaż ropy naftowej w dalszym ciągu wpływa ograniczenie jej produkcji w ramach porozumienia zawartego przez część krajów eksportujących ten surowiec. Wpływ tego czynnika na podaż jest łagodzony przez rosnące wydobycie ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych, które stają się coraz ważniejszym producentem i eksporterem tego surowca. Zaznaczano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej i zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec ze strony Chin związanego między innymi z polityką ograniczania zużycia węgla. Zdaniem części członków Rady ceny ropy naftowej w kolejnych kwartałach powinny być jednak stabilne.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynnikiem niepewności dla przyszłych decyzji EBC jest kształtowanie się inflacji w części gospodarek strefy euro, w tym w krajach Europy Południowej. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Podkreślano, że istotnym czynnikiem wpływającym na decyzje Fed jest sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że stopniowe zacieśnianie warunków monetarnych przez Fed będzie oddziaływało w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i pogorszenia koniunktury na świecie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ zaostrzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na koniunkturę będzie ograniczany przez poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że dynamika PKB w IV kw. ub.r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału, przy czym zmieniła się struktura wzrostu. Wskazywano, że dalszemu wyraźnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło istotne ożywienie inwestycji. Podkreślano, że przyspieszenie wzrostu inwestycji dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Jednocześnie utrzymujący się wzrost popytu wewnętrznego przyczynił się do przyspieszenia wzrostu

importu. Z kolei roczna dynamika eksportu – mimo nadal silnego popytu zewnętrznego – nieco się obniżyła, co częściowo wynikało z czynników kalendarzowych. Zaznaczano, że choć saldo wymiany towarowej z zagranicą nieco się pogorszyło, to saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało zbliżone do zera. Podkreślano, że także w gospodarce krajowej brak jest sygnałów narastania nierównowag.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że według marcowej projekcji dynamika PKB w bieżącym i przyszłym roku będzie wyższa niż oczekiwano w listopadzie. Wskazywano, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. pozostanie prawdopodobnie zbliżone do 5%, przy dalszym ożywieniu inwestycji sygnalizowanym przez silny wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz rosnącą produkcję maszyn i urządzeń w styczniu br. Podkreślano, że zgodnie z projekcją w całym 2018 r. wzrost inwestycji będzie szybszy niż w ub.r. Złoży się na to istotny przyrost inwestycji publicznych oraz oczekiwane – w warunkach korzystnych perspektyw popytu – przyśpieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inwestycje prywatne są kluczowe dla zwiększania produktywności i poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali, że mimo szybszego wzrostu inwestycji w 2018 r. wyniki projekcji wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB w latach 2018-2020. Ograniczająco na tempo wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać spowolnienie wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki oraz nieco niższa niż w 2017 r. dynamika konsumpcji prywatnej. Członkowie Rady wyrażali opinię, że czynnikami ryzyka dla prognozowanej dynamiki PKB są: sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki oraz kształtowanie się podaży pracy w kraju. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB w bieżącym roku może być niższa niż wskazuje projekcja. Wyrażali oni opinię, że tempo wzrostu gospodarczego może być obniżane przez spowolnienie eksportu i spadek rentowności sprzedaży zagranicznej związany z mocniejszym niż w ubiegłym roku kursem złotego.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost zatrudnienia w gospodarce w IV kw. ub.r. Część członków Rady podkreślała, że do spowolnienia wzrostu zatrudnienia przyczyniło się głównie pogłębienie jego spadku w rolnictwie, przy nadal relatywnie wysokiej dynamice liczby pracujących w pozostałych sekcjach gospodarki. Członkowie ci zwracali także uwagę, że mimo sygnalizowanych przez firmy trudności ze znalezieniem pracowników wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 2017 r. był wysoki. Podkreślali oni, że na zdolność firm do zwiększania zatrudnienia i produkcji w warunkach deklarowanych problemów z podażą pracy wskazują także doświadczenia innych gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. Zwracano uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu w Polsce towarzyszy szybszy wzrost płac w gospodarce, choć dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń mogą – w opinii części członków Rady – sygnalizować stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost dynamiki płac może częściowo wynikać ze zwiększającego się odsetka zatrudnionych na podstawie stałych umów o pracę. Mimo wyższej dynamiki płac większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu wynagrodzeń, wskazywano na przewidzianą w projekcji stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że mimo oczekiwanej stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń dynamika jednostkowych kosztów pracy w latach 2018-2019 wzrośnie. Część członków Rady oceniła, że dynamika wynagrodzeń w kolejnych kwartałach może być wyższa od prognozowanej, szczególnie w przypadku pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze

budżetowej. Członkowie ci wyrażali opinię, że dynamikę wynagrodzeń może podwyższać rosnący popyt na pracę związany z oczekiwanym dalszym ożywieniem inwestycji. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w dłuższym okresie wzrost inwestycji będzie prowadził do wzrostu wydajności pracy, co będzie ograniczało presję inflacyjną.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych na początku 2018 r. obniżyła się, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska. W ostatnim okresie wyhamował także wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że ostatnie dane potwierdzają brak wpływu przyśpieszenia wzrostu płac na dynamikę cen. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali także, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według marcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 2,1%. W kolejnych latach ma stopniowo rosnąć: do 2,7% w 2019 r. i 3,0% w 2020 r. Większość członków Rady uznała, że wyniki marcowej projekcji wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych wynika w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja może być wyższa od prognozowanej. Według tych członków Rady do szybszego wzrostu cen może się przyczynić wyższa od oczekiwanej dynamika płac oraz jej silniejsze – wobec zmniejszającej się zdolności firm do absorbowania rosnących kosztów płac bez zmiany cen ich produktów – przełożenie na inflację. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ wzrostu płac na procesy cenowe może pozostać ograniczony i – w efekcie – inflacja bazowa może być niższa od prognozowanej. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika cen w kolejnych latach będzie w dalszym ciągu ograniczana przez niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz wyraźnie słabszą niż w poprzednich latach prognozowaną dynamikę cen energii.

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

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

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

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

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

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

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Oceniano, że w strefie euro – mimo pewnego pogorszenia nastrojów w sektorze przedsiębiorstw – tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje relatywnie wysokie. Zaznaczano, że bieżące prognozy wskazują na utrzymanie się dynamiki PKB w 2018 r. na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego i na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. W Stanach Zjednoczonych – chociaż tempo wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. przejściowo się osłabiło – koniunktura jest nadal korzystna, a dynamika PKB w bieżącym roku będzie prawdopodobnie wyższa niż w 2017 r. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka zarówno dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak i dla koniunktury globalnej są efekty zmian w międzynarodowej polityce handlowej. Część członków Rady wyraziła jednak opinię, że obecnie trudno ocenić, jaka będzie skala wpływu zaostrzenia amerykańskiej polityki handlowej na globalną koniunkturę, w tym na sytuację gospodarczą poszczególnych krajów. Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach wzrost aktywności gospodarczej jest relatywnie stabilny.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, zaznaczano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, do czego przyczynia się wciąż słaba wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Wskazywano także na nadal niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych. Podkreślano, że mimo korzystnych warunków gospodarczych i poprawy perspektyw koniunktury inflacja w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje niska. Zwracano także uwagę, że Europejski Bank Centralny obniżył w ostatnim okresie prognozy inflacji i oczekuje, że dynamika cen w latach 2018-2019 będzie nadal niższa od celu inflacyjnego.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na nieznaczny wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Oceniano, że na ceny tego surowca wpływa zarówno bieżąca relacja podaży i popytu na ropę, jak i oczekiwania co do kształtowania się tej relacji w przyszłości. Zaznaczano, że do głównych czynników determinujących podaż ropy naftowej zalicza się porozumienie o ograniczeniu jej produkcji zawarte przez część krajów eksportujących ten surowiec oraz rosnące wydobycie ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że na wielkość produkcji ropy z łupków w średnim okresie będą wpływały z jednej strony zmiany technologiczne obniżające koszt jej wydobywania, a z drugiej – zmniejszająca się skłonność amerykańskich producentów tego surowca do inwestycji. Zaznaczano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna

koniunktura w gospodarce globalnej oraz zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec ze strony Chin związane między innymi z ich polityką ograniczania zużycia węgla.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, podkreślano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Wskazywano, że choć na ostatnim posiedzeniu EBC zrezygnował z bezpośredniego sygnalizowania możliwości zwiększenia skali skupu aktywów, to nadal nie wyklucza, że wydłuży okres funkcjonowania tego programu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że po długim okresie utrzymywania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie EBC w przyszłym roku może rozpocząć ich podwyżki. Zaznaczano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła w marcu stopy procentowe i kontynuuje stopniowe zmniejszanie sumy bilansowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że zacieśnianie warunków monetarnych przez Fed może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i pogorszenia koniunktury na świecie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że zaostrzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszy wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że dynamika PKB w I kw. br. prawdopodobnie utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Wskazywano, że obecnie wzrost gospodarczy jest wspierany przez dwa główne czynniki: popyt konsumpcyjny i inwestycje. Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyja zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie rosnące wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że choć głównym czynnikiem wzrostu aktywności inwestycyjnej są nadal inwestycje publiczne – w szczególności sektora jednostek samorządu terytorialnego – to w IV kw. ub.r. towarzyszył im wzrost nakładów brutto na środki trwałe sektora przedsiębiorstw.

Część członków Rady oceniała, że szybki wzrost produkcji budowlano-montażowej w ostatnich miesiącach sygnalizuje utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w gospodarce w I kw. br. Wskazywano, że ożywienie inwestycji – wraz z dalszym wzrostem konsumpcji – przyczyniło się do przyspieszenia wzrostu importu. Jednocześnie dynamika eksportu – mimo pewnego obniżenia się w ostatnim okresie – pozostaje stosunkowo stabilna. Część członków Rady podkreślała, że napływające informacje sygnalizują, że tempo wzrostu gospodarczego w bieżącym roku może być wyższe, niż wcześniej oczekiwano. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w kolejnych latach może być obniżanie się rentowności firm, do którego mogą się przyczynić rosnące koszty pracy, przy ograniczonej – wobec silnej konkurencji w wielu branżach – możliwości podnoszenia cen przez firmy.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia. Część członków Rady zaznaczała, że chociaż dynamika zatrudnienia jest nieco niższa niż pod koniec ub.r., to liczba osób zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw w pierwszych miesiącach 2018 r. pozostaje relatywnie wysoka. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo iż liczba pracujących w całym sektorze przedsiębiorstw nadal wyraźnie rośnie, to w niektórych branżach możliwości zwiększania zatrudnienia są ograniczone. Wskazywano, że wzrost płac jest wyższy niż w

poprzednich latach, jednak na początku br. nie nastąpiło jego dalsze przyspieszenie. Część członków Rady zwracała uwagę, że tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w styczniu i lutym br. było nieco niższe niż w IV kw. ub.r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń jest nadal wyższa od tempa wzrostu wydajności pracy, co przyczynia się do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac – po przejściowej stabilizacji – w kolejnych kwartałach może ponownie wzrosnąć. Czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu wynagrodzeń może być – w opinii tych członków Rady – ewentualne pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz rosnący popyt na pracę związany z oczekiwanym dalszym ożywieniem inwestycji. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że prawdopodobieństwo wystąpienia silnej presji płacowej w sferze budżetowej jest niskie, ponieważ zatrudnieni w niej pracownicy przywiązują większą wagę do stabilności zatrudnienia niż do poziomu płac. Część członków Rady zwracała także uwagę, że w dłuższym okresie wzrost inwestycji będzie prawdopodobnie prowadził do zwiększenia wydajności pracy, co będzie ograniczało presję inflacyjną.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnim okresie osłabiła się i była niższa od oczekiwań. Część członków Rady podkreślała, że mimo utrzymującej się dobrej koniunktury i wyższego niż w poprzednich latach wzrostu płac obniżyła się też inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, a także dynamika cen usług. Zwracali oni również uwagę na zbliżoną do zera dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczali też, że wraz ze spadkiem dynamiki cen nieznacznie obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według aktualnych prognoz inflacja w bieżącym roku może być niższa od marcowej projekcji NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma nadal wynikać w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w bieżącym roku może być wyższa od prognozowanej w związku z oczekiwanym przez tych członków Rady przyspieszeniem wzrostu płac. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ wzrostu płac na procesy cenowe może pozostać ograniczony.

Zwracano uwagę, że obecna dynamika i struktura wzrostu gospodarczego nie przyczynia się do narastania nierównowag w gospodarce. Wskazywano – obok braku silnej presji inflacyjnej – na utrzymującą się nadwyżkę w handlu zagranicznym i zbliżone do zera saldo na rachunku obrotów bieżących. Zaznaczano także, że roczne tempo wzrostu kredytu ogółem jest nadal niższe od dynamiki nominalnego PKB. Zwracano również uwagę na bardzo dobrą sytuację sektora finansów publicznych, w tym na obniżenie się jego deficytu i długu w relacji do PKB w 2017 r.

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

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych w kolejnych kwartałach wzrosło, a okres ich utrzymywania na niezmiennym poziomie może być dłuższy, niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci oceniali, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

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 16 maja 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rada omawiała wpływ sytuacji makroekonomicznej na świecie na polską politykę pieniężną. W dyskusji wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż tempo wzrostu PKB w największych gospodarkach rozwiniętych nieco osłabiło się na początku roku. W ocenie Rady osłabienie to wynikało najprawdopodobniej z oddziaływania czynników przejściowych.

Zwracano uwagę, że wzrost PKB w I kw. br. spowolnił w szczególności w strefie euro. Zaznaczano przy tym, że koniunktura pogorszyła się w Niemczech będących największym partnerem handlowym Polski. Przyczyniło się do tego szereg czynników jednorazowych, takich jak strajki związane z negocjacjami płacowymi czy niekorzystne warunki pogodowe. Natomiast w kwietniu wskaźniki koniunktury w gospodarce niemieckiej ustabilizowały się. Członkowie Rady wskazywali, że w całej strefie euro dynamika PKB w 2018 r. powinna być zbliżona do ubiegłorocznej, natomiast w kolejnych latach wzrost gospodarczy będzie się stopniowo obniżać. Również w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, chociaż tempo wzrostu PKB w gospodarce amerykańskiej także obniżyło się w I kw. br. Zdaniem członków Rady było to – podobnie jak w strefie euro – prawdopodobnie związane z czynnikami przejściowymi. Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach dynamika PKB od kilku kwartałów kształtuje się na stosunkowo stabilnym poziomie. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej jest przede wszystkim niepewność związana z polityką handlową Stanów Zjednoczonych i efektami napięć geopolitycznych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na dalszy wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Oceniano, że na ceny tego surowca wpływają zarówno napięcia geopolityczne, bieżąca relacja podaży i popytu na ropę, jak i zmiany kursu dolara. Zaznaczano, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia podaży ropy jest oczekiwane przedłużenie porozumienia o ograniczeniu jej produkcji przez część krajów eksportujących ropę (tzw. OPEC+). Z kolei dalszy wzrost produkcji z łupków w Stanach Zjednoczonych powinien zwiększyć podaż tego surowca. Jednocześnie wskazywano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na fakt, że w wielu krajach coraz większy nacisk na ochronę środowiska naturalnego przyczynia się do wzrostu kosztów produkcji lub transportu ropy.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo korzystnej globalnej koniunktury i wzrostu cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach, a także nadal niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych. W szczególności zwracano uwagę na ponowne obniżenie się inflacji w strefie euro, która – pomimo dobrej koniunktury w Europie i silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – wciąż pozostaje znacząco niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC.

W trakcie dyskusji podkreślano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę na obawy wyrażane przez niektórych członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Fed o zbyt silne spowolnienie amerykańskiej gospodarki w reakcji na dokonywane zacieśnianie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że zaostrzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszy wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że według szybkiego szacunku GUS dynamika PKB w I kw. br. wyniosła 5,1%. Wskazywano, że obecnie wzrost gospodarczy jest wspierany zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i ożywienie inwestycji. Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyjają rosnące zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe z kwartału na kwartał systematycznie rośnie, a dane o inwestycjach większych przedsiębiorstw wskazują, że w 2017 r. wyższe niż przed rokiem były zarówno nakłady na budynki i budowle, jak i na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia, a także na środki transportu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopa inwestycji jest wciąż niższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. Część członków Rady oceniała, że ważnym czynnikiem sprzyjającym dalszemu wzrostowi nakładów brutto na środki trwałe firm jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obecnej sytuacji koszt pozyskania pieniądza nie jest głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się dynamiki inwestycji.

Oceniając perspektywy wzrostu PKB, podkreślano, że koniunktura w polskiej gospodarce pozostaje korzystna mimo nieco słabszych danych miesięcznych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w marcu. Jednocześnie zaznaczano, że w kolejnych latach należy oczekiwać nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w Polsce.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i utrzymywanie się stopy bezrobocia na historycznie niskim poziomie. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć wzrost płac jest wyższy niż w poprzednich latach, to tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń jest nadal wyższa od tempa wzrostu wydajności pracy, co przyczynia się do

wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac – po przejściowym obniżeniu – w kolejnych kwartałach może ponownie wzrosnąć. Ich zdaniem może się do tego przyczynić ewentualne pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz rosnące braki wykwalifikowanej siły roboczej. Inni członkowie Rady zaznaczali, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest umiarkowana. Wyrażali oni również opinię, że prawdopodobieństwo wystąpienia silnej presji płacowej w sferze budżetowej jest niskie, a planowane zmiany w prawie ułatwiające podejmowanie pracy przez obywateli Ukrainy w Polsce powinny sprzyjać dalszemu napływowi pracowników ze Wschodu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w kwietniu br. wzrosła do 1,6%, co było zgodne z oczekiwaniami. Część członków Rady podkreślała, że mimo dobrej koniunktury i wyższego niż w poprzednich latach wzrostu płac umiarkowanej inflacji towarzyszy nadal niska inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci zwracali także uwagę na utrzymywanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu na bardzo niskim poziomie i to pomimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Wskazywano jednocześnie, że w obecnej sytuacji ceny benzyny rosną szybciej niż ceny ropy, na co pewien wpływ może mieć struktura rynku paliwowego w Polsce. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że w kierunku niższej dynamiki cen oddziałuje dokonująca się zmiana struktury handlu detalicznego polegająca na wzroście udziału sklepów dyskontowych i internetowych, co wzmacnia konkurencję cenową na tym rynku.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć, ale w całym roku będzie prawdopodobnie niższa od prognozowanej w marcowej projekcji NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma wynikać w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej, co – ich zdaniem – może świadczyć o bardziej trwałym wzroście presji inflacyjnej. Członkowie ci zwracali także uwagę, że obecny wzrost płac przyczynia się do spadku marż, co może skutkować wzrostem cen w przyszłości. Inni członkowie Rady podkreślali, że inflacja bazowa kształtuje się nadal poniżej oczekiwań, a w ostatnim okresie obniżyła się także dynamika cen usług stanowiąca jej ważny komponent.

Odnosząc się do ryzyk dotyczących kształtowania się inflacji w przyszłości, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – oprócz możliwego ich zdaniem nasilenia się presji płacowej – czynnikiem niepewności jest szybkość i skala przenoszenia się wzrostu cen ropy naftowej na ceny nośników energii oraz wpływ wprowadzenia opłaty emisyjnej na ceny paliw. Członkowie ci oceniali, że jeżeli związany z tym wzrost cen konsumpcyjnych będzie znaczący, to może to skutkować wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższenie inflacji w efekcie wzrostu cen ropy może mieć charakter przejściowy, a zatem nie powinno istotnie i trwale wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie część członków Rady zaznaczała, że najnowsza prognoza centralna inflacji w Polsce formułowana przez profesjonalnych prognostów wskazuje na brak ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie nadchodzących lat. Zwrócono także uwagę, że w ostatnim okresie nieznacznie obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy

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

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

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 czerwca 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Obniżenie dynamiki PKB w strefie euro w I kw. br. było częściowo efektem czynników jednorazowych, a perspektywy wzrostu w tej gospodarce pozostają korzystne. Według bieżących prognoz dynamika PKB w tej strefie w 2018 r. ma pozostać zbliżona do ubiegłorocznej i stopniowo obniżać się w kolejnych latach. Wskazywano, że czynnikami ryzyka dla realizacji takiego scenariusza są zmiany w polityce handlowej między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi oraz sytuacja polityczna we Włoszech. Część członków Rady oceniała jednak, że obecna sytuacja we Włoszech nie stwarza istotnego ryzyka dla koniunktury w strefie euro, choć może się przyczyniać do utrzymania podwyższonej zmienności na rynkach finansowych. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych osłabienie aktywności gospodarczej w I kw. br. było mniejsze niż oczekiwano i również miało charakter przejściowy. Według dostępnych prognoz w II kw. dynamika PKB prawdopodobnie wyraźnie wzrośnie, a w całym 2018 r. będzie wyższa niż w ubiegłym roku. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka zarówno dla wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, jak i dla koniunktury globalnej są – oprócz zmian w międzynarodowej polityce handlowej – także ewentualna silna korekta na amerykańskim rynku akcji. Wskazywano, że źródłem niepewności dla sytuacji gospodarczej na świecie jest też kształtowanie się cen ropy naftowej. Odnośnie do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej – mimo spadku w ostatnim okresie – są nadal wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Oceniano, że do obniżenia się cen tego surowca przyczyniła się sygnalizowana przez Arabię Saudyjską i Rosję możliwość zwiększenia produkcji ropy przez część krajów eksportujących ten surowiec (tzw. OPEC+). Z kolei ograniczająco na skalę spadku cen ropy oddziaływało zapowiadane przez Stany Zjednoczone wprowadzenie sankcji na import ropy z Iranu, a także niekorzystna sytuacja gospodarcza i polityczna w Wenezueli. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w takich warunkach ceny ropy w kolejnych miesiącach prawdopodobnie pozostaną relatywnie wysokie, choć nieco niższe niż obecnie.

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

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że zacieśnienie warunków monetarnych przez Fed może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych, a także pogorszenia koniunktury na świecie.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że dynamika PKB w I kw. br. była zbliżona do obserwowanej w II połowie ub.r. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarstwu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez poprawiającą się sytuację finansową gospodarstw domowych. Podkreślano, że w 2017 r. wyraźnie wzrosły realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a nierówności dochodowe zmniejszyły się. W efekcie konsumenci lepiej oceniają swoją sytuację materialną, a ich nastroje pozostają bardzo dobre. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że główną składową wzrostu dynamiki nakładów brutto na środki trwałe pozostają inwestycje publiczne, natomiast aktywność inwestycyjna firm rośnie w umiarkowanym tempie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realizacja inwestycji publicznych może sprzyjać dalszemu ożywieniu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Członkowie ci zaznaczali też, że nie można wykluczyć, iż wraz ze zmianą struktury inwestycji realizowanych przez firmy – m.in. wskutek wzrostu udziału nakładów na wartości niematerialne i prawne – stopa inwestycji zapewniająca perspektywę szybkiego i trwałego wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie może być obecnie niższa niż w przeszłości. Członkowie Rady zwracali uwagę na znaczny wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB w I kw. br. Zaznaczano, że zmiany tej kategorii są trudne do jednoznacznej interpretacji, choć prawdopodobnie wynikają z działań przedsiębiorstw nakierowanych na odbudowę zapasów w związku z oczekiwanym silnym popytem na ich produkty w kolejnych kwartałach. Nie można jednak wykluczyć, że do wzrostu zapasów przyczyniło się nagromadzenie niesprzedanych towarów wskutek osłabienia sprzedaży zagranicznej w I kw. Jednocześnie zaznaczano, że dynamika sprzedaży eksportowej w I kw. była wyraźnie niższa niż w poprzednich kwartałach, co było prawdopodobnie związane ze spowolnieniem aktywności gospodarczej w strefie euro.

Oceniając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego, podkreślano, że według aktualnych prognoz w bieżącym roku dynamika PKB pozostanie relatywnie wysoka. Natomiast w kolejnych latach tempo wzrostu gospodarczego może się nieznacznie obniżyć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w krótkim okresie perspektywy koniunktury są obecnie lepsze, niż wynikało z marcowej projekcji NBP. Podkreślano, że źródłem ryzyka dla przyszłej dynamiki PKB jest głównie sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia w I kw. br. Podkreślano, że w takich warunkach część przedsiębiorstw deklaruje problemy ze znalezieniem pracowników. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w ostatnim okresie udział firm z nieobsadzonymi stanowiskami pracy ustabilizował się, a liczba przedsiębiorstw, dla których problemy kadrowe stanowią barierę rozwoju, obniżyła się. Zdaniem tych członków Rady może to wynikać z dostosowywania się firm do funkcjonowania w trudniejszych warunkach na rynku pracy, m.in. poprzez zatrudnianie obcokrajowców. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady podkreśliła jednak, że według danych z gospodarki narodowej dynamika płac w I kw. br. nieco się obniżyła. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac w dalszej części roku prawdopodobnie ponownie wzrośnie, do czego może się przyczynić – obok ograniczonej podaży wykwalifikowanej siły roboczej – także możliwe pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Z kolei inni członkowie Rady zwracali uwagę, że średnie wynagrodzenie w tym sektorze w latach 2010-2017 rosło przeciętnie w tempie bliskim dynamice płac w sektorze przedsiębiorstw i obecnie płace w obu sektorach kształtują się na zbliżonym poziomie. Wskazywano, że wzrost płac w sferze budżetowej mógł wynikać m.in. z podwyżek wynagrodzeń osób najmniej zarabiających oraz osób zatrudnionych na podstawie umów cywilnoprawnych. Część członków Rady była zdania, że wzrost wynagrodzeń w kolejnych kwartałach nie powinien istotnie przyspieszyć i zaznaczała, że dostępne prognozy wskazują na jego stabilizację na poziomie zbliżonym do 7%.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w maju br. wzrosła do 1,7%, czyli była niższa od oczekiwań. Część członków Rady podkreślała, że inflacja pozostaje umiarkowana mimo istotnego wzrostu cen paliw. W ocenie tych członków Rady wynika to z nadal słabej wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje utrzymywanie się niskiej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii oraz spadek dynamiki cen usług.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że ze względu na wcześniejszy wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewne osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że przekładanie się wyższych cen ropy – poprzez rosnące koszty transportu – na ceny produktów konsumpcyjnych może oznaczać, że inflacja w perspektywie kilku miesięcy może być już wyższa od aktualnych prognoz. Członkowie ci wyrażali także opinię, że czynnikiem mogącym przyczynić się do wyraźniejszego wzrostu cen w przyszłości może być obecny wzrost płac obniżający rentowność przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że według aktualnych prognoz inflacja bazowa będzie rosła wolniej, niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci zaznaczyli także, że marże przedsiębiorstw na sprzedaży obniżyły się tylko nieznacznie, a ich ewentualna odbudowa będzie – według deklaracji firm – jedynie w ograniczonym stopniu dokonywana przez podwyżki cen.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie. Według niektórych członków Rady wskazuje to na brak nadmiernego popytu na finansowanie zewnętrzne ze strony podmiotów gospodarczych. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wzrost kredytu może być ograniczany przez zmniejszającą się skłonność banków do zwiększania akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

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

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

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

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

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na 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 11 lipca 2018 r.

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

co do perspektyw globalnego wzrostu przyczynia się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji wielu gospodarek rozwijających się i osłabieniu kursów ich walut.

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

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej koniunktury i wyższych niż w ubiegłym roku cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Oceniano, że utrzymywaniu się niskiej inflacji w tych gospodarkach w ostatnich latach mogły sprzyjać następujące czynniki: postępujący proces globalizacji, w tym rozwój globalnych sieci produkcji oraz wzrost międzynarodowego przepływu pracowników oraz osłabienie siły przetargowej pracowników w negocjacjach płacowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że oddziaływanie części z tych czynników na dynamikę cen może w przyszłości osłabnąć.

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

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. było relatywnie wysokie i prawdopodobnie zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika inwestycji w II kw. br. wzrosła, do czego – obok nadal silnie rosnących inwestycji publicznych – przyczyniło się prawdopodobne ożywienie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Oceniano, że w II kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wzrost eksportu, czemu – zdaniem większości członków Rady – sprzyjało pewne osłabienie złotego w ostatnim okresie. Zaznaczano, że deprecjacja złotego – podobnie jak wielu innych walut gospodarek rozwijających się – była związana z podwyższoną niepewnością na światowych rynkach finansowych. Niepewność ta przyczyniała się także do spadku cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

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

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

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

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według lipcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 1,8%. Część członków Rady podkreślała, że prognoza inflacji w bieżącym roku została obniżona, mimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Zaznaczali oni, że rewizja w dół dynamiki cen wynika z wyraźnego obniżenia prognoz inflacji bazowej, następującego mimo wyższej niż wcześniej oczekiwano dynamiki PKB. Członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych latach inflacja – według lipcowej projekcji – ma stopniowo rosnać. Większość członków Rady uznała, że zgodnie z wynikami lipcowej projekcji inflacja pozostanie zbliżona do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych może być szybszy niż wskazuje projekcja lipcowa, ze względu na wyższą od prognozowanej dynamikę PKB w kraju, szybszy wzrost wynagrodzeń oraz ponowny wzrost dynamiki

cen usług. Członkowie ci wyrażali opinię, że inflację może dodatkowo podwyższać silniejsza reakcja cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie, wynikająca z polityki cenowej polskich producentów paliw. Podkreślali oni także prognozowany wzrost inflacji bazowej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być niższa niż wynika z lipcowej projekcji ze względu na wolniejszy wzrost inflacji bazowej. Wyrażali oni opinię, że dotychczasowy brak wzrostu inflacji bazowej mimo bardzo dobrej koniunktury zwiększa prawdopodobieństwo jej ograniczonego wzrostu w kolejnych kwartałach, szczególnie wobec oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB.

Członkowie Rady zaznaczali także, że w gospodarce brak jest obecnie wyraźnych oznak nierównowag. W szczególności podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie, a realne oprocentowanie kredytów utrzymuje się na wyraźnie dodatnim poziomie. Umiarkowana pozostaje także dynamika głównych agregatów pieniężnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymujący się poziom stopy referencyjnej, który w ujęciu realnym jest ujemny, może zwiększać ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce, w szczególności na rynku kredytowym i rynku nieruchomości. Zwracali oni uwagę na relatywnie szybki – w ich ocenie – wzrost kredytów konsumpcyjnych i wysoki na tle innych krajów europejskich poziom zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu.

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

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

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

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

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na 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 września 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna, mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że w Niemczech w II kw. br. wzrost aktywności gospodarczej przyspieszył, wspierany głównie przez silny popyt konsumpcyjny. Oceniano, że perspektywy koniunktury w tej gospodarce są dobre, choć czynnikiem niepewności jest odnotowany w poprzednim miesiącu spadek zamówień w przemyśle. Utrzymującym się korzystnym uwarunkowaniom dla niemieckiego popytu wewnętrznego towarzyszy niepewność dotycząca dynamiki eksportu Niemiec w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała jednak, że ze względu na możliwość porozumienia pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską obniżyło się ryzyko wprowadzenia ceł na import samochodów z Europy przez Stany Zjednoczone. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB jest obecnie wyższy niż przed rokiem. W II kw. br. dynamika PKB w tej gospodarce wyraźnie wzrosła, do czego przyczyniło się głównie ożywienie konsumpcji oraz przyspieszenie eksportu. Zaznaczano, że ryzyko dla globalnej koniunktury związane z polityką handlową Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie nieco się obniżyło, co oddziaływało w kierunku poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Wskazywano jednak, że – w związku ze złą sytuacją gospodarczą w Argentynie i Turcji – obniżyła się skłonność inwestorów do lokowania kapitału w części gospodarek rozwijających się. Wpływało to negatywnie na ceny aktywów tych gospodarek i przyczyniło się do osłabienia ich walut.

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

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

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć podtrzymuje zapowiedź zmniejszenia skali skupu od października br. i zakończenia tego programu z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – biorąc pod uwagę oczekiwane stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego i nadal umiarkowaną inflację w strefie euro – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać na niskich poziomach przez dłuższy czas. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej, przy czym niektórzy członkowie Rady oceniali, że jego tempo może być wolniejsze niż wcześniej oczekiwano. Wskazywano, że choć zacieśnianie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oddziałuje w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału

z gospodarek rozwijających się, to ryzyko silnego odpływu kapitału z gospodarek o korzystnej sytuacji gospodarczej i braku nierównowag zewnętrznych jest ograniczone.

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

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

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

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że – mimo utrzymującego się szybkiego wzrostu gospodarczego – roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana i w sierpniu br. pozostała na poziomie 2,0%. Zaznaczano, że w kierunku wyższych niż przed rokiem cen oddziaływały

głównie wyższe ceny paliw, a więc czynnik znajdujący się w dużej mierze poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii – choć w ostatnim miesiącu nieznacznie wzrosła – pozostaje niska, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są stabilne.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w perspektywie roku nieco wzrośnie, ale będzie zbliżona do 2,5%. Większość członków Rady oceniała, że także w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inflację może podwyższyć silniejszy wzrost cen energii, związany ze znaczną – i wynikającą z polityki cenowej polskich producentów – reakcją cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie oraz kosztów wynikających z konieczności dostosowania infrastruktury energetycznej do wymogów UE. Członkowie ci oceniali także, że w kolejnych miesiącach wzrosnąć może dynamika cen żywności w związku z suszą w miesiącach letnich. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu cen w przyszłym roku mogą oddziaływać także wprowadzane zmiany legislacyjne oraz indeksacja niektórych świadczeń. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że prawdopodobieństwo silniejszego wzrostu inflacji jest ograniczane przez dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które – wraz z silną konkurencją na rynku – zmniejszają skłonność firm do podnoszenia cen. Zaznaczali oni także, że inflacja bazowa będzie rosła w kolejnych miesiącach jedynie stopniowo.

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

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

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, stabilizacja stóp w kolejnych kwartałach będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać

utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki oraz podwyższona niepewność co do perspektywy koniunktury w gospodarce światowej.

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

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

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

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

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

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że są one wyraźnie wyższe niż przed rokiem. W ostatnim okresie odnotowano wzrost cen ropy naftowej, węgla i gazu. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej pozostają pod znaczącym wpływem czynników geopolitycznych. Dalszemu wzrostowi cen sprzyja oczekiwany spadek podaży ropy wynikający z nałożenia sankcji na Iran oraz Wenezuelę, przy braku deklaracji zwiększenia wydobywania w krajach OPEC+, a także rosnący popyt na paliwa będący efektem wciąż korzystnej globalnej koniunktury. Na notowania cen ropy w ostatnim okresie miały ponadto wpływ informacje o zapasach i wydobywaniu tego surowca w gospodarce amerykańskiej oraz oczekiwania co do ewentualnego rozpoczęcia sprzedaży ropy z zapasów strategicznych Stanów Zjednoczonych.

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

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć od października w zmniejszonej skali, i podtrzymuje zapowiedź zakończenia programu łagodzenia ilościowego z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – jeżeli oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie silniejsze niż wskazują na to aktualne prognozy – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać niskie dłużej niż to obecnie sygnalizuje EBC. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej i zgodnie z oczekiwaniami we wrześniu po raz kolejny podniosła stopy procentowe. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć oddziałuje to w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału z gospodarek wschodzących, to ryzyko silnego odpływu kapitału z krajów charakteryzujących się korzystną sytuacją gospodarczą i brakiem nierównowag zewnętrznych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych może zakończyć się wcześniej niż się obecnie oczekuje.

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

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano, że roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest nadal wysoka, choć stopniowo się obniża. Jednocześnie stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac, która jednak nie przyspiesza. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach. Ich zdaniem wskazuje na to spadek odsetka firm planujących podwyżki oraz umiarkowany wzrost płac w sferze budżetowej zakładany w projekcie ustawy budżetowej, a także utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się,

co wraz z prawdopodobnym nasilaniem się żądań płacowych w sferze budżetowej może przyczynić się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach.

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

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w I połowie 2019 r. będzie wyższa niż obecnie. Członkowie Rady zaznaczali, że do wzrostu inflacji przyczynią się głównie wyższe ceny energii związane z wyższymi cenami surowców energetycznych, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku wzrostu cen paliw może także oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji będzie również oczekiwana wyższa roczna dynamika cen części produktów żywnościowych będąca efektem tegorocznej suszy. Podkreślano, że źródłami podwyższonej inflacji będą zatem szoki podażowe, które jednocześnie będą negatywnie wpływały na rentowność firm i sytuację gospodarstw domowych. Z kolei inflacja bazowa ma rosnąć jedynie stopniowo i w I połowie 2019 r. powinna utrzymać się na poziomie niższym niż cel inflacyjny NBP.

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

Większość członków Rady oceniała, że mimo szoków podażowych, które mogą podwyższyć inflację w I połowie 2019 r., w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku ograniczenia inflacji w kolejnych latach będzie oddziaływać obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że oczekiwana skala spowolnienia dynamiki PKB jest relatywnie niewielka, przez co w niewielkim stopniu może ograniczać presję inflacyjną.

Członkowie Rady podkreślali, że w polskiej gospodarce nie występują obecnie wyraźne nierównowagi zewnętrzne i wewnętrzne. Wskazywano, że saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, a dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostaje umiarkowana, tj. niższa od wzrostu

nominalnego PKB. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że choć rynek mieszkaniowy jest obecnie w fazie wysokiej aktywności, to kredyty mieszkaniowe nie rosną w nadmiernym tempie. Ponadto w II kw. sprzedaż mieszkań była niższa niż w I kw., co może znaczyć, że ceny mieszkań osiągnęły poziom, który zaczyna ograniczać popyt na nie ze strony gospodarstw domowych.

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

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

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

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

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

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

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

nieznacznie przyspieszył, co potwierdza, że koniunktura w gospodarce amerykańskiej jest wciąż bardzo dobra. Przyczynia się do tego trwający wzrost zatrudnienia, jak również stymulacja fiskalna.

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

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

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

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

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Polsce, choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, konsumpcja, która wciąż jest wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji, których dynamika prawdopodobnie wzrosła w III kw., w szczególności ze względu na silne przyspieszenie inwestycji samorządów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane z ostatnich miesięcy – w tym spadek indeksu PMI oraz niższa dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej – świadczą o prawdopodobnym stopniowym obniżaniu się dynamiki aktywności gospodarczej.

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

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

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

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji wskazywano, że obecnie istnieje znacząca niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku związana w szczególności z możliwym wzrostem cen energii dla gospodarstw domowych, którego skala nie jest obecnie znana. Część członków Rady zaznaczała, że według obecnych prognoz, w tym wyników listopadowej projekcji NBP, inflacja w 2019 r. może przekroczyć 2,5%. Podkreślano, że do prognozowanego wzrostu inflacji w 2019 r. miałyby się przyczynić głównie założony znaczący wzrost cen energii dla gospodarstw domowych związany z relatywnie wysokimi cenami surowców energetycznych na świecie, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla oraz wyższymi cenami tzw. kolorowych certyfikatów. W kierunku wyższych cen energii może również oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej na paliwa. Z kolei inflacja bazowa ma – według prognoz – rosnąć

jedynie stopniowo i w 2019 r. powinna utrzymać się poniżej 2,5%. Większość członków Rady podkreślała, że źródłami wyższej inflacji w 2019 r. będą zatem głównie potencjalne egzogeniczne szoki podażowe, które mogą podwyższyć dynamikę cen, ale jednocześnie będą negatywnie wpływały na sytuację firm i gospodarstw domowych, a przez to na dynamikę wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do średniookresowych perspektyw kształtowania się inflacji, niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost cen energii może być czynnikiem podwyższającym inflację także w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost cen energii może przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne w gospodarce. W związku z tym inni członkowie Rady wskazywali na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% w horyzoncie kilku najbliższych lat. Większość członków Rady podkreślała jednak, że – zgodnie z listopadową projekcją NBP, w której przyjęto konserwatywne założenia odnośnie do skali podwyżek cen energii – inflacja ma pozostać w przedziale odchyień od celu i, po przejściowym wyraźnym wzroście w 2019 r., w 2020 r. będzie się stopniowo obniżać. Zdaniem tych członków Rady prawdopodobieństwo trwałego wzrostu inflacji ze względu na wzrost kosztów energii jest ograniczane przez silną konkurencję wśród przedsiębiorstw, a także oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. W odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych członkowie ci zaznaczali, że w dłuższym okresie nie widać ryzyka ich nadmiernego wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiada zakończenie ich skupu z końcem 2018 r. Część

członków Rady oceniała, że wobec pogorszenia się bieżącej koniunktury i perspektyw wzrostu w strefie euro, prawdopodobnie wydłuży się okres utrzymywania stóp procentowych w tej strefie na bardzo niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna, po kolejnej podwyżce we wrześniu, w listopadzie utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Część członków Rady zaznaczała, że także w tej gospodarce – ze względu na ryzyko osłabienia wzrostu w efekcie pogorszenia globalnej koniunktury – skala dalszych podwyżek stóp procentowych może być mniejsza niż wcześniej oczekiwano.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wstępne dane o PKB w III kw. wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że w III kw. towarzyszył temu wyraźny wzrost inwestycji. Zwracano uwagę, że złożyła się na to relatywnie wysoka dynamika inwestycji publicznych – szczególnie samorządowych – oraz szybszy niż w I połowie roku wzrost nakładów brutto na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach. Czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu aktywności w kraju było natomiast wyraźne spowolnienie eksportu, związane z pogorszeniem koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Wobec niższej dynamiki eksportu i relatywnie stabilnego wzrostu importu wspieranego przez silny popyt krajowy, wkład eksportu netto do dynamiki PKB był w III kw. ujemny. Zaznaczano, że negatywny wpływ sytuacji gospodarczej w strefie euro na koniunkturę w Polsce potwierdzają także dane o sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw: w III kw. sprzedaż zagraniczna dużych firm obniżyła się. Towarzyszył temu wzrost kosztów sprzedaży przedsiębiorstw, wynikający z rosnących wynagrodzeń oraz wyższych niż przed rokiem cen części surowców. Część członków Rady podkreślała jednak, że mimo tych negatywnych uwarunkowań, całkowite przychody ze sprzedaży dużych przedsiębiorstw były wyraźnie wyższe niż przed rokiem, a ich sytuacja finansowa pozostała dobra.

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

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

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

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji zaznaczano, że występuje znacząca niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku. Niepewność ta jest głównie związana z kształtowaniem się cen energii dla gospodarstw domowych. Zaznaczano jednocześnie, że inflacja w 2019 r. będzie ograniczana przez niższy niż wcześniej prognozowano poziom cen ropy naftowej. W konsekwencji oceniano, że ryzyko silnego wzrostu inflacji w przyszłym roku obniżyło się. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych – ze względu na strukturę rynku paliwowego w Polsce – może nie w pełni przełożyć się na krajowe ceny paliw. Część członków Rady oceniała także, że inflacja w przyszłym roku może być zwiększana przez podwyżki części cen administrowanych, w tym w transporcie publicznym, a także cen dóbr o wysokim udziale energii elektrycznej w kosztach produkcji.

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

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

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. W 2019 r. inflacja może być podwyższona przez wzrost cen energii, tj. czynnik pozostający poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Skalę wzrostu cen energii w 2019 r. będzie prawdopodobnie ograniczał obserwowany w ostatnich miesiącach spadek cen ropy naftowej. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że

przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej.

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

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

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

Załącznik 7. Wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami

Poniżej zamieszczono wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi w 2018 r.

■ Data: 10 kwietnia 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2018 z dnia 10 kwietnia 2018 r. w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2017 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

■ Data: 15 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2018 z dnia 15 maja 2018 r. w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017.

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: 15 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2018 z dnia 15 maja 2018 r. w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2017.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 29 maja 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 4 września 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 7 listopada 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: K. Zubelewicz

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

■ Data: 4 grudnia 2018 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Wyniki głosowania członków RPP:

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

www.nbp.pl

