



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2021 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 1 lipca 2021 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	13
1.3 Światowe rynki surowców	15
1.4 Polityka pieniężna za granicą	16
1.5 Światowe rynki finansowe	19
2. Gospodarka krajowa	21
2.1 Ceny dóbr i usług	21
Ramka 1: Statystyczna i modelowa identyfikacja czynników wpływających na inflację w Polsce	24
Ramka 2: Efekt bazy w inflacji CPI – ujęcie statystyczne i ekonomiczne	27
2.2 Popyt i produkcja	28
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	39
2.4 Rynek pracy	40
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	43
2.6 Pieniądz i kredyt	46
2.7 Bilans płatniczy	48
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2021 r.	51
4. Projekcja inflacji i PKB	67
4.1 Synteza	68
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	69
4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023	73
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	83
4.5 Źródła niepewności projekcji	85
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2021 r.	89

Synteza

W I połowie 2021 r. kontynuowane było ożywienie aktywności w gospodarce światowej. Globalny PKB wzrósł w I kw. br. w ujęciu rocznym po raz pierwszy od wybuchu pandemii, co w istotnym stopniu wynikało z efektu niskiej bazy w ubiegłym roku. Jednocześnie PKB w wielu krajach pozostawał niższy niż przed wybuchem pandemii. Na kształtowanie się koniunktury w poszczególnych gospodarkach i miesiącach nadal silnie wpływała sytuacja epidemiczna i związane z nią restrykcje. W szczególności aktywność gospodarcza w Europie w I kw. br. była ograniczana przez utrzymywanie się trudnej sytuacji epidemicznej. Jednocześnie nadal występowało znaczne zróżnicowanie koniunktury w globalnym przemyśle i usługach. W I kw. br. produkcja przemysłowa i światowy handel towarami wzrosły i kształtowały się powyżej poziomów notowanych przed wybuchem pandemii. Natomiast aktywność w usługach w I kw. br. była w wielu krajach nadal niższa niż przed pandemią, jakkolwiek w głównych gospodarkach rozwiniętych wskaźniki nastrojów w tym sektorze wzrosły w ostatnich miesiącach w ślad za poprawą sytuacji epidemicznej.

Inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie istotnie wzrosła od początku 2021 r., osiągając w maju najwyższy poziom od 2011 r. Wzrost inflacji odzwierciedlał przede wszystkim wyższą dynamikę cen energii związaną ze wzrostem cen surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej. W części gospodarek zwiększyła się również inflacja bazowa. Jednocześnie w wielu gospodarkach bardzo silnie wzrosły wskaźniki cen producenta, czemu – oprócz wysokiej dynamiki cen surowców energetycznych – sprzyjały wyraźnie wyższe niż w ubiegłym roku ceny metali, a także zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw i bardzo silny wzrost cen frachtów. Inflacja w strefie euro kształtuje się na istotnie wyższym poziomie niż na początku roku i według wstępnego szacunku w czerwcu br. wyniosła 1,9% r/r. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych dynamika cen wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach. W maju 2021 r. inflacja CPI wyniosła 5,0% r/r, a inflacja bazowa 3,8% r/r.

Główne banki centralne na świecie w dalszym ciągu prowadzą silnie ekspansywną politykę pieniężną. Wiele z nich utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym część poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów. W ostatnich miesiącach banki centralne uzasadniały utrzymywanie łagodnych warunków monetarnych – pomimo wzrostu dynamiki cen i poprawy perspektyw gospodarczych – głównie przejściowym charakterem czynników podwyższających inflację oraz koniecznością wsparcia odbudowy aktywności gospodarczej po kryzysie spowodowanym pandemią przy nadal wysokiej niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji epidemicznej. Jednocześnie uczestnicy rynków finansowych oczekują w najbliższych latach kształtowania się stóp procentowych w głównych gospodarkach na niskim – choć nieco wyższym niż obecnie – poziomie.

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych nadal się poprawiały. Korzystnie na nastroje wpływał postęp w procesie szczepień na COVID-19 w głównych gospodarkach oraz związane z nim oczekiwania na wyraźne ożywienie gospodarcze w najbliższych kwartałach. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast utrzymująca się niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, w tym pojawiające się informacje o wykryciu nowych wariantów wirusa SARS-CoV-2. Dolar amerykański – po wcześniejszym osłabieniu – umocnił się w ostatnim okresie

względem innych walut. Z kolei rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w większości głównych gospodarek rozwiniętych w ostatnich miesiącach były relatywnie stabilne. Jednocześnie ceny akcji w wielu gospodarkach dalej rosły.

W Polsce dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach 2021 r. rosła, a w czerwcu – według wstępnego szacunku GUS – obniżyła się do 4,4% r/r. Wyższa niż na początku roku dynamika cen dóbr konsumpcyjnych wynikała w przeważającej mierze ze wzrostu cen paliw do prywatnych środków transportu na skutek rosnących cen ropy naftowej na rynkach światowych i silnego efektu bazy związanego z ich spadkiem w II kw. 2020 r., tj. po wybuchu pandemii COVID-19. Istotny dodani wkład do inflacji CPI miały również w dalszym ciągu ceny administrowane (w tym energii elektrycznej oraz opłaty za wywóz nieczystości), a począwszy od kwietnia br. również ceny żywności, tj. czynniki, które – podobnie jak wzrost cen surowców – są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Z kolei w czerwcu br. na spadek inflacji oddziaływało pewne obniżenie się dynamiki cen paliw, która jednak była nadal wysoka. Jednocześnie dane opublikowane przez GUS pozwalają przypuszczać, że w czerwcu spowolnił wzrost cen towarów nieżywnościowych i usług. W związku z tym inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności według wstępnych szacunków w czerwcu istotnie obniżyła się. Natomiast w kierunku wyższej inflacji oddziaływał dalszy wzrost cen żywności.

W Polsce aktywność gospodarcza w pierwszych miesiącach 2021 r. pozostawała pod istotnym wpływem sytuacji epidemicznej, choć wpływ ten był mniejszy niż w początkowej fazie pandemii. W I kw. 2021 r. roczna dynamika PKB w Polsce wzrosła, jednak pozostała ujemna (wyniosła -0,9% r/r wobec -2,7% r/r w IV kw. 2020 r.). Konsumpcja prywatna – w warunkach częściowego poluzowania obostrzeń epidemicznych – nieznacznie wzrosła w ujęciu rocznym, choć pozostała niższa niż przed wybuchem pandemii. Również nakłady brutto na środki trwałe po raz pierwszy od początku pandemii osiągnęły wyższy poziom niż przed rokiem. Wzrosła przede wszystkim dynamika inwestycji przedsiębiorstw, czemu prawdopodobnie sprzyjała poprawa perspektyw koniunktury, w związku m.in. z realizacją programu szczepień przeciw COVID-19. Podobnie jak w poprzednich kwartałach – choć w mniejszym stopniu – dodatni wpływ na roczną dynamikę PKB miał wzrost spożycia publicznego. Natomiast ujemny wkład do wzrostu PKB miał eksport netto.

Dostępne dane wskazują, że na rynku pracy – po częściowej odbudowie popytu na pracę w II połowie 2020 r. – na początku 2021 r. popyt pozostawał nieco niższy niż przed pandemią. Roczna dynamika przeciętnego zatrudnienia w gospodarce narodowej i w sektorze przedsiębiorstw w I kw. br. była nadal ujemna, choć wyższa niż w początkowej fazie pandemii. Stopa bezrobocia rejestrowanego po oczyszczeniu z efektów sezonowych w ostatnich miesiącach pozostała relatywnie stabilna na poziomie nieco wyższym niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii, ale istotnie niższym niż we wcześniejszych latach. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w I kw. br. nieco wzrosła, co wynikało głównie z szybszego wzrostu wynagrodzeń poza sektorem przedsiębiorstw.

NBP, po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej w I połowie 2020 r., w kolejnych kwartałach utrzymywał podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuował pozostałe działania podjęte w reakcji na pandemię. W szczególności stopa referencyjna NBP była utrzymywana na poziomie 0,1%. Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. NBP w dalszym ciągu oferował także kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki.

Rentowności polskich obligacji skarbowych kształtują się na znacznie niższym poziomie niż w poprzednich latach. W ostatnich miesiącach rentowność 10-letnich obligacji – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – była relatywnie stabilna, natomiast rentowności obligacji o krótszych terminach zapadalności nieco wzrosły. Z kolei średni kurs złotego – zarówno do euro, jak i do dolara amerykańskiego – w czerwcu 2021 r. był zbliżony do odnotowanego w lutym br. Jednocześnie ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wyraźnie wzrosły.

Dynamika roczna agregatu M3 w pierwszych miesiącach 2021 r. obniżyła się i w maju br. była zbliżona do średniej z 2019 r. Dynamika roczna kredytów dla gospodarstw domowych w I kw. br. obniżyła się, a dynamika kredytów dla przedsiębiorstw była nadal ujemna. Spadek kredytów dla przedsiębiorstw wynikał w dużym stopniu z mniejszego niż przed pandemią popytu na finansowanie bankowe ze strony firm, w tym na skutek uzyskania przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w ramach rządowych działań antykryzysowych.

Saldo obrotów bieżących kształtowało się w I kw. 2021 r. na wysokim poziomie. Dodatni poziom tego salda był efektem utrzymującej się nadwyżki w obrotach towarowych i handlu usługami. Z kolei saldo dochodów pierwotnych pozostało ujemne przede wszystkim pod wpływem relatywnie wysokich dochodów uzyskanych przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim stopniu zrównoważenia polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2021 r. oraz *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu 2021 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2021 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2021 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,8–4,4% w 2021 r. (wobec 2,7–3,6% w projekcji z marca 2021 r.), 2,5–4,1% w 2022 r. (wobec 2,0–3,6%) oraz 2,4–4,3% w 2023 r. (wobec 2,2–4,2%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1–5,8% w 2021 r. (wobec 2,6–5,3% w projekcji z marca 2021 r.), 4,2–6,5% w 2022 r. (wobec 4,0–6,9%) oraz 4,1–6,5% w 2023 r. (wobec 4,0–6,8%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

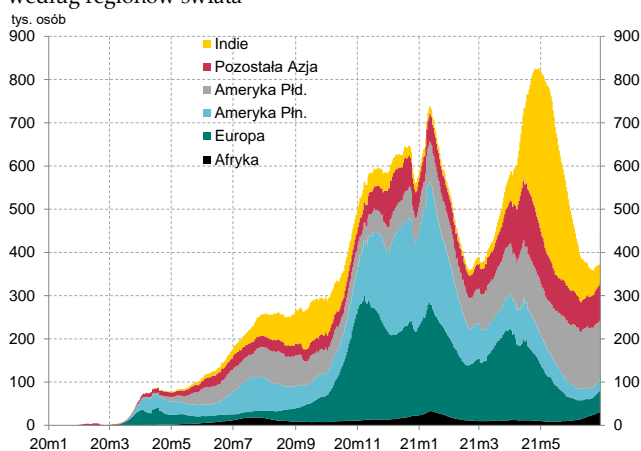
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W I połowie 2021 r. kontynuowane było ożywienie aktywności w gospodarce światowej. Jednocześnie koniunktura w poszczególnych gospodarkach i miesiącach nadal silnie zależała od sytuacji epidemicznej i związanych z nią restrykcji.

Na początku br. w Europie oraz Ameryce Północnej liczba zakażeń COVID-19 utrzymywała się na wysokim poziomie (Wykres 1.1). Towarzyszyły temu silne ograniczenia w życiu gospodarczym i społecznym (Wykres 1.2). Do końca I kw. liczba nowych zakażeń w Ameryce Północnej obniżyła się, natomiast w Europie pozostawała wysoka jeszcze na początku II kw. W wielu innych regionach świata sytuacja epidemiczna w II kw. br. pozostawała trudna. W kwietniu i maju nastąpił silny przyrost zakażeń w Indiach, w związku z czym zaostrzono tam – a także w wielu innych krajach azjatyckich, w tym w Chinach – restrykcje epidemiczne. W Ameryce Południowej wskaźniki zakażeń kształtowały się w I połowie br. na podwyższonych poziomach.

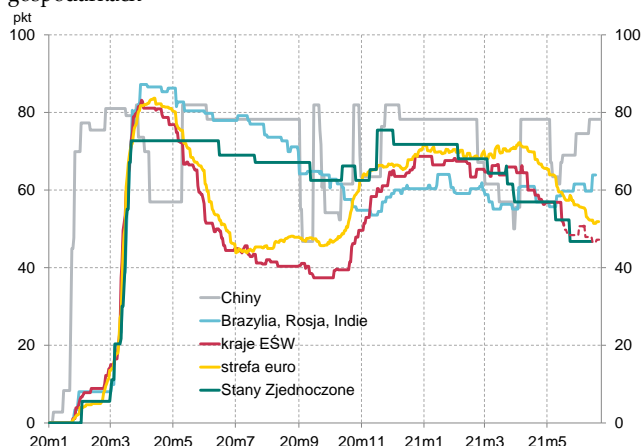
W II kw. br. proces szczepień na świecie znacznie przyspieszył. Wśród największych gospodarek najwyższe odsetki osób zaszczepionych notowane są w Wielkiej Brytanii, a także w Stanach Zjednoczonych i UE (Wykres 1.3). W większości gospodarek rozwijających się stopień wyszczenia populacji w połowie br. był wyraźnie niższy niż w gospodarkach rozwiniętych. Od maja silnie przyspieszyło tempo szczepień w Chinach. Relatywnie szybko na tle

Wykres 1.1 Dzienna liczba nowych zakażeń koronawirusem według regionów świata



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

Wykres 1.2 Wskaźnik restrykcji epidemicznych w wybranych gospodarkach



Źródło: dane University of Oxford Coronavirus Government Response Tracker, obliczenia NBP.

Wskaźnik dla grupy krajów jest średnią arytmetyczną wartości wskaźnika dla poszczególnych krajów. „Kraje ESW” – kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej należące do Unii Europejskiej, ale niebędące członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgaria, Czechy, Chorwacja, Węgry oraz Rumunia. Linia przerywaną zaznaczono średnią dla krajów ESW z pominięciem Węgier, dla których dostępne dane kończą się wcześniej.

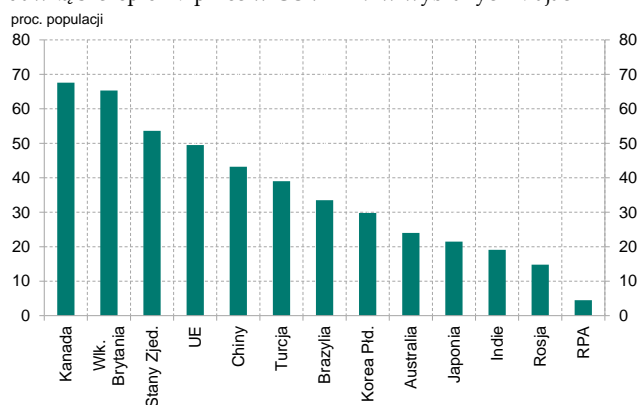
pozostałych dużych gospodarek wschodzących proces szczepień przebiega też w Brazylii i Turcji.

Globalny PKB wzrósł w I kw. br. w ujęciu rocznym po raz pierwszy od wybuchu pandemii, do czego w istotnym stopniu przyczynił się efekt niskiej bazy z ubiegłego roku (Wykres 1.4). Tempo poprawy było przy tym ograniczane przez utrzymywanie się trudnej sytuacji epidemicznej w Europie i zaostrzenie restrykcji sanitarnych w dużych gospodarkach azjatyckich. Jednocześnie utrzymało się znaczne zróżnicowanie koniunktury w globalnym przemyśle i usługach. W I kw. br. produkcja przemysłowa i światowy handel towarami kształtowały się powyżej poziomów notowanych przed wybuchem pandemii. Wskaźniki aktywności z II kw. br. sygnalizowały dalszy wzrost globalnego popytu na towary przemysłowe, a na niektórych rynkach pojawiały się ograniczenia podażowe. Natomiast aktywność w usługach w I kw. br. była w wielu krajach nadal niższa niż przed pandemią, jakkolwiek w głównych gospodarkach rozwiniętych wskaźniki nastrojów w tym sektorze wzrosły w ostatnich miesiącach w ślad za poprawą sytuacji epidemicznej. Utrzymywało się również zróżnicowanie w tempie wzrostu gospodarczego pomiędzy krajami. W II kw. br. wyraźnej poprawie wskaźników koniunktury w głównych gospodarkach rozwiniętych towarzyszyły słabe odczyty z niektórych gospodarek wchodzących, w których sytuacja epidemiczna pozostawała trudna.

Ożywienie w gospodarce światowej nadal było silnie wspierane przez antykryzysowe działania fiskalne, w tym wdrożenie dużego pakietu fiskalnego w Stanach Zjednoczonych, oraz akomodacyjną politykę pieniężną głównych banków centralnych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

PKB w strefie euro obniżył się w I kw. br. o 1,3% r/r (po spadku o 4,7% r/r w IV kw. ub.r.) i był o 5,1% niższy niż przed wybuchem pandemii (Wykres

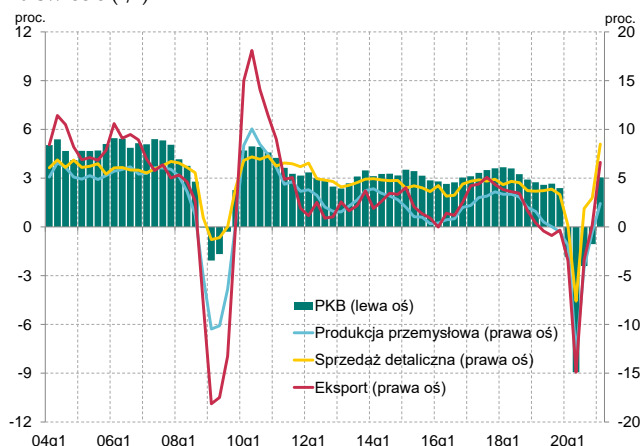
Wykres 1.3 Odsetek osób zaszczepionych przynajmniej jedną dawką szczepionki przeciw COVID-19 w wybranych krajach



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

Dane dla Chin – stan na 10 czerwca; RPA – 25 czerwca; Wielkiej Brytanii – 26 czerwca; pozostałych krajów – 27 czerwca.

Wykres 1.4 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

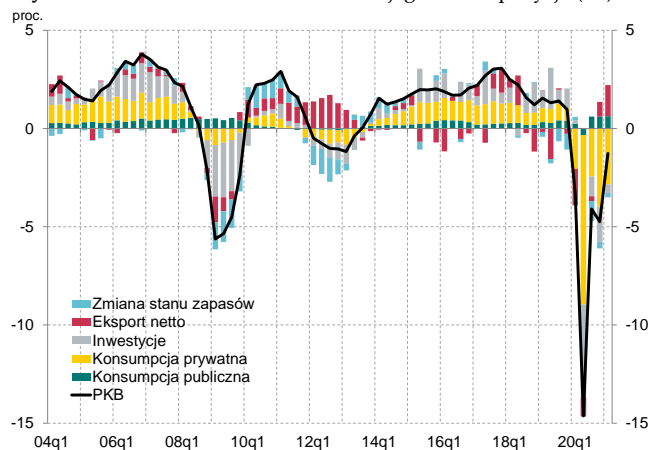
PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau. Uwaga: ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów w okresie pandemii, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

1.5, Wykres 1.8)¹. W wielu krajach strefy euro aktywność gospodarcza osłabiła się w I kw. w porównaniu z poprzednim kwartałem wskutek utrzymywania relatywnie silnych obostrzeń przyczyniających się do spadku aktywności w sektorze usług. Natomiast rosnąca aktywność w przemyśle nadal oddziaływała w kierunku wzrostu PKB w strefie euro (Wykres 1.6). Dzięki funkcjonowaniu programów subsydiowania zatrudnienia wpływ pandemii na rynek pracy pozostał łagodniejszy niż na aktywność gospodarczą. Obniżanie się liczby nowych zamówień w II kw. znajdowało odzwierciedlenie w stopniowym znoszeniu obostrzeń epidemicznych oraz wyraźnej poprawie wskaźników nastrojów i wskaźników aktywności o wysokiej częstotliwości.

W Niemczech PKB w I kw. br. zmniejszył się o 3,1% r/r (po spadku o 3,3% r/r w IV kw. ub.r.), do poziomu o 5% niższego niż przed pandemią. Na dalszy spadek PKB w największym stopniu wpłynęło zmniejszenie się konsumpcji prywatnej, w szczególności usług, na skutek wprowadzonych restrykcji. Zmniejszyły się także wydatki na dobra trwałego użytku po wzroście – przejściowo obniżonej w związku z pandemią – stawki VAT². W kierunku słabszej dynamiki PKB oddziaływał również spadek inwestycji, zwłaszcza budowlanych wskutek niekorzystnych warunków atmosferycznych. Zwiększenie popytu zagranicznego sprzyjało natomiast umocnieniu się dynamiki eksportu.

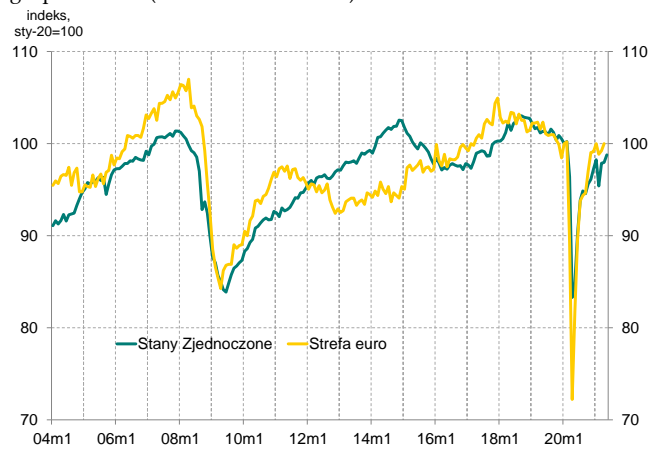
Spadek PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro wyniósł w I kw. br. 1,2% r/r (wobec spadku o 3,9% r/r w IV kw. ub.r.). Skala spadku aktywności gospodarczej w krajach regionu zmniejszyła się mimo relatywnie silnych fal zakażeń i związanego z nimi utrzymywania restrykcji epidemicznych (Wykres 1.7). Sprzyjała

Wykres 1.5 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.6 Poziom produkcji przemysłowej w wybranych gospodarkach (dane odsezonowane)



Źródło: dane Fed, Eurostat, obliczenia NBP.

¹ Poprawa dynamiki PKB r/r względem IV kw. ub. r. odzwierciedlała głównie efekt bazy związany ze spadkiem PKB w I kw. 2020 r. W ujęciu kw/kw PKB obniżył się o 0,3%, po spadku o 0,6% w IV kw. 2020 r.

² Niższa stawka VAT obowiązywała od lipca do grudnia 2020 r.

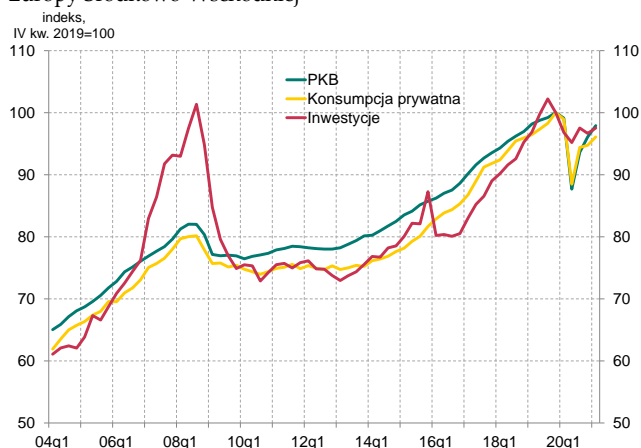
temu postępująca odbudowa aktywności w przemyśle, wspierana przez korzystną koniunkturę w światowym handlu. Towarzyszył jej pierwszy od początku pandemii wzrost inwestycji w ujęciu rocznym, choć poziom inwestycji pozostał niższy niż przed pandemią. Poluzowanie obostrzeń od kwietnia br. spowodowało wyraźną poprawę nastrojów zarówno konsumentów, jak i przedsiębiorców.

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. 2021 r. wzrosła do 0,4% r/r (z -2,4% r/r w IV kw. 2020 r.; Wykres 1.8). Poprawa koniunktury wynikała przede wszystkim ze wzrostu konsumpcji prywatnej, wspieranej przez silny wzrost dochodów gospodarstw domowych w następstwie transferów wypłaconych na podstawie ustawy *American Rescue Plan Act of 2021*. Szczególnie mocno wzrosła konsumpcja dóbr trwałych, natomiast wydatki na usługi pozostawały niższe niż przed rokiem wskutek relatywnie silnych restrykcji obowiązujących w większości stanów na początku tego okresu³. W kierunku wyższego PKB oddziaływał także relatywnie silny wzrost inwestycji mieszkaniowych, odzwierciedlający wysoki popyt wspierany m.in. przez niskie stopy procentowe, oraz rosnące inwestycje przedsiębiorstw w maszyny i urządzenia, a także własność intelektualną. Jednocześnie, w warunkach niekorzystnego oddziaływania pandemii na rynek nieruchomości komercyjnych, pogłębiła się skala spadku nakładów kapitałowych na budownictwo niemieszkalne. Wskaźniki nastrojów oraz wskaźniki wysokiej częstotliwości w II kw. 2021 r. sygnalizują dalszy wzrost aktywności. Jednocześnie stopień niewykorzystania zasobów na rynku pracy pozostaje wysoki.

PKB w Wielkiej Brytanii obniżył się w I kw. 2021 r. o 6,1% r/r (po spadku o 7,3% r/r w IV kw. ub.r.) i był o 8,7% niższy niż przed wybuchem pandemii.

³ W Stanach Zjednoczonych najwyższa do tej pory fala zakażeń miała miejsce na przełomie 2020 i 2021 r. Z tego powodu w pierwszych tygodniach br. obowiązywały relatywnie ostre restrykcje. Wobec poprawy sytuacji epidemicznej, w marcu większość stanów poluzowała ograniczenia.

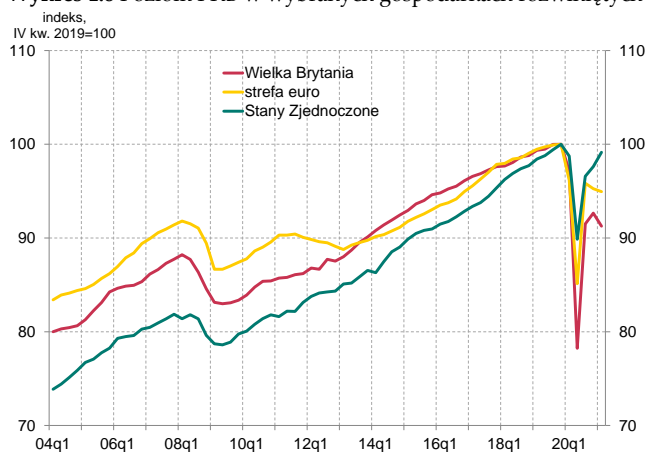
Wykres 1.7 Poziom PKB i jego wybranych komponentów w krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.8 Poziom PKB w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office for National Statistics, obliczenia NBP.

Skalę poprawy dynamiki PKB w I kw. br. ograniczało ponowne wprowadzenie ostrych restrykcji na początku stycznia 2021 r. W szczególności zmniejszyła się dynamika konsumpcji gospodarstw domowych, przede wszystkim usług. Obniżyła się także dynamika inwestycji przedsiębiorstw, w tym najsilniej inwestycji w środki transportu. Poluzowanie wielu restrykcji w II kw. 2021 r. skutkowało poprawą wskaźników aktywności, zwłaszcza w usługach.

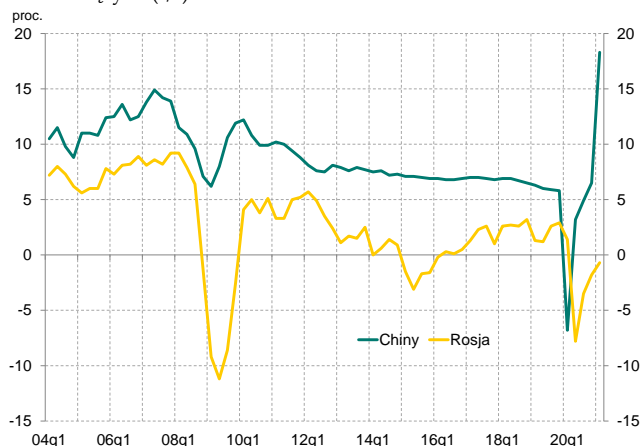
W Chinach PKB wzrósł w I kw. br. o 18,3% r/r, po wzroście o 6,5% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 1.9). Wysoka dynamika PKB odzwierciedlała w dużej mierze efekt bazy związany ze spadkiem PKB w I kw. 2020 r. Natomiast w ujęciu kw/kw wzrost PKB w I kw. br. osłabł, co było związane z wprowadzeniem ograniczeń mobilności w reakcji na wzrost ryzyka epidemicznego na terenie kraju. Jednocześnie popyt zagraniczny na produkowane przez Chiny towary pozostał silny, zwłaszcza w przypadku wyrobów medycznych, środków ochrony oraz sprzętu elektronicznego. Wysoka dynamika chińskiego eksportu utrzymała się również na początku II kw., natomiast popyt konsumpcyjny był wciąż relatywnie słaby.

W pozostałych gospodarkach wschodzących w I kw. br. kontynuowana była odbudowa aktywności gospodarczej. Podobnie jak w II połowie ub.r. była ona zróżnicowana pomiędzy krajami. W Rosji spadek PKB wyhamował do 0,7% r/r, a w Brazylii i Indiach odnotowano wzrost PKB o odpowiednio 1,0% r/r i 1,6% r/r.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

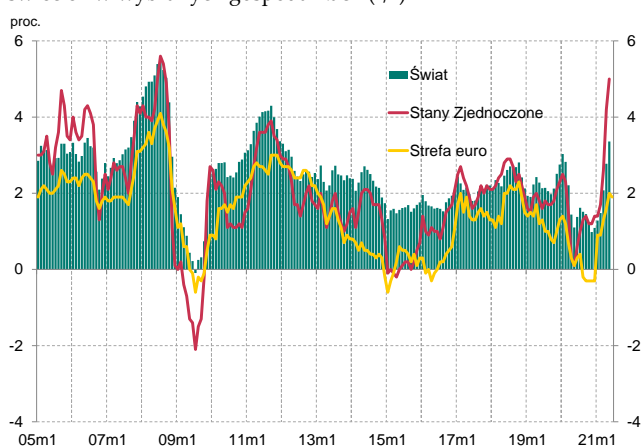
Inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie istotnie wzrosła od początku 2021 r., osiągając w maju najwyższy poziom od 2011 r. (Wykres 1.10). Wzrost inflacji odzwierciedlał przede wszystkim wyższą dynamikę cen energii związaną ze wzrostem cen surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W części gospodarek

Wykres 1.9 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

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

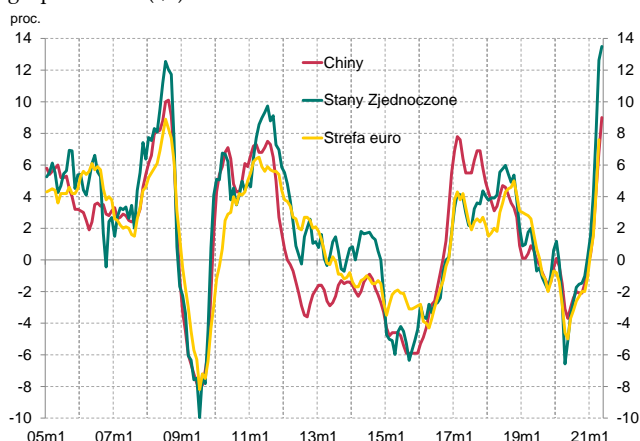
zwiększyła się również inflacja bazowa. Jednocześnie w wielu gospodarkach bardzo silnie wzrosły wskaźniki cen producenta, czemu – oprócz wysokiej dynamiki cen surowców energetycznych – sprzyjały wyraźnie wyższe niż w ubiegłym roku ceny metali⁴, a także zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw (Wykres 1.11). Towarzyszył temu bardzo silny wzrost cen frachtów⁵.

Inflacja w strefie euro kształtuje się na wyższym poziomie niż na początku roku (według wstępnego szacunku w czerwcu br. wyniosła 1,9% r/r w porównaniu z 0,9% r/r w styczniu br.). Oprócz drożejącej energii na wzrost inflacji w tej gospodarce oddziaływało przyspieszenie wzrostu cen towarów w związku z ponownym wzrostem stawek podatku VAT w Niemczech do poziomów sprzed pandemii. Natomiast dynamika cen usług pozostała na umiarkowanym poziomie, co znalazło odzwierciedlenie w relatywnie stabilnej inflacji bazowej, która w czerwcu br. wyniosła 0,9% r/r (wobec 1,4% r/r w styczniu; Wykres 1.12).

Inflacja w Stanach Zjednoczonych wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach, osiągając poziomy wyższe od obserwowanych przed wybuchem pandemii. W maju 2021 r. inflacja CPI zwiększyła się do 5,0% r/r, a inflacja bazowa do 3,8% r/r⁶. Na wzrost inflacji od początku roku złożył się wzrost dynamiki cen surowców energetycznych, podwyżki cen usług w zakresie rekreacji i wypoczynku oraz transportu po poluzowaniu większości restrykcji epidemicznych, a także wzrost cen dóbr trwałego użytku (zwłaszcza używanych samochodów).

Inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro także wzrosła od początku

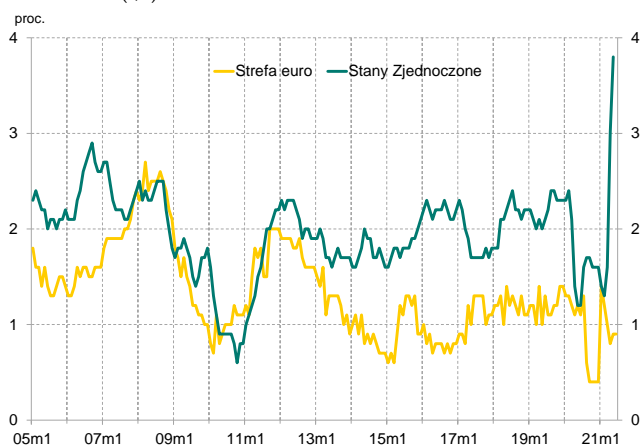
Wykres 1.11 Wskaźniki inflacji cen producenta w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, obliczenia NBP.

Stany Zjednoczone – dynamika cen producenta w sektorach przetwórstwa przemysłowego, strefa euro i Chin – dynamika cen producenta w przemyśle.

Wykres 1.12 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej.

⁴ W maju 2021 r. dynamika cen miedzi wyniosła 94,0% r/r, aluminium 66,0% r/r, a rudy żelaza 122,1% r/r (według danych MFW). Ceny metali znajdują się obecnie na znacznie wyższych poziomach niż przed wybuchem pandemii.

⁵ Wskaźnik cen frachtu surowców na świecie *Baltic Dry Index* wzrósł w maju o 506% r/r, a wskaźnik cen frachtu kontenerów z Szanghaju *Shanghai Containerized Freight Index* wzrósł w maju br. o 283% r/r. Silny wzrost cen frachtu wynikał ze wzrostu globalnego popytu na dobra importowane oraz zakłóceń w pracy portów w Chinach z powodu wykrycia tam przypadków zakażeń COVID-19.

⁶ Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w maju 2021 r. była o 3,6 pkt proc. wyższa niż w styczniu br., z czego szacowany efekt bazy stanowił około 1,5 pkt proc.

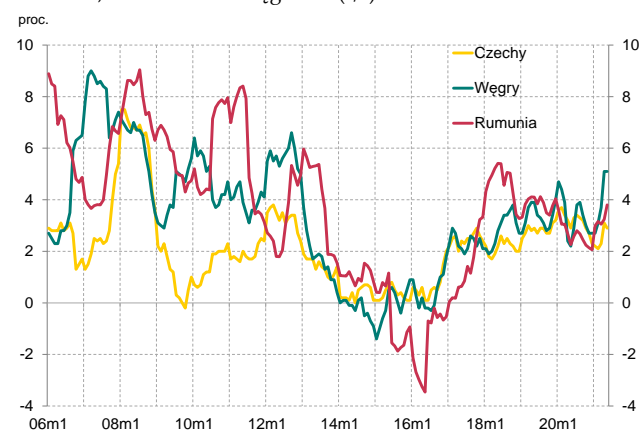
2021 r. (Wykres 1.13). Przyczynił się do tego głównie znaczny wzrost dynamiki cen energii, zwłaszcza paliw do prywatnych środków transportu. Ponadto w Czechach na wzrost inflacji wpłynął wzrost stawki akcyzy na wyroby tytoniowe, a także zmiany cen regulowanych związanych z zaopatrywaniem w wodę, odprowadzaniem ścieków i wywozem śmieci oraz z ochroną zdrowia. Na Węgrzech, które notują najwyższe poziomy inflacji wśród krajów UE, dynamikę cen konsumpcyjnych również podwyższyło podniesienie stawki akcyzy na wyroby tytoniowe, a w Rumunii – deregulacja rynku energii elektrycznej.

1.3 Światowe rynki surowców

Po głębokim spadku w początkowej fazie pandemii, od połowy 2020 r. ceny surowców silnie wzrosły w warunkach odbudowy aktywności gospodarczej na świecie. W rezultacie w połowie 2021 r. roczna dynamika cen większości surowców była wysoka.

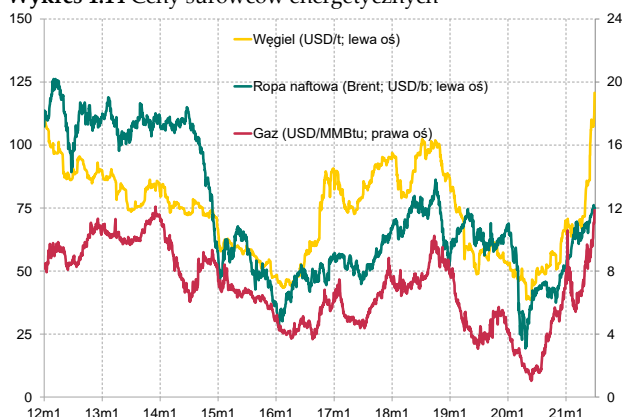
Po silnym wzroście na przełomie lat 2020 i 2021, w ostatnich miesiącach ceny ropy dalej stopniowo rosły i ukształtowały się powyżej poziomu sprzed wybuchu pandemii (Wykres 1.14). Jednocześnie – ze względu na silny efekt bazy związany z głębokim spadkiem cen w pierwszych miesiącach pandemii – roczna dynamika cen ropy była bardzo wysoka (w maju wyniosła 110,8% r/r, a w czerwcu 80,0% r/r). Wzrost cen ropy w ostatnim czasie był spowodowany zarówno rosnącym popytem odzwierciedlającym poprawę koniunktury na świecie, jak i ograniczeniami podaży tego surowca. Ograniczenia te wynikały z utrzymywania limitów wydobywania przez kraje OPEC+ oraz wciąż niższej niż przed pandemią produkcji ropy przez przedsiębiorstwa m.in. w Stanach Zjednoczonych⁷.

Wykres 1.13 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.14 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

⁷ Ograniczająco na produkcję ropy w Stanach Zjednoczonych mogła oddziaływać m.in. polityka klimatyczna administracji prezydenta J. Bidena. W szczególności w styczniu br. wydano rozporządzenie, które wstrzymuje zawieranie nowych umów dzierżawy w celu wydobywania ropy i gazu na ziemiach należących do rządu federalnego.

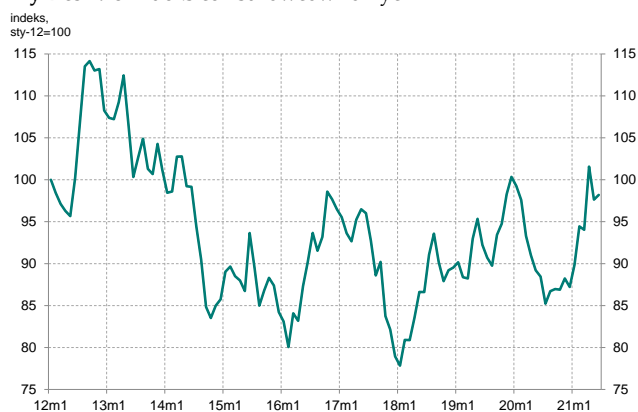
W ostatnich miesiącach ceny gazu ziemnego oraz węgla kamiennego wyraźnie wzrosły i kształtowały się na znacznie wyższych poziomach niż przed rokiem i wyższych niż przed wybuchem pandemii. W kierunku wzrostu cen gazu i węgla, oprócz czynników sezonowych, oddziaływał przede wszystkim wzrost popytu światowego w związku z poprawą perspektyw gospodarczych, a także chłodną zimą w wielu regionach świata. Jednocześnie do wzrostu cen gazu przyczynił się niski poziom zapasów tego surowca.

Od połowy 2020 r. wyraźnie wzrósł także indeks cen surowców rolnych i w efekcie w czerwcu br. jego dynamika roczna wyniosła 11,0% (Wykres 1.15). Do wzrostu cen surowców rolnych przyczynił się przede wszystkim wzrost cen zbóż oraz roślin oleistych wskutek mniejszej produkcji w Europie, stopniowo pogarszających się globalnych perspektyw podaźowych w sezonie gospodarczym 2020/2021 przy wysokim popycie oraz ograniczeń eksportowych wprowadzonych przez Rosję na początku 2021 r. W kierunku wyższych cen surowców rolnych oddziaływał również systematyczny wzrost cen produktów nabiałowych związany z silnym popytem na rynku międzynarodowym oraz wzrost cen cukru ze względu na nadwyżkę popytu nad podażą, aprecjację walut krajów producentów względem dolara oraz wzrost cen ropy naftowej⁸. Od początku 2021 r. rosną również ceny europejskiej wieprzowiny w następstwie utrzymującego się silnego eksportu – pomimo wykrycia ognisk ASF w Niemczech we wrześniu ub.r.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Główne banki centralne na świecie w dalszym ciągu prowadzą silnie ekspansywną politykę pieniężną. Wiele z nich utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera, w tym część poniżej

Wykres 1.15 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

⁸ Wzrost cen ropy powoduje wyższą opłacalność produkcji biopaliw z trzciny cukrowej, co ogranicza podaż trzciny cukrowej na potrzeby produkcji cukru. W rezultacie rosną również ceny cukru.

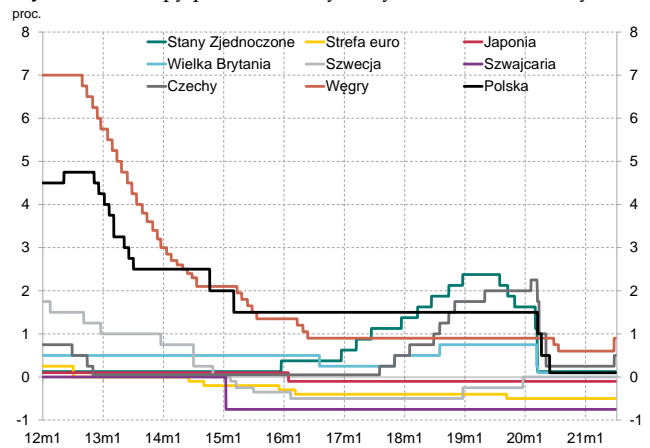
zera, a także prowadzi skup aktywów (Wykres 1.16, Wykres 1.17).

W ostatnich miesiącach banki centralne uzasadniały utrzymywanie łagodnych warunków monetarnych – pomimo wzrostu dynamiki cen i poprawy perspektyw gospodarczych – głównie przejściowym charakterem czynników podwyższających inflację oraz koniecznością wsparcia odbudowy aktywności gospodarczej po kryzysie spowodowanym pandemią przy nadal wysokiej niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji epidemicznej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* oraz 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Jednocześnie uczestnicy rynków finansowych oczekują w najbliższych latach kształtowania się stóp procentowych w głównych gospodarkach na niskim – choć nieco wyższym niż obecnie – poziomie (Wykres 1.18).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje ujemną stopę depozytową na poziomie $-0,50\%$ i wskazuje, że stopy procentowe pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki prognozowana inflacja w horyzoncie projekcji nie zbliży się zdecydowanie do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2% i perspektywy te nie będą odzwierciedlone w dynamice inflacji bazowej. EBC realizuje również program skupu aktywów (APP) w skali 20 mld EUR miesięcznie bez określenia daty jego zakończenia oraz pandemiczny program skupu aktywów (PEPP), w ramach którego prowadzi zakupy papierów wartościowych o zapowiadanej łącznej wartości 1 850 mld EUR do marca 2022 r. W marcu br. EBC zapowiedział przyspieszenie zakupów w ramach tego programu w celu utrzymania łagodnych warunków monetarnych, w tym ograniczenia presji na wzrost rentowności obligacji. W efekcie skala zakupów w ramach PEPP w kwietniu i maju br. była najwyższa od połowy 2020 r. Ponadto EBC prowadzi długoterminowe operacje zasilające sektor bankowy w płynność.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymuje docelowy przedział dla stopy *fed funds*

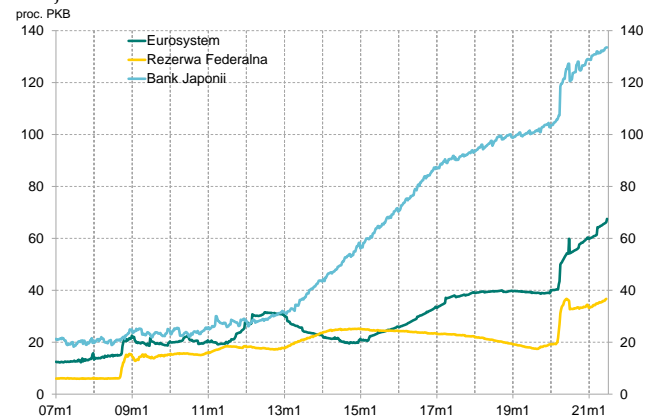
Wykres 1.16 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Czech – stopa repo 2W; dla Węgier – *base rate*; dla Polski – stopa referencyjna.

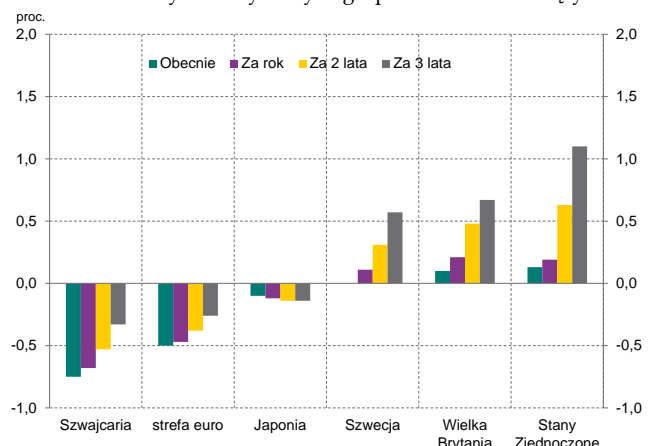
Wykres 1.17 Wielkość aktywów głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg i OECD, obliczenia NBP.

Dane o PKB kwartalne, annualizowane i odsezonowane. Do obliczeń za II kw. 2021 r. zastosowano PKB za I kw. 2021 r.

Wykres 1.18 Obecny i oczekiwany poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

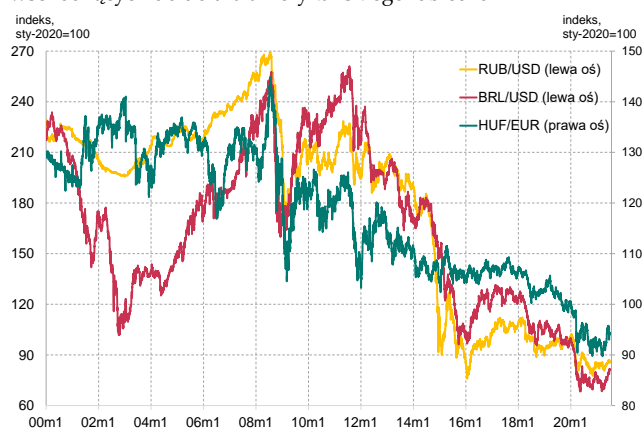
Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – stopa repo 1W. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 1 lipca 2021 r.

na poziomie 0,00%-0,25% oraz nadal prowadzi skup aktywów finansowych na dużą skalę⁹. Zgodnie z komunikatem Fed oczekuje utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych aż do osiągnięcia stanu pełnego zatrudnienia oraz inflacji zmierzającej do przekroczenia 2% przez pewien czas. W czerwcu br. wzrosła z kolei liczba przedstawicieli Fed oczekujących podwyżki stóp procentowych w najbliższych latach, choć mediana ich prognoz stopy *fed funds* była nadal niska (0,1% na koniec 2022 r. oraz 0,6% na koniec 2023 r.). Jednocześnie Fed deklaruje kontynuowanie skupu obligacji skarbowych o wartości co najmniej 80 mld USD miesięcznie i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami (MBS) o wartości co najmniej 40 mld USD miesięcznie „do czasu poczynienia dalszych istotnych postępów w osiągnięciu celów w zakresie pełnego zatrudnienia i stabilności cen”, sygnalizując przy tym, że potencjalne wygaszenie skupu aktywów nastąpi przed ewentualną podwyżką stóp procentowych.

Wiele z pozostałych banków centralnych, w tym w Japonii, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Norwegii, Szwajcarii, Kanadzie, Australii i Nowej Zelandii również utrzymuje stopy procentowe poniżej lub w pobliżu zera. W większości tych gospodarek banki centralne prowadzą też skup aktywów. Jednocześnie żaden z banków centralnych większych gospodarek rozwiniętych nie podniósł stóp procentowych od wybuchu pandemii COVID-19.

Natomiast niektóre banki centralne gospodarek wschodzących (w tym Brazylii, Rosji, Turcji i Węgier) w ostatnich miesiącach podwyższyły stopy procentowe, z uwagi na rosnącą inflację, wcześniejszą deprecjację tamtejszych walut do najniższych poziomów w historii, a także kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych (Wykres

Wykres 1.19 Kurs walutowy wybranych walut gospodarek wschodzących do dolara amerykańskiego lub euro



Źródło: dane Bloomberg.

Wzrost oznacza aprecjację waluty danej gospodarki wschodzącej.

⁹ W czerwcu 2021 r. Fed utrzymał przedział dla stopy *fed funds* na poziomie 0,00-0,25%, przy czym dokonał korekty w zakresie implementacji polityki pieniężnej, podwyższając stopę oprocentowania rezerw o 0,05 pkt proc. do 0,15%. Na konferencji prasowej prezes Fed J. Powell określił tę zmianę jako techniczne dostosowanie i podkreślił, że nie ma ona wpływu na bieżące nastawienie polityki pieniężnej ani na ścieżkę stopy *fed funds* w przyszłości.

1.19). W ostatnim czasie stopy procentowe podniósł również Bank Czech.

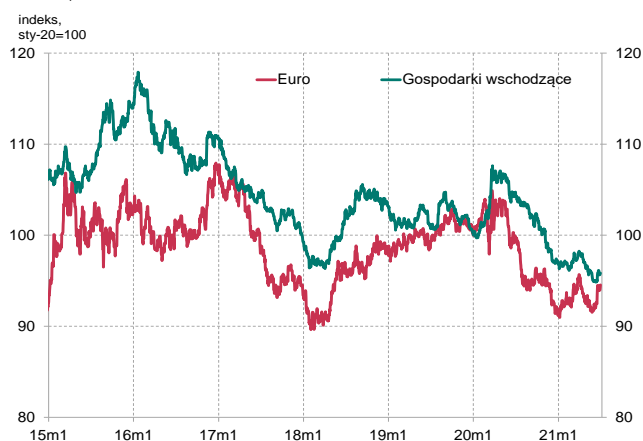
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach kontynuowana była poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych. Korzystnie na nastroje wpływał postęp w procesie szczepień na COVID-19 w głównych gospodarkach oraz związane z nim oczekiwania na wyraźne ożywienie gospodarcze w najbliższych kwartałach, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast utrzymująca się niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, w tym pojawiające się informacje o wykryciu nowych wariantów wirusa SARS-CoV-2.

Dolar amerykański – po wcześniejszym osłabieniu – umocnił się w ostatnim okresie względem innych walut (Wykres 1.20). Wpłynął na to pewien wzrost prognoz części przedstawicieli Fed w zakresie stóp procentowych w najbliższych latach, a także obawy związane z pojawianiem się nowych wariantów koronawirusa (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W efekcie kurs dolara do euro w czerwcu 2021 r. kształtował się średnio na poziomie zbliżonym do notowanego w lutym br. Jednocześnie – w warunkach pewnego wzrostu apetytu na ryzyko na światowych rynkach finansowych – skala ostatniego umocnienia dolara do walut gospodarek wschodzących była mniejsza, wobec czego dolar pozostał względem nich nieznacznie słabszy niż w lutym br.

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w większości głównych gospodarek rozwiniętych w ostatnich miesiącach były relatywnie stabilne (Wykres 1.21). W kierunku wyższych rentowności obligacji oddziaływała przede wszystkim poprawa perspektyw koniunktury. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał w ostatnim czasie pewien spadek – po wcześniejszym wyraźnym wzroście – długoterminowych

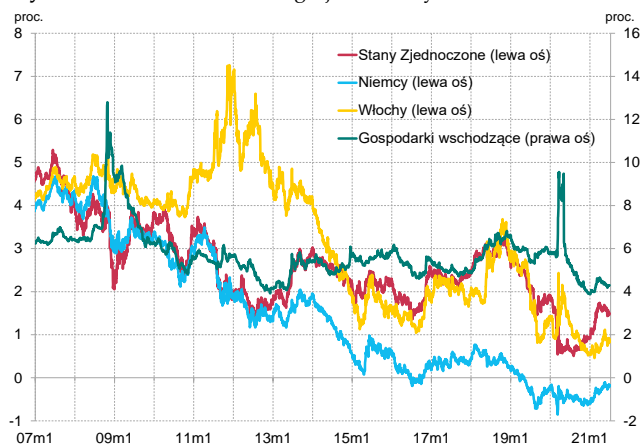
Wykres 1.20 Kurs dolara amerykańskiego względem walut gospodarek wschodzących oraz euro (wzrost oznacza aprecjacje dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

Wykres 1.21 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

rynkowych oczekiwań inflacyjnych m.in. w Stanach Zjednoczonych. W efekcie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i Niemczech kształtowały się w ostatnim czasie na poziomie zbliżonym do notowanego przed pandemią i niższym niż średnio we wcześniejszych latach. Towarzyszyła temu stabilizacja rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach wschodzących nieznacznie powyżej rekordowo niskich poziomów, w warunkach napływu kapitału portfelowego na te rynki.

Dobre nastroje na światowych rynkach finansowych przełożyły się także na dalszy wzrost cen akcji w wielu gospodarkach. W rezultacie indeksy cen akcji na głównych giełdach światowych w ostatnim okresie kształtowały się na historycznie najwyższych poziomach lub w ich pobliżu (Wykres 1.22).

Wykres 1.22 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

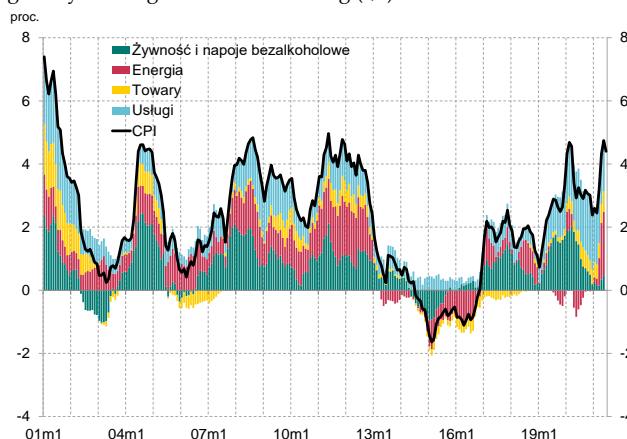
Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

W Polsce dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach 2021 r. rosła (w maju wyniosła 4,7% r/r), a w czerwcu – według wstępnego szacunku GUS – obniżyła się do 4,4% r/r (Wykres 2.1). Wyższa niż na początku roku dynamika cen dóbr konsumpcyjnych wynikała w przeważającej mierze ze wzrostu cen paliw do prywatnych środków transportu na skutek rosnących cen ropy naftowej na rynkach światowych i silnego efektu bazy związanego z ich spadkiem w II kw. 2020 r., tj. po wybuchu pandemii COVID-19 (por. Ramka 2: *Efekt bazy w inflacji CPI – ujęcie statystyczne i ekonomiczne*). Istotny dodatni wkład do inflacji CPI miały też w dalszym ciągu ceny administrowane¹⁰ (w tym energii elektrycznej oraz opłaty za wywóz nieczystości), a począwszy od kwietnia br. również ceny żywności, tj. czynniki, które – podobnie jak wzrost cen surowców – są niezależne od krajowej polityki pieniężnej (por. Ramka 1: *Statystyczna i modelowa identyfikacja czynników wpływających na inflację w Polsce*). Z kolei w czerwcu br. na spadek inflacji oddziaływało pewne obniżenie się dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu, która jednak była nadal wysoka (wyniosła 27,3% r/r). Jednocześnie dane opublikowane przez GUS pozwalają przypuszczać, że w czerwcu br. spowolnił wzrost cen towarów nieżywnościowych i usług. W związku z tym inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności według wstępnych szacunków w czerwcu istotnie

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁰ W maju br. łączny wkład paliw do prywatnych środków transportu oraz cen administrowanych do inflacji CPI w ujęciu rocznym wyniósł 2,5 pkt proc.

obniżyła się. Natomiast w kierunku wyższej inflacji oddziaływał dalszy wzrost cen żywności.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w pierwszych trzech miesiącach 2021 r. obniżała się (do 0,5% r/r w marcu br.), po czym wzrosła do 1,7% r/r w maju br. Obniżenie się inflacji w tej kategorii na początku roku wynikało ze spadku dynamiki cen żywności nieprzetworzonej (do -1,7% r/r w marcu br.)¹¹. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost cen napojów bezalkoholowych w związku z wprowadzeniem od 1 stycznia br. podatku od napojów słodzonych. W maju 2021 r. do wzrostu inflacji cen żywności przyczynił się wzrost dynamiki cen mięsa, głównie drobiu, w następstwie efektu bazy związanego z silnym spadkiem ich cen w maju ub.r.¹²

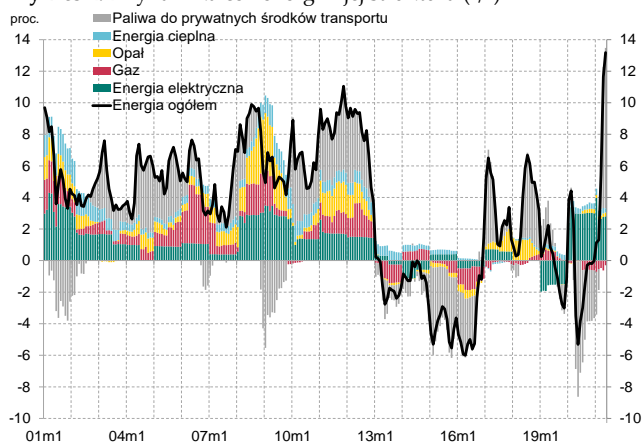
Dynamika cen energii w ostatnich miesiącach silnie wzrosła i w maju 2021 r. wyniosła 13,2% r/r (Wykres 2.2). Przyspieszenie wzrostu cen energii wynikało przede wszystkim z wyższej dynamiki cen paliw w ujęciu rocznym związanej ze wzrostem światowych cen ropy naftowej i silnym efektem niskiej bazy z ubiegłego roku (w maju dynamika cen paliw wyniosła 33,0% r/r; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Istotny dodani wkład do inflacji cen energii miała również wysoka roczna dynamika opłat za energię elektryczną wskutek wzrostu przeciętnego rachunku na początku br., w wyniku przede wszystkim wprowadzenia opłaty mocowej.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w pierwszych miesiącach br. pozostawała relatywnie stabilna i w maju wyniosła 4,0% r/r (Wykres 2.3). W kierunku wyższej inflacji bazowej oddziaływał pewien wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych, natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek dynamiki cen usług. Dynamika cen towarów nieżywnościowych wzrosła do 2,0% r/r w maju br.

¹¹ Spadek dynamiki cen dotyczył głównie owoców wskutek wysokich zbiorów w 2020 r. oraz statystycznych efektów bazy.

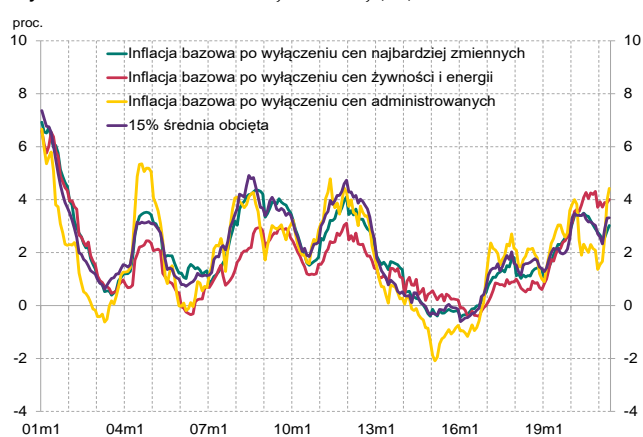
¹² Spadek cen drobiu wynikał z ograniczenia popytu sektora restauracyjno-hotelarskiego i wzrostu krajowej podaży przy spadku eksportu.

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



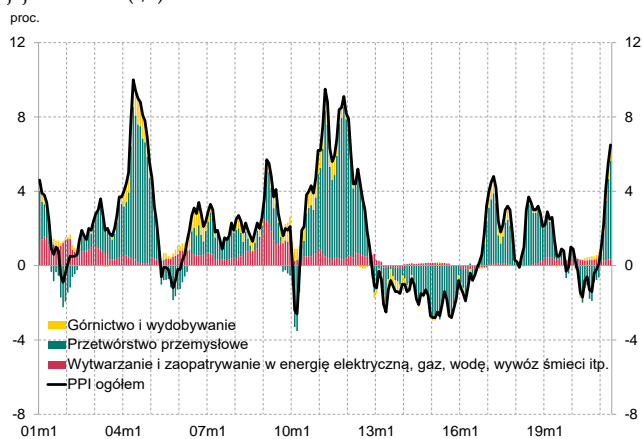
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

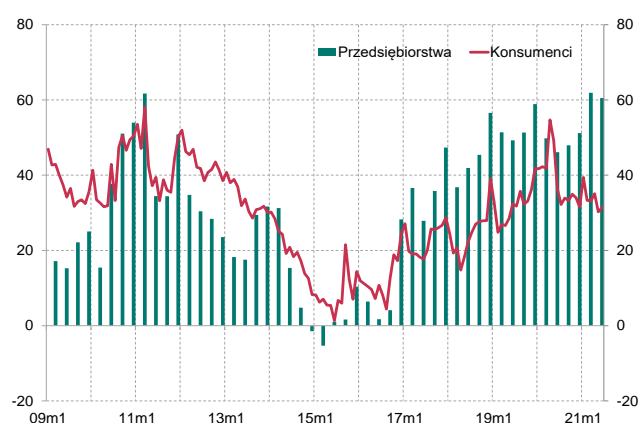
głównie ze względu na silniejszy sezonowy wzrost cen odzieży i obuwia niż rok wcześniej, tj. podczas luźniejszych niż w pierwszych miesiącach pandemii COVID-19, ale wciąż obowiązujących restrykcji sanitarnych. Po wzroście w kwietniu br., w maju utrzymała się podwyższona dynamika cen towarów związanych z rekreacją i kulturą – głównie pod wpływem efektu niskiej bazy z ubiegłego roku¹³. Z kolei dynamika cen usług w maju br. obniżyła się względem stycznia br. do 6,8% r/r, przede wszystkim w wyniku spowolnienia wzrostu cen usług administrowanych (do 10,9% r/r)¹⁴.

Pozostałe miary inflacji bazowej w maju br. ukształtowały się w przedziale od 3,0% do 4,4%.

W warunkach silnego wzrostu cen producenta za granicą, wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce wzrósł w kwietniu br. o 6,5% r/r (wobec 1,0 r/r w styczniu. br.; Wykres 2.4; por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Do wzrostu dynamiki cen producenta w największym stopniu przyczyniły się wyższe ceny produkcji w przetwórstwie ropy naftowej oraz w górnictwie rud metali w związku ze wzrostem cen tych surowców na rynku światowym.

Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ankietowanych przez Refinitiv w perspektywie czterech kwartałów wzrosły do 3,4% w II kw. br. (Tabela 2.1), przy czym mediana prognoz z tych ankiet nadal wskazuje na obniżanie się średniorocznej inflacji w kolejnych latach. Jednocześnie mediana prognoz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP w horyzoncie ośmiu kwartałów wyniosła 3,0%. Z kolei ankietowe opinie przedsiębiorstw – po przesunięciu w kierunku wyższej inflacji w I kw. br. – w II kw. nieznacznie obniżyły się. W kierunku niższej inflacji przesunęły się również ankietowe opinie konsumentów w II kw. br. (Wykres 2.5).

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

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

	Ankieta przeprowadzona w:				
	20q2	20q3	20q4	21q1	21q2
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	1,9	1,8	2,8	2,7	3,4
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,3 (1,3-3,3)	2,3 (1,6-2,8)	2,6 (2,1-3,1)	3,1 (2,4-3,7)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6 (1,6-3,3)	2,4 (1,7-3,2)	2,7 (2,1-3,5)	3,0 (2,2-3,6)	-

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv (dawniej Thomson Reuters) w ostatnim miesiącu danego kwartału.

Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnich dwóch tygodniach danego kwartału i zachodzi na kolejne dwa dni robocze kolejnego kwartału.

¹³ W maju br. wzrosła również dynamika cen towarów związanych z wyposażeniem mieszkania, w szczególności mebli.

¹⁴ Największy wpływ na spowolnienie wzrostu cen usług administrowanych miał spadek dynamiki cen wywozu śmieci, która jednak była nadal wysoka (wyniosła 26,9% r/r w kwietniu br. wobec 41,9% w styczniu br.).

Ramka 1: Statystyczna i modelowa identyfikacja czynników wpływających na inflację w Polsce

Od początku 2021 r. inflacja cen dóbr konsumpcyjnych w Polsce, podobnie jak w wielu innych gospodarkach, istotnie wzrosła (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług* oraz rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Zarówno w Polsce, jak i na świecie ceny konsumenta pozostawały pod istotnym wpływem szoków, których pierwotnym źródłem był wybuch pandemii COVID-19. Szoki te oddziałują na krajową inflację poprzez kanał popytowy (głównie wskutek zaostrzania bądź luzowania obostrzeń społeczno-gospodarczych w kraju i za granicą) i podażowy (związany ze zmieniającą się dostępnością surowców, zaburzeniami w globalnych sieciach dostaw czy zmianami kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw; por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą* oraz rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Występowanie tego typu zaburzeń może powodować przejściowe odchylenie inflacji CPI od celu inflacyjnego. Należy przy tym zaznaczyć, że zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2021* reakcja polityki pieniężnej na szoki powinna być elastyczna i zależeć od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. Z tego względu istotna jest poprawna identyfikacja szoków.

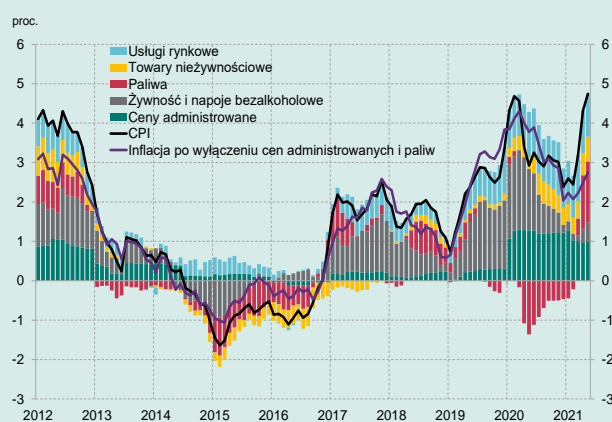
W niniejszej ramce określono źródła inflacji CPI w Polsce przy wykorzystaniu dwóch komplementarnych podejść metodycznych. Pierwsze z nich – statystyczna dekompozycja wskaźników inflacji CPI w ujęciu rocznym – wskazuje główne przyczyny wzrostu cen w ostatnich miesiącach w ujęciu statycznym. Oznacza to, że takie podejście umożliwia uwzględnienie jedynie natychmiastowego (bezpośredniego) efektu zmian cen towarów oraz usług wchodzących w skład koszyka CPI. Z tego względu wykorzystano również podejście modelowe, które umożliwia oszacowanie całkowitego (długookresowego) efektu wpływu wybranych ekonomicznych czynników na inflację CPI oraz dekompozycję dynamiki cen konsumenta przy uwzględnieniu zarówno bezpośredniego, jak i pośredniego kanału oddziaływania.

Wyniki tych analiz wskazują, że wzrost inflacji CPI w I połowie 2021 r. w znacznej mierze wynikał ze specyficznych szoków związanych z pandemią COVID-19, utrzymującego się dostosowania wynikającego ze wzrostu cen administrowanych, oraz ze zmian cen w otoczeniu polskiej gospodarki, tj. czynników pozostających poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej. Z kolei krajowe czynniki cykliczne, począwszy od II kw. 2020 r., stale oddziaływały w kierunku niższej inflacji.

Dekompozycja statystyczna

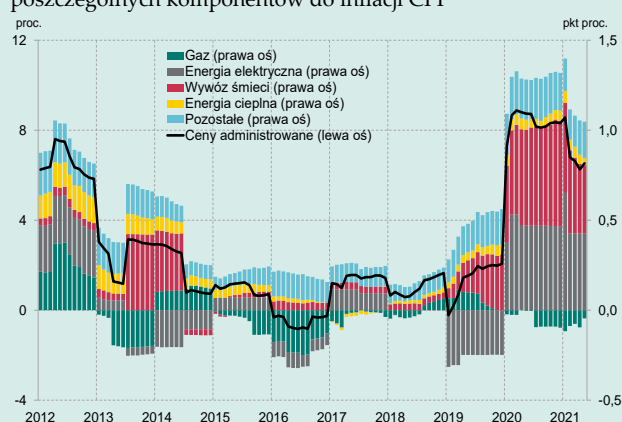
Statystyczna dekompozycja wskaźnika CPI wskazuje na dwa główne źródła wzrostu cen konsumenta w ostatnim okresie – zmiany cen paliw do prywatnych środków transportu oraz cen administrowanych (głównie wywozu śmieci oraz cen energii elektrycznej).

Wykres R.1.1 Inflacja CPI (r/r) i jej statystyczna dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres R.1.2 Dynamika cen administrowanych (r/r) i wkłady poszczególnych komponentów do inflacji CPI



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Uwaga: kategoria *Pozostałe* obejmuje zaopatrzenie w wodę, usługi kanalizacyjne, opłaty na rzecz właścicieli i inne ceny administrowane.

Po pierwsze, począwszy od grudnia 2020 r. dynamicznie rosły ceny paliw do prywatnych środków transportu w ślad za drożącą ropą naftową na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W związku z tym – a także pod wpływem silnego efektu bazy związanego z wyraźnym spadkiem cen ropy rok wcześniej (por. Ramka 2: *Efekt bazy w CPI – ujęcie statystyczne i ekonomiczne*) – roczna dynamika cen paliw w Polsce istotnie wzrosła (z -8,4% r/r w grudniu 2020 r. do 33,0% r/r w maju br.). Uwzględniając relatywnie wysoki udział paliw w koszyku konsumenta, wkład tej kategorii do inflacji CPI zwiększył się o 2 pkt proc. (z -0,5 pkt proc. w grudniu 2020 r. do 1,5 pkt proc. w maju br.).

Po drugie, począwszy od stycznia 2020 r. inflację CPI w istotny sposób podwyższa wysoka dynamika cen administrowanych. Podczas gdy bezpośredni wkład wskaźnika cen administrowanych do dynamiki CPI w latach 2012-2019 wynosił przeciętnie 0,3 pkt proc., to w okresie od stycznia 2020 r. do stycznia 2021 r. wzrósł on do 1,2 pkt proc. (Wykres R.1.1, Wykres R.1.2). Od lutego 2021 r. wkład ten nieco się obniżył (do około 1 pkt proc.), jednak pozostaje wyższy od długookresowej średniej.

Wysoka dynamika cen administrowanych w ostatnich kilkunastu miesiącach wynika przede wszystkim z rosnących cen usług mieszkaniowych (Wykres R.1.2). W tej kategorii wyraźnie zwiększyły się opłaty za wywóz śmieci na skutek regulacji związanych z dyrektywami UE¹⁵. W warunkach niskiej konkurencji na rynku gospodarowania odpadami oraz rosnącej ich ilości większe koszty ich odbioru oraz przetwarzania zostały przełożone na konsumentów. W efekcie opłaty za wywóz śmieci w okresie od stycznia 2020 r. do maja 2021 r. wzrosły w ujęciu skumulowanym o 73,8%¹⁶.

W 2020 r. i na początku 2021 r. znacznie wzrosły również ceny energii elektrycznej. W styczniu 2020 r. Prezes URE zatwierdził nowe, wyższe taryfy na energię elektryczną, co doprowadziło do silnego wzrostu przeciętnego rachunku dla gospodarstwa domowego (łącznie o 11,7% w 2020 r.). Z kolei w styczniu 2021 r. wzrost cen energii elektrycznej o 10,8% m/m wynikał przede wszystkim z wprowadzenia opłaty mocowej i dalszego wzrostu taryf.

Statystyczna dezagregacja wskaźnika CPI wskazuje zatem, że na roczną dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych istotny wpływ ma kształtowanie się cen paliw do prywatnych środków transportu oraz cen towarów i usług administrowanych. W maju br. łączny wkład obu kategorii do inflacji CPI wyniósł 2,5 pkt proc., a kontrfaktyczna analiza wskazuje, że inflacja CPI po wyłączeniu cen administrowanych i paliw wyniosła 2,7% r/r (Wykres R.1.1).

Dekompozycja modelowa

Statystyczna dekompozycja uniemożliwia wyodrębnienie siły oddziaływania czynników o charakterze ekonomicznym na inflację CPI. W związku z tym skonstruowano jednorównaniowy, dynamiczny model ekonometryczny¹⁷. Ujęcie modelowe pozwala nie tylko zidentyfikować naturę szoków obserwowanych w próbie, ale również wyznaczyć ich krótkookresowe i długookresowe efekty poprzez uwzględnienie zarówno bezpośredniego, jak i pośredniego wpływu na CPI.

Prezentowany model objaśnia kwartalną dynamikę cen konsumenta na podstawie:

- pozycji cyklicznej polskiej gospodarki (przybliżanej luką popytową),

¹⁵ Polityka środowiskowa UE wyznacza wymogi dotyczące recyklingu i minimalizowania udziału odpadów składowanych. Wymusza ona m.in. wprowadzenie wspólnego systemu segregacji odpadów (WSSO) na terenie Polski (podział odpadów na 5 frakcji), co doprowadziło do istotnego wzrostu kosztów gospodarowania odpadami.

¹⁶ Wyraźną, jednorazową podwyżkę – choć istotnie słabszą – zanotowano wcześniej w lipcu 2013 r. (47,6% m/m) po wprowadzeniu w życie ustawy zmieniającej sposób zarządzania odpadami komunalnymi.

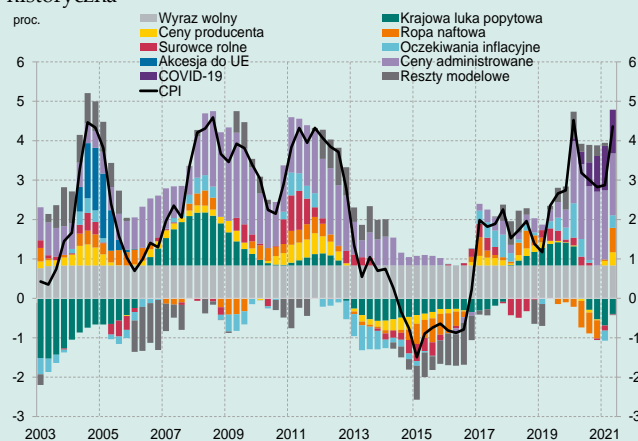
¹⁷ Model ten został oszacowany za pomocą metody zmiennych instrumentalnych na próbie od I kw. 2002 r. do II kw. 2021 r. oraz wszechstronnie zweryfikowany przy wykorzystaniu odpowiednich testów statystycznych. Dane za II kw. 2021 r. dla wybranych zmiennych makroekonomicznych mają charakter wstępny (w oparciu o szacunki GUS i NBP).

- oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw (przybliżanych jako zmiana miary oczekiwań kwantyfikowanych probabilistycznie¹⁸),
- zmian cen administrowanych,
- czynników o charakterze kosztowym (zmiany cen producenta),
- czynników o charakterze globalnym (zmiany cen ropy naftowej i surowców rolnych na rynkach światowych, denominowanych w złotych),
- efektów przejściowych związanych z akcesją Polski do UE,
- specyficznych efektów wynikających z pandemii COVID-19¹⁹.

Wykorzystując oszacowania modelu, wykonano dekompozycję historyczną inflacji CPI w Polsce (Wykres R.1.3)²⁰.

Modelowa dekompozycja wskazuje, że szoki związane ze zmianą cen administrowanych były ważnym źródłem zmienności inflacji w Polsce w latach 2003-2014. Następnie w latach 2015-2019 ceny w tej kategorii miały niewielki wpływ na inflację. Z kolei począwszy od 2020 r. ceny administrowane silnie podwyższyły inflację CPI (przejściowo o 1,8 pkt proc. w okresie II kw. 2020 r. - II kw. 2021 r.). Wyższy ich wkład w tym okresie w porównaniu do dekompozycji statystycznej (1,2 pkt proc.) wynikał z uwzględnienia efektów pośrednich zmian cen administrowanych²¹, związanych z uporczywością procesów cenowych. Począwszy od I kw. 2020 r. w kierunku wzrostu cen istotnie oddziaływały również specyficzne efekty towarzyszące pandemii COVID-19 (w tym np. wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach obostrzeń epidemicznych zwłaszcza w II kw. 2020 r.). Dodatkowo od III kw. 2020 r. wyraźnie zmniejszał się dezinflacyjny wpływ cen ropy naftowej, a w II kw. 2021 r. ceny ropy naftowej znacząco zwiększyły inflację CPI. Z kolei w kierunku spadku CPI oddziaływała przede wszystkim ujemna luka popytowa.

Wykres R.1.3 Inflacja CPI (r/r) i jej modelowa dekompozycja historyczna



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

Wyniki analiz modelowych potwierdzają zatem, że wzrost inflacji CPI począwszy od 2020 r. w znacznej mierze wynikał z silnego dostosowania cen administrowanych, a także – począwszy od IV kw. 2020 r. – specyficznych szoków związanych z pandemią COVID-19 oraz ze zmian cen w otoczeniu polskiej gospodarki (efekt bazy w światowych cenach ropy połączony z ich wzrostem w I połowie 2021 r.) – a więc czynników pozostających poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej – podczas gdy czynniki krajowe wpływały w ograniczonym stopniu w kierunku spadku cen.

¹⁸ Dobór kwantyfikowanej miary oczekiwań inflacyjnych wynika z możliwości uwzględnienia dłuższych szeregów czasowych aniżeli w przypadku innych dostępnych miar, takich jak statystyka bilansowa.

¹⁹ Specyficzne szoki związane z pandemią COVID-19 w niniejszej analizie można interpretować jako m.in. podwyższone koszty funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach obostrzeń epidemicznych czy przejściowy popyt o charakterze przezornościowym. Nie obejmują one zmian luki popytowej czy cen surowców wynikających z rozwoju sytuacji epidemicznej.

²⁰ Posługując się własnościami modelowanych dynamik zmiennych, dekompozycję wskaźnika w ujęciu rocznym uzyskano poprzez agregację zdekomponowanej zmiennej w ujęciu kwartalnym.

²¹ Bezpośredni mnożnik w modelu ekonometrycznym dla cen administrowanych wyniósł 0,179, a błąd standardowy estymacji oszacowano na 0,038 pkt proc. Z kolei średnia waga komponentu „ceny administrowane” w próbie kształtuje się na poziomie około 0,154. Świadczy to o wysokiej precyzji oszacowania. Długookresowy mnożnik dla cen administrowanych ukształtował się na poziomie 0,238.

Ramka 2: Efekt bazy w inflacji CPI – ujęcie statystyczne i ekonomiczne

W ostatnich miesiącach roczna dynamika wielu zmiennych makroekonomicznych pozostawała pod znacznym wpływem statystycznego efektu bazy, związanego z silnym spadkiem tych zmiennych, zwłaszcza w II kw. ub.r., w następstwie wybuchu pandemii COVID-19 i wprowadzenia restrykcji epidemicznych. Siłę efektu bazy można obliczyć, posługując się podejściem czysto statystycznym lub ekonomicznym. W niniejszej ramce na przykładzie wskaźnika inflacji opisano wybrane podejścia do pojęcia „efektu bazy” i przedstawiono metody jego pomiaru.

Efekt bazy w ujęciu statystycznym

Zgodnie z podejściem statystycznym efektem bazy nazywa się zazwyczaj wkład dynamiki cen (na ogół w ujęciu miesięcznym lub kwartalnym) z okresu bazowego (tj. odpowiednio sprzed 12 miesięcy lub 4 kwartałów) do bieżącej zmiany wskaźnika cen w ujęciu rocznym. Dla przykładu przyjmując, że $\pi_t = 100 \left(\frac{P_t}{P_{t-12}} - 1 \right)$ to miesięczny wskaźnik zmian cen konsumenta w ujęciu rocznym, $m_t = 100 \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right)$ to wskaźnik zmian cen konsumenta w ujęciu miesięcznym, a P_t to jednopodstawowy wskaźnik cen, miesięczna zmiana ($\Delta\pi_t$) wskaźnika inflacji CPI w ujęciu rocznym dekomponuje się na efekt zmian cen z bieżącego miesiąca ($k \cdot m_t$) oraz na efekt bazy ($-k \cdot m_{t-12}$), gdzie $k = P_{t-1}/P_{t-12}$. W ujęciu matematycznym dekompozycja ta wynika z poniższego wzoru:

$$\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_{t-1} = 100 \times \frac{P_{t-1}}{P_{t-12}} \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - \frac{P_{t-12}}{P_{t-13}} \right) = k \cdot m_t + (-k \cdot m_{t-12}).$$

Efekt bazy w ujęciu ekonomicznym

Według jednej z metod za efekt bazy w ujęciu ekonomicznym uznaje się wpływ jedynie tych zmian wskaźnika z okresu bazowego, które były nietypowe²². Kluczowe jest tu założenie, że zaobserwowana zmiana cen nie powtórzy się po upływie roku. Wobec takiej definicji należy rozróżnić, w jakim stopniu zmiany cen w okresie bazowym były oczekiwane, a w jakim wynikały z oddziaływania czynników jednorazowych o nieprzewidywalnym charakterze. Dla przykładu, w dekompozycji wskaźnika inflacji w ujęciu miesięcznym można wyróżnić dwie składowe regularne: sezonową (s_t) i trend (τ_t) oraz jedną nieregularną (u_t), tak że $m_t = s_t + \tau_t + u_t$ ²³. Przyjmując, że $k \approx 1$, zmianę inflacji CPI można przybliżyć jako $\Delta\pi_t \approx s_t + \tau_t + u_t - s_{t-12} - \tau_{t-12} - u_{t-12}$. Przy założeniu, że wskaźnik sezonowości i trendu pozostają stabilne ($s_t \approx s_{t-12}$, $\tau_t \approx \tau_{t-12}$), zmiana wskaźnika inflacji jest definiowana jako $\Delta\pi_t \approx u_t + (-u_{t-12})$. Wynika ona zatem z nieoczekiwanej zmiany cen w bieżącym miesiącu (u_t) i efektu bazy ($-u_{t-12}$), a więc nieoczekiwanej zmiany cen sprzed dwunastu miesięcy. Analogiczne rozumowanie można przeprowadzić dla danych o kwartalnej częstotliwości.

Na początku 2021 r. inflacja CPI była najpierw pod wpływem ujemnych, a potem dodatnich efektów bazy

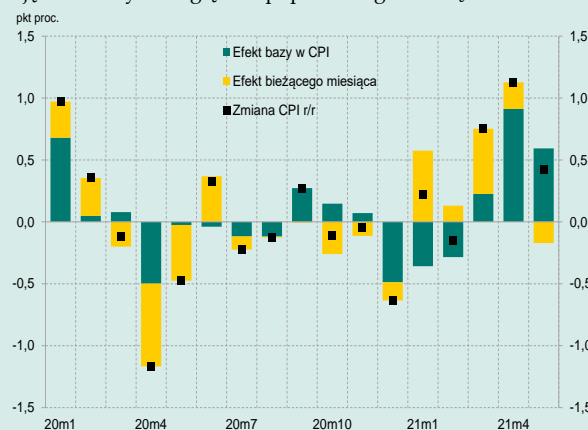
W oparciu o opisaną metodę obliczania efektu bazy w ujęciu ekonomicznym w niniejszej sekcji wskazano na źródła zmiany inflacji CPI w ostatnim okresie. Po pierwsze, duży i dodatni komponent wskaźnika CPI (m/m) ze stycznia 2020 r. przyczynił się do ograniczenia skali wzrostu inflacji (CPI r/r) w styczniu 2021 r. (Wykres R.2.1). Zatem w styczniu 2021 r. wystąpił ujemny efekt bazy (dotyczył on podstawowych składowych koszyka CPI poza inflacją bazową; Wykres R.2.2). Z kolei w marcu 2021 r. inflacja kształtowała się głównie pod wpływem bieżących wahań nieregularnych (najsilniejszy wzrost cen paliw w ujęciu miesięcznym od globalnego kryzysu finansowego), a nie efektu bazy. W kwietniu i maju 2021 r. można z kolei zaobserwować dodatnie efekty bazy, które w dużym stopniu wyjaśniają wzrost wskaźnika CPI r/r w tym okresie i są związane ze znacznym spadkiem

²² Por. ECB Monthly Bulletin, styczeń 2005.

²³ Wspomnianą dekompozycję można wykonać na przykład przy pomocy procedury odsezonowania szeregów czasowych Tramo/Seats zalecanej przez Eurostat.

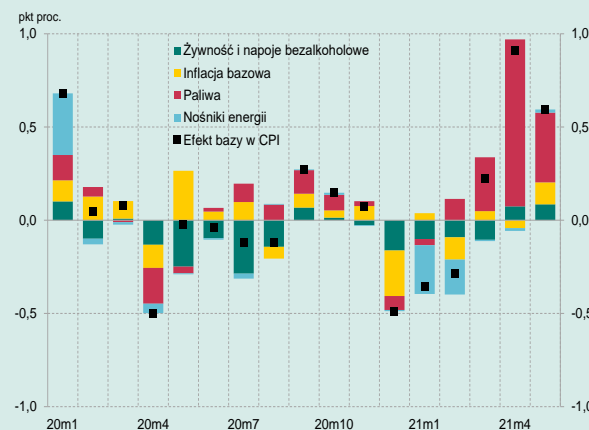
cen ropy naftowej bezpośrednio po wybuchu epidemii COVID-19, którym towarzyszył spadek cen paliw w kwietniu i maju ub.r. odpowiednio o 12,9% m/m i 4,5% m/m.

Wykres R.2.1 Efekt bazy i bieżącego miesiąca w ujęciu ekonomicznym w 2020 i 2021 r. na tle zmian inflacji CPI w ujęciu rocznym względem poprzedniego miesiąca



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

Wykres R.2.2 Dekompozycja efektu bazy CPI w 2020 i 2021 r. na główne komponenty



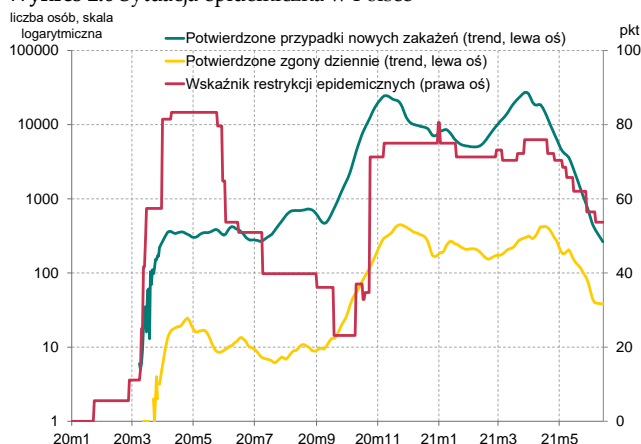
Źródło: GUS, obliczenia NBP.

2.2 Popyt i produkcja

W I kw. 2021 r. roczna dynamika PKB w Polsce wzrosła, jednak pozostała ujemna (wyniosła -0,9% r/r wobec -2,7% r/r w IV kw. 2020 r.; Wykres 2.7, Tabela 2.2, Wykres 2.8)²⁴. Na wzrost dynamiki PKB złożyły się z jednej strony nieco wyższe niż przed rokiem konsumpcja i inwestycje, a z drugiej strony pogorszenie się salda handlu zagranicznego.

Aktywność gospodarcza pozostawała pod istotnym wpływem sytuacji epidemicznej, choć wpływ ten był mniejszy niż w początkowej fazie pandemii. Dobowa liczba zakażeń w styczniu i lutym 2021 r. – pomimo wyraźnego spadku względem końcówki 2020 r. – utrzymywała się na znacznym poziomie, po czym w marcu br. gwałtownie wzrosła, osiągając najwyższy poziom od początku pandemii, a w kolejnych miesiącach obniżyła się do relatywnie niskiego poziomu w czerwcu br. (Wykres 2.6). Towarzyszyło temu pewne poluzowanie restrykcji epidemicznych w lutym br. – w tym dotyczących m.in. handlu, kultury i zakwaterowania – a następnie ich

Wykres 2.6 Sytuacja epidemiczna w Polsce



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia i *University of Oxford Coronavirus Government Response Tracker*, obliczenia własne.

²⁴ Na wzrost dynamiki PKB w I kw. 2021 r. wpłynął częściowo efekt niskiej bazy z ubiegłego roku związany z wybuchem pandemii COVID-19.

ponowne zaostrenie, początkowo regionalne, a od połowy marca w całym kraju. Z kolei od końca kwietnia br. restrykcje były stopniowo luzowane.

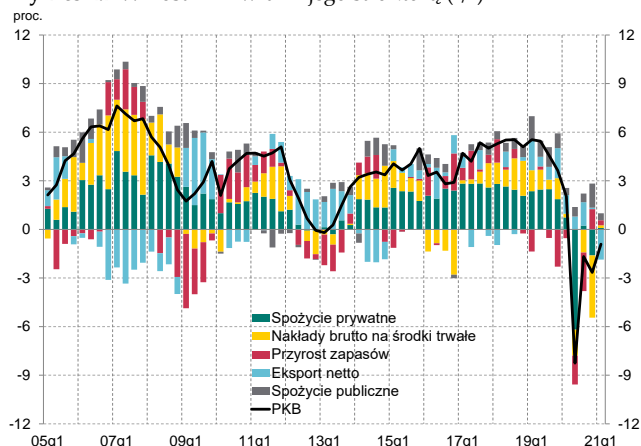
Konsumpcja prywatna nieznacznie wzrosła w ujęciu rocznym (o 0,2% r/r po spadku o 3,2% r/r w IV kw. ub.r.). Wzrost konsumpcji wsparło częściowe luzowanie obostrzeń, w tym otwarcie sklepów w centrach handlowych od początku lutego do połowy marca. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływały nadal wyraźnie gorsze nastroje konsumentów w I kw. br. niż przed pandemią.

Również nakłady brutto na środki trwałe po raz pierwszy od początku pandemii osiągnęły wyższy poziom niż przed rokiem (dynamika +1,3% r/r w I kw. br. wobec -15,4% r/r w IV kw. ub.r.). Przyczyniła się do tego przede wszystkim wyższa niż w poprzednim kwartale dynamika inwestycji przedsiębiorstw, a także wzrost inwestycji mieszkaniowych. W kierunku pewnego wzrostu popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw prawdopodobnie oddziaływała poprawa perspektyw koniunktury w związku m.in. z realizacją programu szczepień przeciw COVID-19.

Podobnie jak w poprzednich kwartałach – choć w mniejszym stopniu – dodatni wpływ na roczną dynamikę PKB miał wzrost spożycia publicznego. Natomiast ujemny wkład do wzrostu PKB miał eksport netto ze względu na silniejsze przyspieszenie wzrostu importu niż eksportu (wkład eksportu netto do dynamiki PKB obniżył się do -1,9 pkt proc. w I kw. br. z 0,1 pkt proc. w IV kw. ub.r.; por. rozdz. 2.2.4 *Handel zagraniczny*).

W warunkach nierównomiernego wpływu pandemii, w tym restrykcji epidemicznych, na gospodarkę koniunktura w poszczególnych sektorach w I kw. br. pozostała zróżnicowana. Wzrostowi wartości dodanej brutto w ujęciu rocznym w przemyśle towarzyszył jej spadek w niektórych sektorach usług, szczególnie w

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



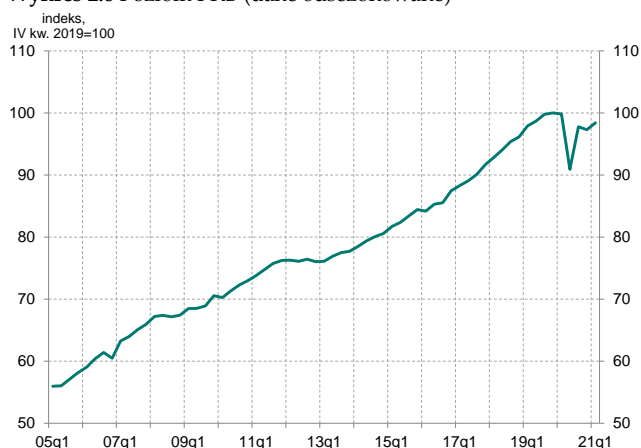
Źródło: dane GUS, NBP.

Tabela 2.2 Dynamika PKB (r/r; proc.) oraz wkłady do wzrostu (pkt proc.)

	2019				2020				2021
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
PKB	5,5	5,4	4,6	3,7	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9
Spożycie prywatne	2,4	2,5	2,5	1,9	0,7	-6,2	0,2	-1,6	0,1
Spożycie publiczne	1,5	1,0	1,2	0,9	0,4	0,6	0,5	1,5	0,4
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	1,2	0,6	1,3	0,2	-1,6	-1,4	-3,8	0,2
Przyrost zapasów	-1,4	0,2	-0,5	-2,3	-0,5	-1,8	-2,4	1,3	0,3
Eksport netto	1,8	0,6	0,8	1,9	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9

Źródło: dane GUS, NBP.

Wykres 2.8 Poziom PKB (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, Eurostat, obliczenia NBP.

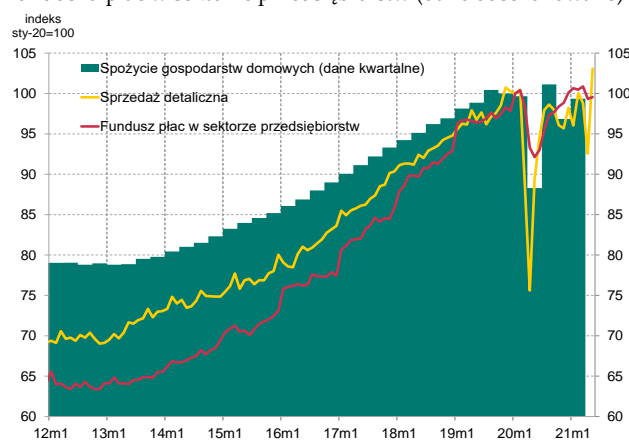
najbardziej dotkniętych obostrzeniami. Spadła również wartość dodana brutto w budownictwie.

2.2.1 Konsumpcja

W I kw. 2021 r. nastąpiła częściowa odbudowa konsumpcji. Roczna dynamika spożycia gospodarstw domowych wzrosła (wyniosła +0,2% r/r w I kw. br. wobec -3,2% r/r w IV kw. ub.r.; dane surowe), jednak poziom spożycia pozostał nieco niższy niż w IV kw. 2019, tj. przed pandemią (po uwzględnieniu czynników sezonowych; Wykres 2.9). Pewnemu wzrostowi konsumpcji sprzyjała nieznacznie dodatnia roczna dynamika dochodów z pracy w I kw. br. Na kształtowanie się konsumpcji w dalszym ciągu istotnie – choć w mniejszym stopniu niż w pierwszych miesiącach pandemii – wpływała zmieniająca się sytuacja epidemiczna i związane z nią pewne poluzowanie restrykcji epidemicznych na początku lutego br., a następnie ich ponowne zaostrzenie, początkowo regionalne, a od połowy marca w całym kraju. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują, że do wzrostu konsumpcji w I kw. br. przyczyniła się przede wszystkim wyższa niż rok wcześniej sprzedaż odzieży i obuwia – związana z otwarciem sklepów w centrach handlowych od początku lutego do połowy marca br. – jak również samochodów, mebli oraz sprzętu RTV i AGD, na co częściowo wpłynął efekt niskiej bazy z początku pandemii. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał spadek sprzedaży paliw – w warunkach obniżonej mobilności ludności w związku z pandemią – żywności i napojów, a także farmaceutyków i kosmetyków.

Dane miesięczne wskazują, że w II kw. br. kontynuowana była odbudowa konsumpcji. Sprzedaż detaliczna – po spadku w ujęciu miesięcznym w kwietniu spowodowanym ograniczoną działalnością sklepów wielkopowierzchniowych oraz zamknięciem centrów handlowych – w maju wyraźnie wzrosła i

Wykres 2.9 Poziom realnej konsumpcji, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dla indeksu spożycia gospodarstw domowych IV kw. 2019 r. = 100.

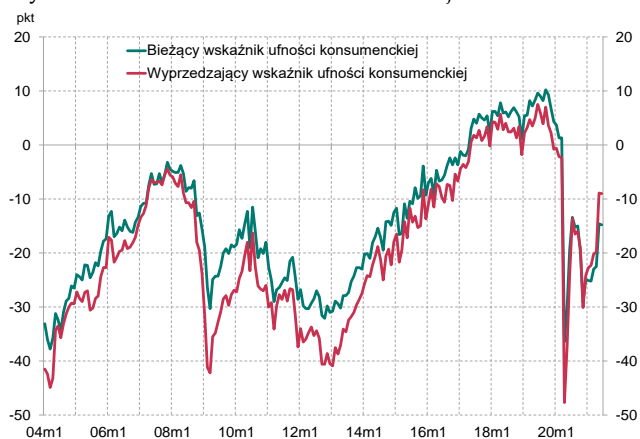
przekroczyła poziom sprzed pandemii²⁵. W maju zwiększyła się w szczególności sprzedaż odzieży i obuwi oraz mebli i sprzętu RTV i AGD. Wzrostowi sprzedaży detalicznej sprzyjała poprawa sytuacji epidemicznej, stopniowe luzowanie restrykcji oraz nierealizowany wcześniej popyt konsumpcyjny. Na wzrost spożycia gospodarstw domowych w II kw. wskazuje również pewna poprawa nastrojów konsumentów, które jednak nadal były istotnie gorsze niż przed pandemią (Wykres 2.10).

2.2.2 Inwestycje

Po wyraźnym spadku inwestycji w 2020 r., w I kw. 2021 r. nastąpiło ożywienie aktywności inwestycyjnej. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 1,3% r/r – po spadku o 15,4% r/r w IV kw. 2020 r.²⁶ – i nieznacznie przekroczyły poziom sprzed wybuchu pandemii (Wykres 2.11). Szacunki NBP wskazują, że wzrost rocznej dynamiki nakładów inwestycyjnych jest efektem przede wszystkim wyższej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, a także wzrostu inwestycji mieszkaniowych (Wykres 2.12). Z kolei inwestycje publiczne były w I kw. br. niższe niż przed rokiem.

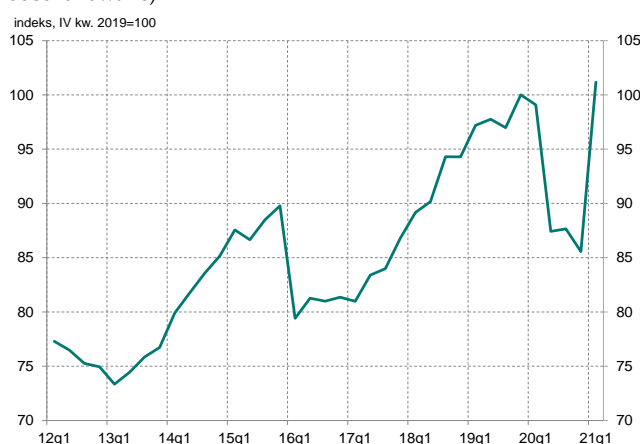
Dane ze sprawozdań finansowych firm wskazują, że w I kw. br. inwestycje dużych i średnich przedsiębiorstw były wyższe niż rok temu, do czego przyczynił się głównie wzrost nakładów inwestycyjnych w transporcie i gospodarce magazynowej oraz pozostałych usługach (Wykres 2.13). Spadły natomiast inwestycje w przetwórstwie przemysłowym, energetyce, górnictwie i dostarczaniu wody. Przedsiębiorstwa zwiększyły nakłady na środki transportu oraz maszyny i urządzenia, przy niższych niż przed rokiem inwestycjach budowlanych. Ujemna dynamika inwestycji przedsiębiorstw zagranicznych była rekompensowana przez

Wykres 2.10 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

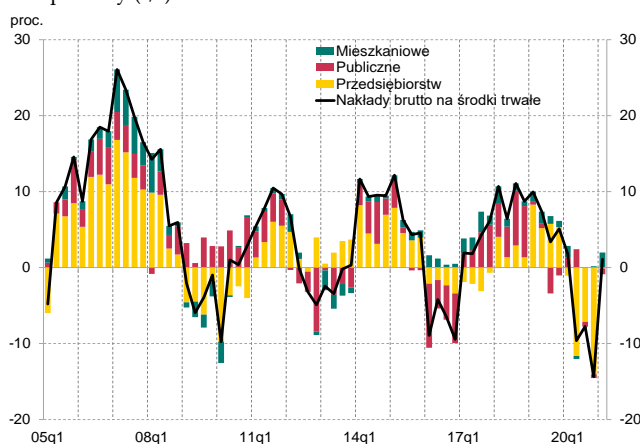
Wykres 2.11 Poziom nakładów brutto na środki trwałe (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w cenach stałych przy roku odniesienia 2015.

Wykres 2.12 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP.

²⁵ W ujęciu miesięcznym sprzedaż detaliczna w cenach stałych w kwietniu br. spadła o 6,4%, a w maju wzrosła o 11,4% (dane odsezonowane przez NBP). Z kolei dynamika roczna sprzedaży detalicznej w tych miesiącach była pod silnym wpływem efektu niskiej bazy z ubiegłego roku i w kwietniu wyniosła 22,4% r/r, a w maju 15,3% r/r.

²⁶ Podane dynamiki nakładów brutto na środki trwałe są wyrażone w cenach średniorocznych roku poprzedniego.

wzrost inwestycji odnotowany w firmach krajowych, zwłaszcza publicznych.

W kierunku wzrostu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw w I kw. br. oddziaływała prawdopodobnie poprawa perspektyw koniunktury związana m.in. z realizacją programu szczepień przeciw COVID-19. Natomiast w kierunku przeciwnym mogły oddziaływać wciąż obowiązujące restrykcje epidemiczne, utrzymująca się niepewność co do kształtowania się popytu w przyszłości oraz niższe niż przed pandemią wykorzystanie zdolności wytwórczych (Wykres 2.14). Z kolei w II kw. br. przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP sygnalizowały wyższą skłonność do rozpoczynania nowych inwestycji i zwiększania nakładów inwestycyjnych.

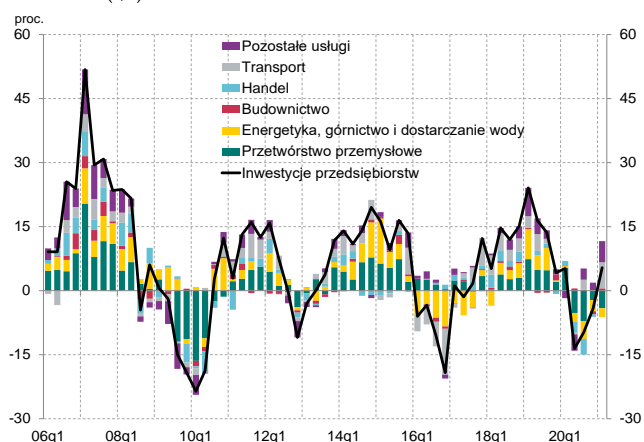
Według szacunków NBP ujemna dynamika inwestycji publicznych w I kw. br. wynikała głównie z mniejszych nakładów inwestycyjnych samorządów²⁷. Towarzyszył temu pewien spadek wartości funduszy unijnych wydatkowanych na inwestycje.

Według szacunków NBP w I kw. 2021 r. odnotowano wzrost dynamiki inwestycji mieszkaniowych, co wiązało się z wysokim popytem gospodarstw domowych na mieszkania (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

2.2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 w 2020 r. wyniósł 7,0% PKB (wobec 0,7% PKB w 2019 r.), z czego według szacunków NBP 4,2% PKB stanowił koszt wsparcia antykryzysowego dla gospodarstw domowych i firm uruchomionego przez rząd w związku z pandemią COVID-19. Ubiegłoroczny deficyt był wysoki na tle poprzednich lat, ale

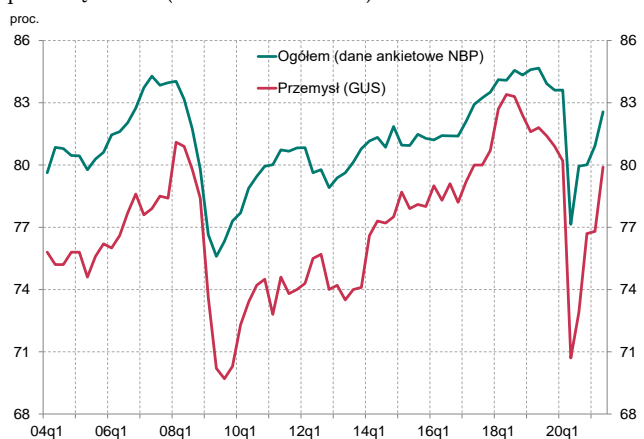
Wykres 2.13 Dynamika inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych w cenach bieżących w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.14 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane ankietowe NBP i GUS.

²⁷ W pierwszym kwartale każdego roku inwestycje publiczne są zwykle najniższe w całym roku ze względu na sezon zimowy w budownictwie.

jednocześnie niższy od poziomów notowanych w latach 2009-2010, tj. po wybuchu globalnego kryzysu finansowego (Wykres 2.15).

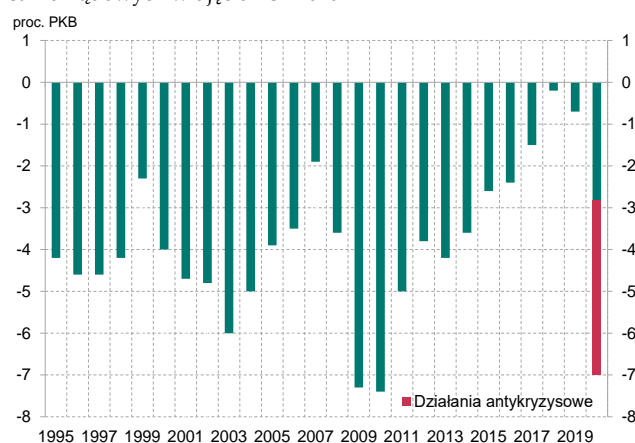
Finansowanie działań antykryzysowych w ub.r. przełożyło się na wyraźne przyspieszenie dynamiki wydatków sektora w porównaniu do poprzednich lat – w ub.r. wzrosły one o 18,0% r/r, wobec średnio o 5,6% r/r w latach 2015-2019. Istotny wkład do tempa wzrostu wydatków w ub.r. miał wzrost dotacji dla przedsiębiorstw (odpowiadał on za 8,0 pkt proc. wzrostu wydatków ogółem). Do tej kategorii zaklasyfikowano finansowanie większości działań antykryzysowych, w tym m.in. wsparcie dla przedsiębiorstw w ramach Tarcz Finansowych Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR), dofinansowanie wynagrodzeń pracowników, zwolnienie z opłacania składek ZUS i świadczenia postojowe.

Na skutek spadku aktywności gospodarczej w Polsce od II kw. ub.r. tempo wzrostu dochodów podatkowo-składkowych sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2020 r. obniżyło się względem poprzednich lat (w 2020 r. dochody sektora wzrosły o 3,6% r/r, wobec średnio o 7,8% r/r w latach 2015-2019), niemniej utrzymało się ono powyżej odnotowanej w 2020 r. średniorocznej dynamiki nominalnego PKB (1,3%). Dochody z podatków pośrednich wzrosły o 3,1% r/r, a z podatków bezpośrednich o 1,8% r/r, i to pomimo oddziaływania w ub.r. zmian legislacyjnych wpływających na spadek wpływów z podatku CIT oraz PIT²⁸. Szczególnie wysoki wzrost na tle sytuacji gospodarczej dotyczył wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne (o 5,1% r/r), co było związane z utrzymywaniem się stosunkowo dobrej sytuacji na rynku pracy w 2020 r. (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*)²⁹.

²⁸ Zmiany objęły obniżenie stawki podatku CIT dla małych firm z 15% do 9%, zmniejszenie wysokości pierwszego progu podatkowego dla osób fizycznych z 18% do 17%, wprowadzenie preferencyjnego opodatkowania osób do 26. roku życia, a także podwyższenie kosztów uzyskania przychodu.

²⁹ Na dynamikę wpływów składkowych nie oddziaływały wprowadzane w ramach działań antykryzysowych zwolnienia z opłacania składek ZUS (ich wpływ został w ujęciu ESA zarejestrowany po stronie wydatkowej).

Wykres 2.15 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

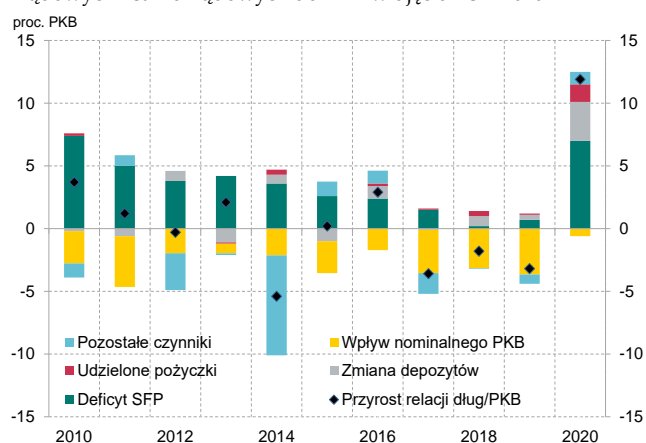
W kategorii Działania antykryzysowe COVID-19 uwzględniono m.in.: dotacje dla przedsiębiorstw (w tym przede wszystkim Tarcza Finansowa PFR, dofinansowanie wynagrodzeń z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych i Funduszu Pracy, zwolnienie ze składek ZUS, świadczenie postojowe dla samozatrudnionych i osób na umowach cywilnoprawnych), Polski Bon Turystyczny, dodatkowy zasiłek opiekuńczy, podwyższenie zasiłku dla bezrobotnych oraz dokapitalizowanie BGK.

W reakcji na drugą falę pandemii pod koniec ub.r. rząd przedłużył większość głównych działań antykryzysowych, przy czym krąg podmiotów uprawnionych do wsparcia jest mniejszy niż w 2020 r., gdyż ogranicza się do branż, które najmocniej odczuły skutki ponownego zaostrzenia restrykcji sanitarnych. W związku z ograniczeniem kręgu podmiotów uprawnionych do wsparcia oraz mniejszą skalą restrykcji sanitarnych, koszty finansowania działań antykryzysowych w 2021 r. będą prawdopodobnie wyraźnie mniejsze niż w 2020 r. – według aktualnych szacunków DAE NBP, ich wpływ na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 sięgnie 1,1% PKB. Czynniki ten, w połączeniu ze spodziewaną odbudową sytuacji gospodarczej, przemawia za oczekiwaniem znaczącej poprawy wyniku sektora w br. (ożywienie gospodarcze widoczne jest przy tym w bieżących danych budżetu państwa, w szczególności w danych o wpływach podatkowych, które w pierwszych pięciu miesiącach br. wzrosły o 19,6% r/r).

Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 wzrósł na koniec 2020 r. do poziomu 57,5% PKB, wobec 45,6% PKB na koniec 2019 r. Przyrost zadłużenia w ub.r. był przy tym wyraźnie większy, niż wynikałoby to jedynie z deficytu. Pozostały przyrost długu wynikał przede wszystkim ze wzrostu stanu depozytów zgromadzonych przez jednostki sektora (3,1% PKB) i emisji zadłużenia na sfinansowanie pożyczek (1,4% PKB), w szczególności części zwrotnej wsparcia udzielonego w ramach Tarcz PFR (Wykres 2.16).

W bieżącym roku oraz kolejnych, wpływ tych czynników na wzrost zadłużenia powinien wygasać, a nawet ulec odwróceniu, w szczególności w związku ze spłatą pożyczek przez przedsiębiorców. W połączeniu z zakładaną poprawą sytuacji gospodarczej pozwala to oczekiwać stopniowej redukcji zadłużenia w

Wykres 2.16 Źródła zmian relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB w ujęciu ESA 2010



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

najbliższych latach, począwszy już od bieżącego roku.

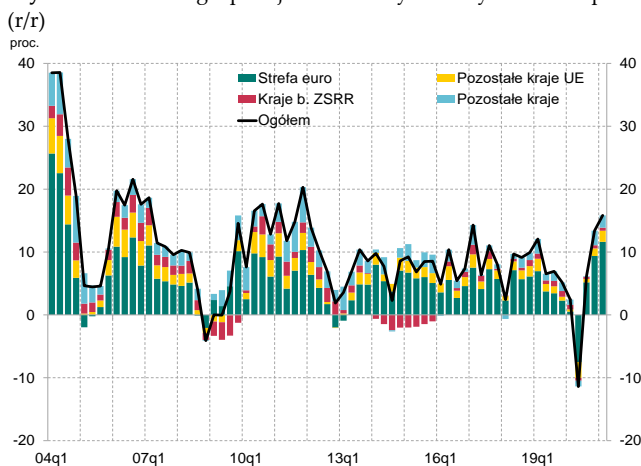
Z kolei państwowy dług publiczny (dług sektora według definicji krajowej) wzrósł do 47,8% PKB na koniec 2020 r. z 43,2% PKB na koniec 2019 r., a tym samym ukształtował się na poziomie wyraźnie poniżej progów 55% i 60% PKB zapisanych w ustawie o finansach publicznych oraz Konstytucji RP³⁰.

2.2.4 Handel zagraniczny³¹

W I kw. 2021 r. miało miejsce dalsze ożywienie wymiany handlowej Polski. Dynamika wartości eksportu wzrosła nieznacznie (do 15,8% r/r wobec 13,4% r/r w IV kw. ub.r.), natomiast wzrost wartości importu wyraźnie przyspieszył (do 14,0% r/r z 7,3% r/r w IV kw. ub.r.). Jednocześnie w kwietniu dynamiki zarówno eksportu, jak i importu znacząco przyspieszyły (do odpowiednio 64,4% r/r oraz 53,4% r/r) na co wpłynął statystyczny efekt bazy związany z głębokim spadkiem wymiany handlowej w kwietniu ub.r.

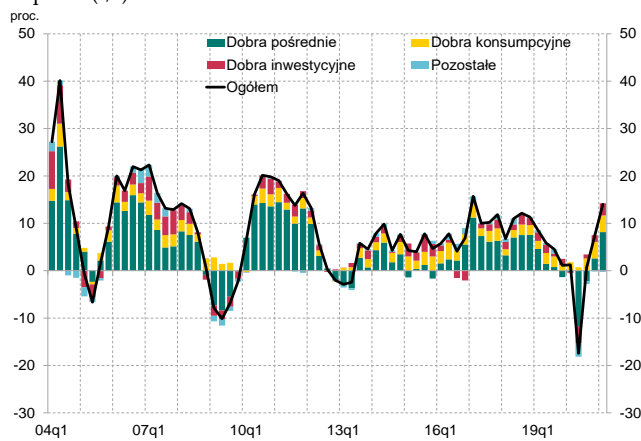
W I kw. br. zwiększyła się dynamika wartości polskiego eksportu do strefy euro, przede wszystkim jej największych gospodarek, i pozostałych krajów UE (Wykres 2.17). Z kolei tempo wzrostu wartości eksportu do krajów byłego ZSRR było zbliżone do odnotowanego w IV kw. ub.r., podczas gdy eksport do pozostałych krajów nieznacznie spowolnił. W ujęciu towarowym wzrost dynamiki eksportu wystąpił we wszystkich głównych kategoriach, choć w przypadku „dóbr pozostałych”, dynamika eksportu pozostała ujemna³². Najsilniej wzrósł eksport dóbr inwestycyjnych, choć największy

Wykres 2.17 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.18 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r) proc.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

³⁰ Istotnie mniejszy przyrost zadłużenia sektora w ub.r. w ujęciu krajowym względem ujęcia ESA 2010 związany jest przede wszystkim z klasyfikacją zobowiązań PFR oraz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, z których finansowana jest większość realizowanych działań antykrzysowych. Zgodnie z zapisami ustawy o finansach publicznych podmioty te nie są jednostkami sektora finansów publicznych, a zatem ich zobowiązania nie stanowią państwowego długu publicznego. W 2020 r. PFR i Bank Gospodarstwa Krajowego wyemitowały obligacje o łącznej wartości nominalnej 166,1 mld zł.

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

³² Ujemna dynamika eksportu „dóbr pozostałych” wynikała głównie ze spadku eksportu towarów gdzie indziej nie sklasyfikowanych, przy nieznacznie dodatniej dynamice eksportu samochodów osobowych.

wkład do wzrostu eksportu ogółem miały wciąż dobra pośrednie, w szczególności towary zaopatrzeniowe dla przemysłu, w warunkach rosnącej aktywności w sektorze przemysłowym w strefie euro.

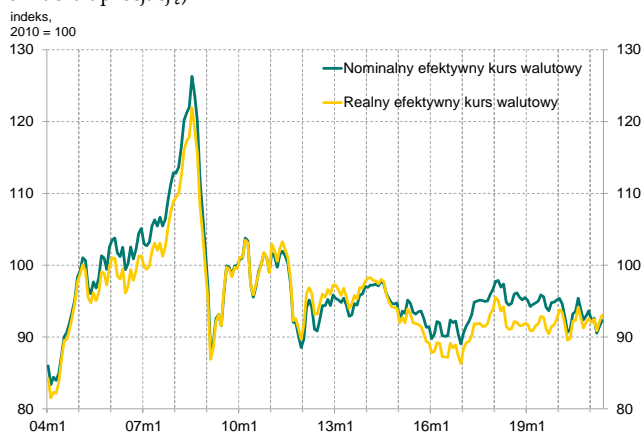
W I kw. 2021 r. najwyższą dynamikę roczną wartości importu odnotowano w kategorii dóbr inwestycyjnych, co było związane z częściową odbudową krajowego popytu inwestycyjnego (Wykres 2.18; por. 2.2.2 *Inwestycje*). Wyraźnie przyspieszył także wzrost wartości importu dóbr pośrednich, przede wszystkim towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu oraz paliw – zarówno ze względu na wzrost wolumenu importu paliw, jak i wzrost ich cen (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Jednocześnie wzrost importu dóbr konsumpcyjnych pozostał relatywnie wysoki, czemu sprzyjała pewna odbudowa krajowej konsumpcji (por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*). Od kilku kwartałów utrzymuje się natomiast ujemna dynamika roczna wartości importu dóbr pozostałych, przede wszystkim samochodów osobowych.

Po nieznacznej deprecjacji w pierwszych miesiącach br., w kwietniu i maju nominalny i realny efektywny kurs złotego umocniły się do poziomów notowanych na początku roku (Wykres 2.19). Z kolei odsetek eksporterów informujących o nieopłacalnym eksporcie był w I kw. br. relatywnie stabilny i zbliżony do średniej z ostatnich kilku lat³³.

2.2.5 Produkcja

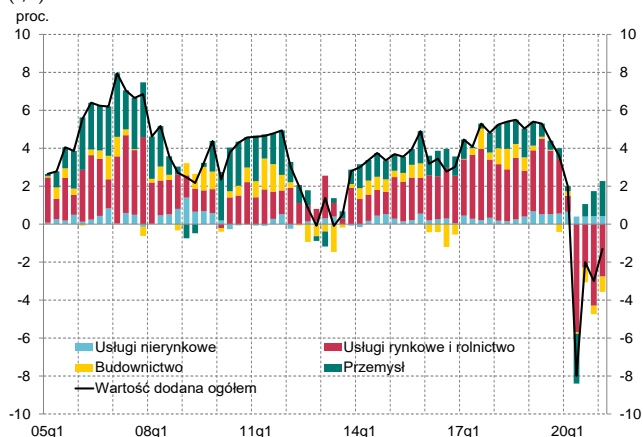
W pierwszych miesiącach 2021 r. aktywność w poszczególnych sektorach gospodarki pozostała zróżnicowana (Wykres 2.20). Produkcja przemysłowa dalej rosła, kształtując się wyraźnie powyżej poziomu sprzed pandemii (Wykres 2.21). Natomiast produkcja budowlano-montażowa pozostała wyraźnie niższa niż przed pandemią. W I kw. br. w związku z obowiązującymi

Wykres 2.19 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



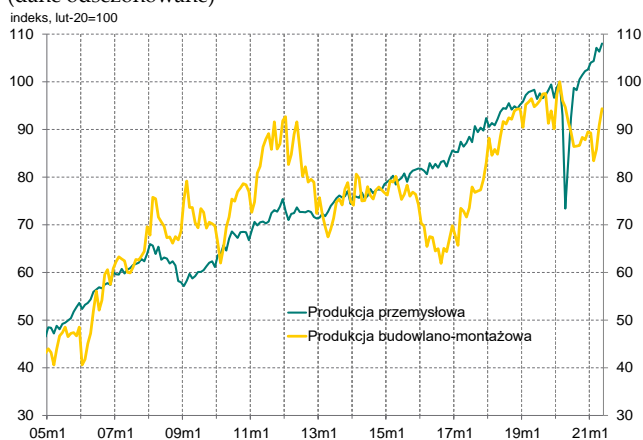
Źródło: dane BIS.

Wykres 2.20 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r) proc.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.21 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

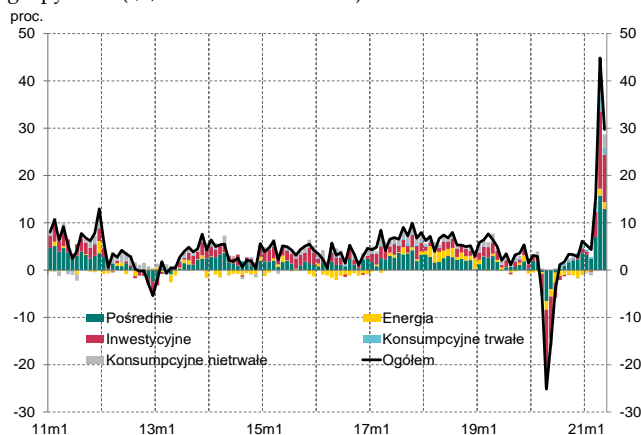
³³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2021 r.

restrykcjami epidemicznymi aktywność w sektorze usług była nadal wyraźnie osłabiona, przy czym dostępne dane wskazują na częściową odbudowę aktywności w tym sektorze w II kw. br. wraz z poprawą sytuacji epidemicznej i łagodzeniem restrykcji.

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 7,8% r/r w I kw. br. W kwietniu br. dynamika produkcji przemysłowej wyniosła 44,5% r/r, a w maju br. 29,8% r/r. Bardzo wysoka dynamika produkcji w tych miesiącach wynikała w znacznym stopniu ze statystycznego efektu bazy, związanego z silnym spadkiem produkcji rok wcześniej, tj. podczas pierwszej fali pandemii. Do wzrostu produkcji przemysłowej w największym stopniu przyczynił się wzrost produkcji dóbr pośrednich, któremu sprzyjał m.in. utrzymujący się wysoki popyt eksportowy na towary zaopatrzeniowe w warunkach rosnącej aktywności w sektorze przemysłowym w strefie euro (por. rozdz. 2.2.5 *Handel zagraniczny*). Począwszy od marca br. wyraźnie zwiększyła się także dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych (Wykres 2.22), co mogło wiązać się ze wzrostem popytu eksportowego na te dobra i odbudową aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, w tym wzrostem nakładów na maszyny, urządzenia i środki transportu (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*). W warunkach wysokiego popytu konsumentów na dobra trwałe oraz korzystnej koniunktury eksportowej wyższa niż przed rokiem była również produkcja konsumpcyjnych dóbr trwałych.

Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej w pierwszych miesiącach 2021 r. pozostawała ujemna, a w maju wzrosła powyżej zera (w I kw. br. wyniosła -12,5% r/r, w kwietniu br. -4,2% r/r, a w maju br. +4,7% r/r; Wykres 2.23). W I kw. br. ujemną dynamikę produkcji odnotowano zarówno w budownictwie mieszkaniowym, jak i niemieszkaniowym oraz infrastrukturalnym. Czynnikiem oddziałującym ograniczająco na aktywność w budownictwie w I

Wykres 2.22 Dynamika produkcji przemysłowej w podziale na grupy dóbr (r/r, dane odsezonowane)

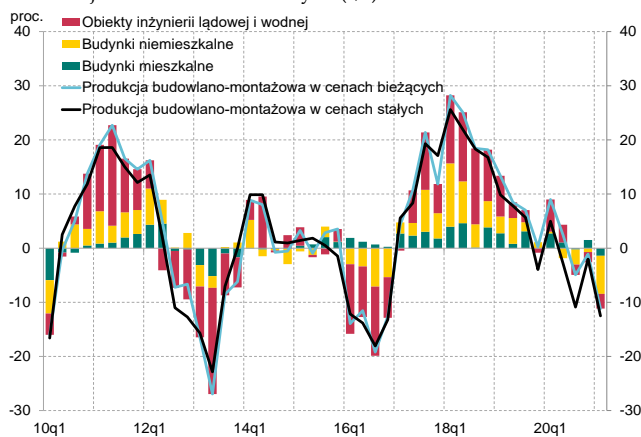


Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

Dynamika produkcji przemysłowej (ogółem i poszczególne kategorie dóbr) – dane Eurostat (odsezonowane).

Wkłady poszczególnych kategorii dóbr do dynamiki produkcji przemysłowej wyliczone według wartości produkcji w cenach bieżących (dane GUS).

Wykres 2.23 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

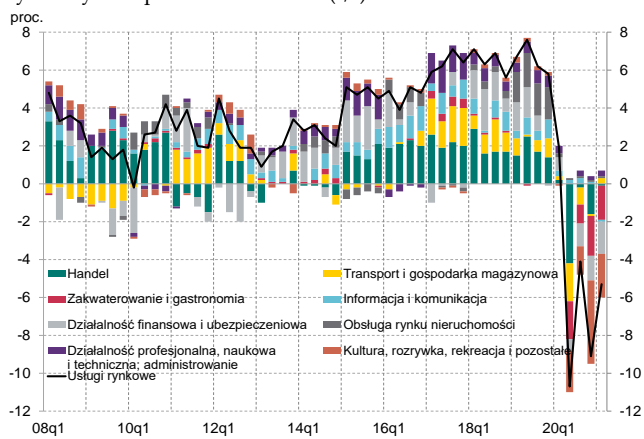
Dekompozycja na rodzaje obiektów budowlanych dotyczy dynamiki produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących.

kw. br. mogły być gorsze niż rok wcześniej warunki pogodowe, statystyczny efekt bazy związany z relatywnie wysoką aktywnością w I kw. ub.r. oraz ujemna dynamika nakładów przedsiębiorstw na inwestycje budowlane i inwestycji publicznych w tym okresie (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*). Natomiast w maju br. wzrostowi aktywności w budownictwie mogła sprzyjać większa skłonność przedsiębiorstw do rozpoczynania nowych inwestycji i zwiększania nakładów inwestycyjnych (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*). Jednocześnie wzrost produkcji w budownictwie infrastrukturalnym w maju br. mógł być związany z większą aktywnością inwestycyjną sektora publicznego w zakresie inwestycji drogowych.

Niekorzystna sytuacja epidemiczna i obowiązujące restrykcje oddziaływały ograniczająco na aktywność gospodarczą w sektorze usług w I kw. br. Wartość dodana w usługach rynkowych była w tym okresie niższa niż rok wcześniej o 5,3% (Wykres 2.24). Największy spadek wartości dodanej odnotowano w branżach szczególnie wrażliwych na skutki pandemii i związanych z nią restrykcji sanitarnych: w zakwaterowaniu i gastronomii (-77,2% r/r) oraz kulturze, rozrywce i rekreacji (-64,0%). Wyraźnie niższa niż rok wcześniej była też aktywność w działalności finansowej i ubezpieczeniowej. W pozostałych branżach usług rynkowych dynamika wartości dodanej była w I kw. br. zbliżona do zera.

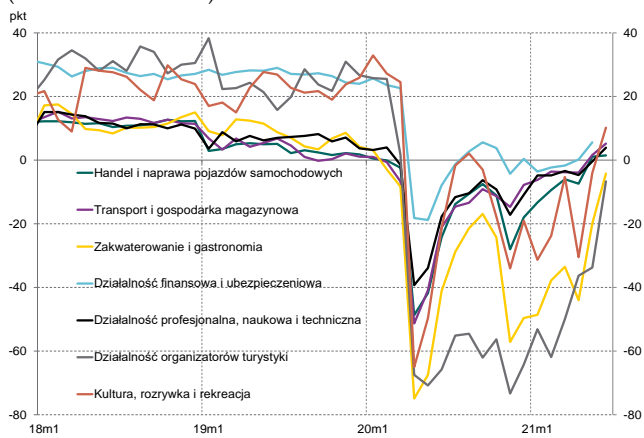
Dostępne dane wskazują, że w II kw. br. wraz z poprawą sytuacji epidemicznej i łagodzeniem restrykcji sanitarnych nastąpiła częściowa odbudowa aktywności gospodarczej w sektorze usług. Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury w usługach stopniowo poprawiały się (Wykres 2.25). Poprawa ta dotyczyła również branż szczególnie wrażliwych na gospodarcze skutki epidemii (działalność organizatorów turystyki, zakwaterowanie i gastronomia, kultura rozrywka

Wykres 2.24 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.25 Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury w usługach (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

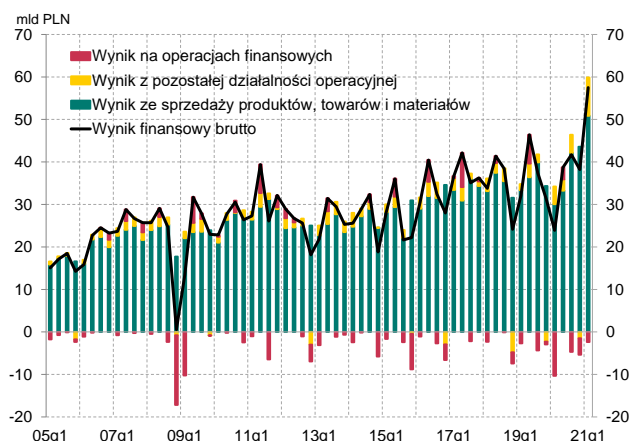
i rekreacja). Oceny koniunktury w tych branżach były jednak wciąż gorsze niż przed pandemią.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Zagregowany wynik finansowy sektora przedsiębiorstw za I kw. 2021 r. silnie wzrósł w porównaniu do analogicznego okresu ub.r. (Wykres 2.26)³⁴. Wyraźnie wyższy był przede wszystkim wynik finansowy ze sprzedaży w warunkach wysokiej dynamiki eksportu i odbudowy popytu krajowego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*)³⁵. Na wzrost wyniku finansowego w ujęciu rocznym złożyły się również mniejsza strata na operacjach finansowych³⁶, a także wyższy wynik z pozostałej działalności, będący w znacznej mierze efektem sprzedaży aktywów trwałych pojedynczej firmy. Dane ankietowe NBP wskazują na dalszą poprawę sytuacji bieżącej przedsiębiorstw w II kw. br., choć pozostawała ona istotnie zróżnicowana pomiędzy branżami.

Wzrost przychodów ze sprzedaży przyspieszył w I kw. 2021 r. do 10,1% r/r (wobec 7,5% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.27). Występowało przy tym pewne zróżnicowanie dynamiki sprzedaży pomiędzy branżami. Wartość sprzedaży wzrosła m.in. w handlu (przy pewnej odbudowie konsumpcji; por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*) i przetwórstwie przemysłowym (czemu sprzyjała dobra koniunktura w tym sektorze i silny popyt eksportowy; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Natomiast istotny spadek sprzedaży w ujęciu rocznym utrzymał się w branżach szczególnie dotkniętych przez ograniczenia pandemiczne, w szczególności w sekcji „zakwaterowanie i usługi gastronomiczne” oraz „edukacja”.

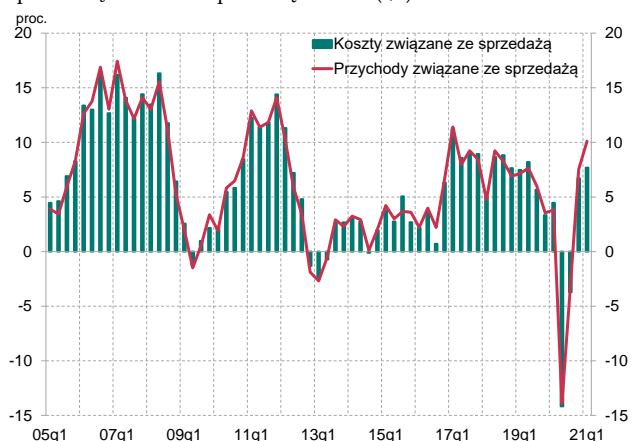
Wykres 2.26 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.27 Dynamika przychodów i kosztów związanych ze sprzedażą w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Koszty związane ze sprzedażą – koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów.

Przychody związane ze sprzedażą – przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

³⁴ W I kw. 2021 r. wynik finansowy brutto wyniósł 57,5 mld zł wobec 23,9 mld zł w I kw. 2020 r.

³⁵ W I kw. br. wynik finansowy ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów wyniósł 50,9 mld zł wobec 30,1 mld zł w I kw. ub.r.

³⁶ Pozytywnie na dynamikę wyniku finansowego w ujęciu rocznym wpłynął efekt niskiej bazy wyniku na operacjach finansowych. W I kw. 2020 r. wynik na operacjach finansowych był bowiem silnie ujemny – zwłaszcza w przemyśle paliwowym – wskutek ujemnych różnic kursowych oraz strat na sprzedaży i aktualizacji aktywów finansowych.

Wzrosła również – choć w mniejszym stopniu – dynamika kosztów sprzedanych produktów, towarów i materiałów (do 7,7% r/r z 6,7% r/r w IV kw. ub.r.). Poza rosnącymi obrotami na wzrost kosztów wpływały m.in. wyższe ceny surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Towarzyszyła temu relatywnie stabilna dynamika kosztów pracy (5,6% r/r w I kw. br. wobec 5,9% r/r IV kw. ub.r.).

Wobec silnej poprawy wyniku finansowego wszystkie główne wskaźniki rentowności sektora przedsiębiorstw w I kw. 2021 r. były wyraźnie wyższe niż rok wcześniej (Tabela 2.3). Zwiększył się również udział firm rentownych w sektorze, zwłaszcza firm o rentowności powyżej 5%. Niemniej jednak występowało pewne zróżnicowanie zmian rentowności przedsiębiorstw. W szczególności rentowność obrotu firm z najniższymi odczytami wskaźnika, tj. znajdującymi się w I decylnym rozkładzie, pogorszyła się. Jednocześnie płynność sektora przedsiębiorstw w I kw. 2021 r. była nadal wysoka, co prawdopodobnie pozostawało efektem m.in. rządowych programów wsparcia dla przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP w II kw. 2021 r. wskazały na dalszą poprawę swojej bieżącej sytuacji, choć – głównie ze względu na restrykcje epidemiczne – pozostawała ona istotnie zróżnicowana pomiędzy branżami. Z deklaracji przedsiębiorstw wynika również, że płynność sektora pozostała wysoka, podobnie jak zdolność do obsługi zobowiązań.

2.4 Rynek pracy

Dostępne dane wskazują, że na rynku pracy – po częściowej odbudowie popytu na pracę w II połowie 2020 r. – na początku 2021 r. popyt pozostawał nieco niższy niż przed pandemią COVID-19.

W IV kw. ub.r. liczba pracujących BAEL wzrosła o 0,5% r/r (po spadku o 0,6% r/r w III kw. ub.r.);

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

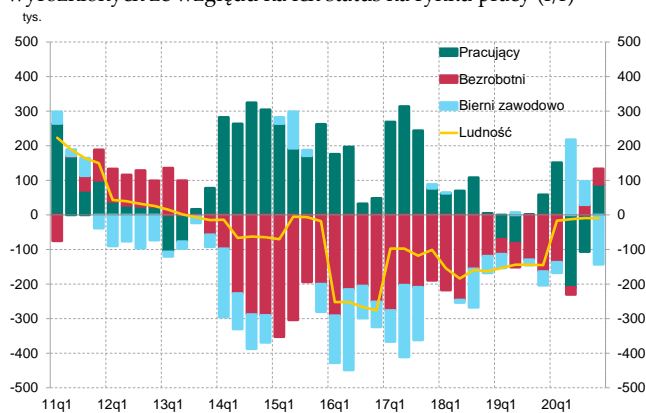
Wskaźnik	średnia	2019				2020				2021
	2010-2018	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,5	4,6	5,0	4,1	3,9	4,9	5,5	4,9	6,0
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,4	4,8	3,8	2,9	2,4	4,5	4,4	3,3	5,4
Udział firm rentownych	73,1	76,1	75,9	76,0	75,9	74,2	73,4	76,0	74,5	76,0
Udział firm o rentowności powyżej 5%	33,9	37,0	36,3	36,5	36,8	37,5	39,1	41,5	42,0	42,2
Wskaźnik płynności I stopnia	36,3	34,7	34,6	35,4	38,1	38,9	42,6	42,9	43,9	43,0
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,4	1,1	0,9	0,7	1,1	1,2	1,0	1,5
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,2	15,3	15,6	15,5	15,9	15,9	15,2	15,1	14,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% – dane odsezonowane. Średnia udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek obejmuje jedynie lata 2015-2018.

Wykres 2.28 Zmiany liczebności podstawowych grup ludności wyróżnionych ze względu na ich status na rynku pracy (r/r)



Źródło: dane GUS.

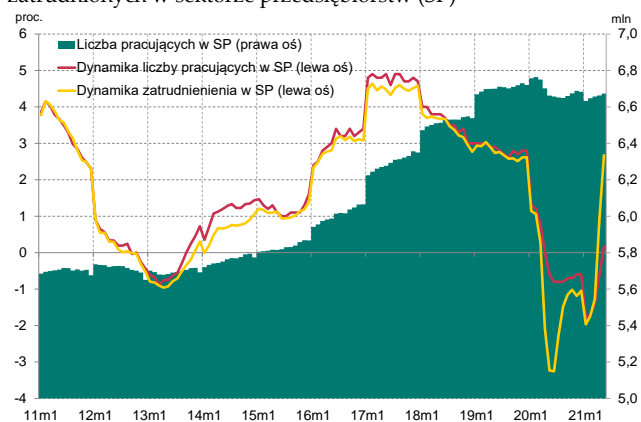
Ludność oznacza populację generalną, do której odnosi się uogólnianie wyników BAEL. Stanowi ona ludność Polski w wieku 15 lat i więcej zamieszkałą w gospodarstwach domowych.

Wykres 2.28), stopa bezrobocia według wyników tego badania obniżyła się do 3,1% (wobec 3,3% w III kw. ub.r.; dane nieodsezonowane), a współczynnik aktywności zawodowej – mimo oddziaływania negatywnych czynników sezonowych – wzrósł do 56,5% (wobec 56,4% w III kw. ub.r.)³⁷. Pomimo wzrostu liczby pracujących, wyrażony w godzinach całkowity nakład pracy w gospodarce w IV kw. ub.r. obniżył się. Skumulowana liczba przepracowanych godzin w IV kw. spadła o 1,7% r/r (-0,3% r/r w III kw.), co wynikało głównie z nadal wyraźnie wyższej niż przed rokiem liczby osób formalnie posiadających pracę, ale czasowo jej niewykonujących (wzrost o 18,2% r/r).

W I kw. 2021 r. wprowadzono znaczne zmiany metodyki BAEL, w związku z czym – zgodnie z komunikatem GUS – dane te nie są porównywalne z danymi z poprzednich okresów³⁸. Według wyników tego badania liczba pracujących w I kw. br. wyniosła 16,4 mln osób, współczynnik aktywności zawodowej 57,3%, a stopa bezrobocia 4,0% (dane nieodsezonowane).

Dane sprawozdawcze z gospodarki narodowej (GN) i sektora przedsiębiorstw (SP) za I kw. br. wskazują na stabilizację popytu na pracę poniżej poziomu sprzed pandemii (Wykres 2.29). Świadczy o tym utrzymująca się w I kw. br. ujemna roczna dynamika przeciętnego zatrudnienia w GN (-1,3% r/r, przy takiej samej wartości dynamiki rocznej w IV kw. ub.r.) i SP (-1,7% r/r, przy -1,2% r/r w IV kw. ub.r.)³⁹. Dane miesięczne z kwietnia i maja br. – pomimo dodatniej dynamiki rocznej, na którą wpłynął silny efekt niskiej bazy z początkowej fazy

Wykres 2.29 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Dane o pracujących w SP (nieodsezonowane) odnoszą się do stanu na ostatni dzień miesiąca, bez przeliczenia osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty. Dane te obejmują szerszy krąg osób niż kategoria przeciętnego zatrudnienia, wliczając właścicieli i współwłaścicieli firm prowadzących działalność gospodarczą, a także m.in. osoby przebywające na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych i macierzyńskich, które w tylko ograniczonym stopniu ujęte są w statystykach zatrudnienia.

³⁷ Na wyniki BAEL mogła częściowo wpłynąć zmiana w metodyce badania wymuszona uwarunkowaniami pandemicznymi. Polegała ona w głównej mierze na zastąpieniu wywiadów prowadzonych osobiście wywiadami telefonicznymi oraz zmianą tempa wprowadzania nowych respondentów do próby statystycznej badania.

³⁸ Zmiany metodyki BAEL od początku 2021 r. związane są z wdrożeniem rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i dotyczą wszystkich krajów UE. Zmiany te dotyczyły przede wszystkim (1) wyłączenia z kategorii „pracujących” rolników produkujących wyłącznie lub głównie na własne potrzeby, (2) włączenia do kategorii „pracujących” osób przebywających na urloпах wychowawczych dłuższych niż 3 miesiące oraz (3) ograniczenia zakresu badanej populacji do osób w wieku 15-89 lat. Jednocześnie zmieniono kolejność i formę zadawanych pytań.

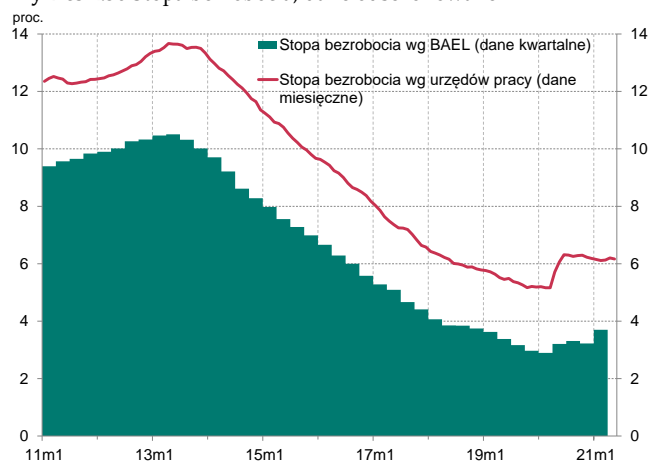
³⁹ Negatywnie na roczną dynamikę liczby pracujących w GN i zatrudnienia w SP wpłynęła częściowo coroczna aktualizacja próby badanej zbiorowości przedsiębiorstw.

pandemii – również wskazują na kształtowanie się zatrudnienia w SP poniżej poziomu sprzed pandemii⁴⁰. Natomiast na pewną poprawę perspektyw popytu na pracę wskazują wyniki badań koniunktury GUS oraz NBP, według których wzrosły prognozy zatrudnienia w ankietowanych przedsiębiorstwach.

Stopa bezrobocia rejestrowanego po oczyszczeniu z efektów sezonowych w ostatnich miesiącach pozostała relatywnie stabilna i w kwietniu oraz maju wyniosła 6,2%, tj. nieco więcej niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii, ale istotnie mniej niż we wcześniejszych latach (Wykres 2.30). Liczba rejestracji oraz wyrejestrowań z rejestru osób bezrobotnych była nadal znacznie niższa niż przed rokiem. Wiązało się to ze wzrostem udziału osób pozostających bez pracy dłużej niż 6 miesięcy wśród wszystkich zarejestrowanych bezrobotnych⁴¹.

Jednocześnie przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej w I kw. br. wzrosło o 6,6% r/r, wobec 5,0% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 2.31). Pewien wzrost dynamiki płac wynikał głównie z szybszego wzrostu wynagrodzeń poza sektorem przedsiębiorstw (dynamika płac w SP była relatywnie stabilna – wyniosła 5,7% r/r w I kw. br., wobec 5,4% r/r w IV kw. ub.r.). Szczególnie wyraźnie przyspieszył wzrost płac w ochronie zdrowia w związku z istotnym zwiększeniem nakładu pracy w tej sekcji podczas trzeciej fali pandemii⁴². Dane za kwiecień i maj wskazują, że dynamika wynagrodzeń w SP – po oczyszczeniu ze statystycznego efektu niskiej bazy z ubiegłego roku – pozostała relatywnie stabilna i nieco niższa niż przed pandemią⁴³.

Wykres 2.30 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



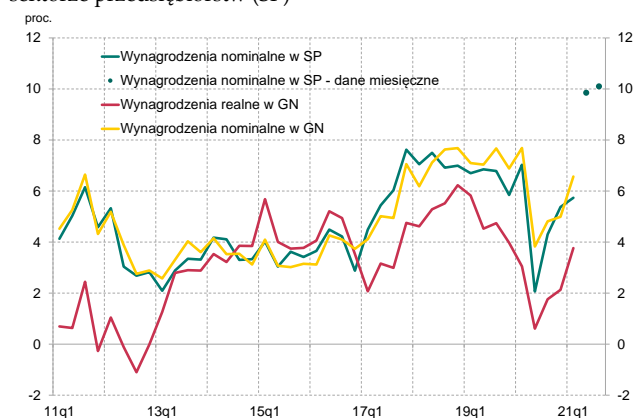
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

Zgodnie z informacją GUS stopa bezrobocia według BAEL od I kw. 2021 r. nie może być porównywana z poprzednimi okresami ze względu na zmianę metodyki badania.

Wykres 2.31 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (SP) dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej (GN) dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linia) oraz dane miesięczne za kwiecień i maj 2021 r. (kropki).

⁴⁰ Przeciętne zatrudnienie w SP wzrosło w kwietniu br. o 0,9% r/r, a w maju o 2,7% r/r, jednak na wzrost dynamiki silnie oddziaływał efekt bazy, szacowany na około 1,5 pkt proc. w maju. W ujęciu miesięcznym – po uwzględnieniu efektów sezonowych – w kwietniu br. zatrudnienie w SP nie zmieniło się, a w maju wzrosło o 0,4%. W porównaniu do poziomu sprzed pandemii, tj. do poziomu z lutego 2020 r., zatrudnienie w SP w maju br. było niższe o 1,7%.

⁴¹ Udział osób pozostających bez pracy dłużej niż 6 miesięcy wzrósł z 53% w I kw. 2020 r. do 62% w I kw. 2021 r., a udział osób pozostających bez pracy od ponad roku zwiększył się w tym okresie z 36% do 43%.

⁴² W I kw. br. nastąpiło również najprawdopodobniej wyhamowanie spadku wynagrodzeń w grupie mikroprzedsiębiorstw.

⁴³ Choć wzrost w ujęciu rocznym przeciętnego wynagrodzenia w SP istotnie przyspieszył (do 9,9% w kwietniu br. i 10,1% w maju), to jednak było to spowodowane efektem niskiej bazy z ubiegłego roku, gdy w warunkach zamarznięcia aktywności gospodarczej w

Po odplywie cudzoziemców z krajowego rynku pracy w początkowej fazie pandemii, w ostatnich miesiącach liczba imigrantów na krajowym rynku pracy zaczęła ponownie rosnać⁴⁴. Jednocześnie rosła liczba zagranicznych pracowników ubezpieczonych w ZUS⁴⁵.

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

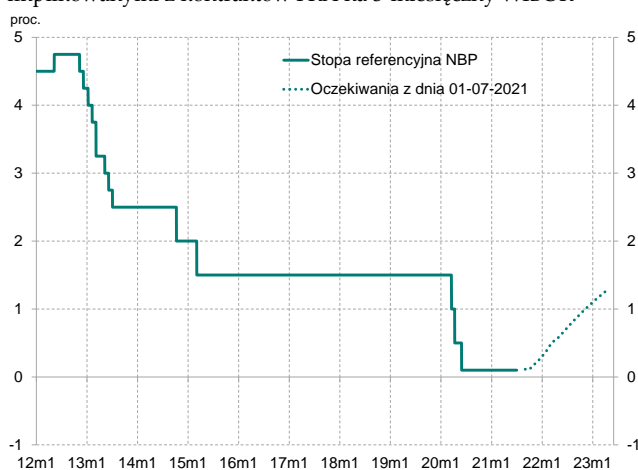
Po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej NBP w I połowie 2020 r.⁴⁶, w kolejnych kwartałach NBP utrzymywał podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuował pozostałe działania podjęte w reakcji na pandemię.

W szczególności stopa referencyjna NBP była utrzymywana na poziomie 0,1% (Wykres 2.32). Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Łącznie (do końca czerwca br.) NBP skupił papiery wartościowe o wartości nominalnej 135,8 mld zł, tj. 142,2 mld zł w cenie zakupu (Wykres 2.33). NBP w dalszym ciągu oferował także kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki.

2.5.1 Rynki finansowe

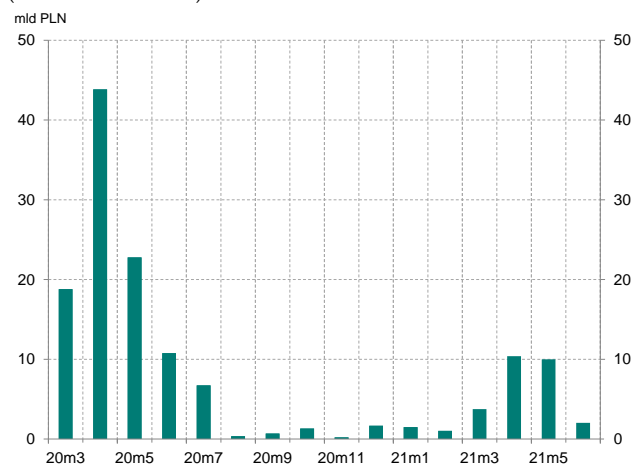
Rentowności polskich obligacji skarbowych kształtują się na znacznie niższym poziomie niż w poprzednich latach. W ostatnich miesiącach rentowność 10-letnich obligacji – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – była

Wykres 2.32 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.33 Skala strukturalnych operacji otwartego rynku przeprowadzonych przez NBP w poszczególnych miesiącach (wartość nominalna)



Źródło: dane NBP

części branż na początku pandemii wynagrodzenia przejściowo wyraźnie spadły. Zgodnie z szacunkami NBP roczna dynamika wynagrodzeń w SP w kwietniu po oczyszczeniu z efektu niskiej bazy wyniosła około 6,5% r/r.

⁴⁴ Dane o liczbie przekroczeń granicy z Ukrainą wskazują, że liczba przebywających w Polsce cudzoziemców zmniejszyła się w 2020 r. o 46,0 tys., przy czym tylko część tego odplywu dotyczyła osób związanych z krajowym rynkiem pracy (pozostała część stanowili np. członkowie rodzin). W okresie styczeń-kwiecień br. zaobserwowano natomiast napływ 254,1 tys. osób, podczas gdy przeciętny napływ imigrantów z Ukrainy w tym okresie w latach 2013-2019 wynosił 149,9 tys.

⁴⁵ Na koniec kwietnia br. liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, była o 103 tys. (tj. o 14,8%) wyższa względem poziomu z lutego ub.r., tj. sprzecz pandemii, przy czym na wzrost ten wpłynął częściowo sukcesywnie rosący odsetek obcokrajowców odprowadzających składki do polskiego systemu ubezpieczeń społecznych.

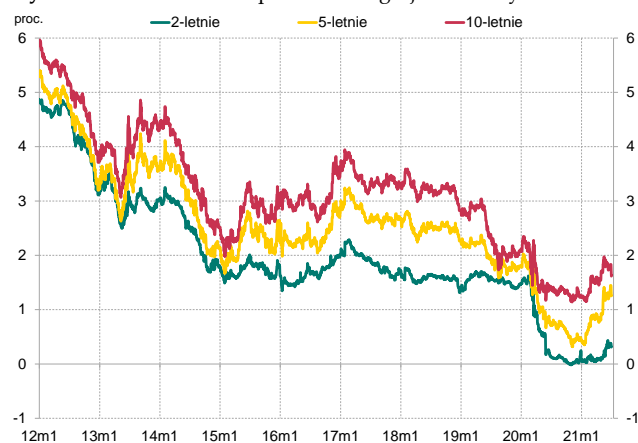
⁴⁶ Por. Ramka 2: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19 w: Raport o inflacji – lipiec 2020 r.*, NBP.

relatywnie stabilna, natomiast rentowności obligacji o krótszych terminach zapadalności nieco wzrosły (Wykres 2.34; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*)⁴⁷. W kierunku wzrostu rentowności obligacji oddziaływały: trwające ożywienie gospodarcze, wyższa niż na początku roku bieżąca inflacja oraz oczekiwania części uczestników rynku dotyczące wzrostu stóp procentowych w następnych latach (Wykres 2.32; por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Natomiast ograniczająco na poziom rentowności polskich obligacji nadal oddziaływały: niski bieżący poziom stóp procentowych NBP, trwający skup papierów wartościowych przez NBP, silnie akomodacyjna polityka pieniężna na świecie i niskie rentowności obligacji za granicą (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W czerwcu 2021 r. średni kurs złotego – zarówno do euro, jak i do dolara amerykańskiego – był zbliżony do odnotowanego w lutym br. (Wykres 2.35)⁴⁸. W kierunku aprecjacji złotego oddziaływała relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza Polski na tle wielu innych gospodarek, w tym utrzymująca się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących (por. rozdz. 2.7 *Bilans płatniczy*). Z kolei w przeciwnym kierunku w ostatnim czasie oddziaływała globalna aprecjacja dolara związana m.in. ze wzrostem liczby przedstawicieli Fed oczekujących podwyżki stóp procentowych w najbliższych latach.

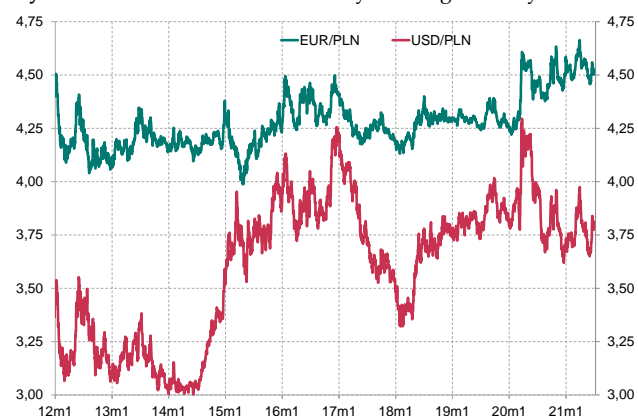
W II kw. 2021 r. ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wyraźnie wzrosły (Wykres 2.36). Było to związane zarówno z pewną poprawą nastrojów na światowych rynkach finansowych, jak i korzystną sytuacją finansową krajowych przedsiębiorstw oraz oczekiwaną kontynuacją ożywienia gospodarczego (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*). W

Wykres 2.34 Rentowności polskich obligacji skarbowych



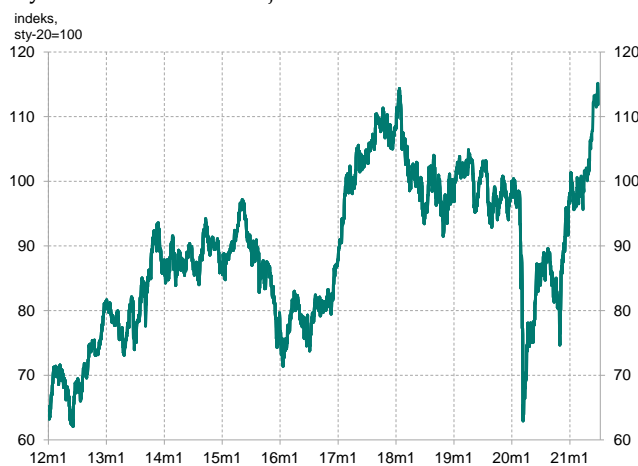
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.35 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.36 Indeks cen akcji WIG



Źródło: dane Bloomberg.

⁴⁷ W czerwcu 2021 r. średnia rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych wyniosła 1,8%, a 2-letnich 0,4%.

⁴⁸ Z kolei łącznie od wybuchu pandemii złoty umocnił się do dolara o około 3%, a wobec euro osłabił się o około 4% (zmiana kursu względem końca lutego 2020 r.).

rezultacie indeks WIG pod koniec czerwca br. osiągnął najwyższy poziom w historii.

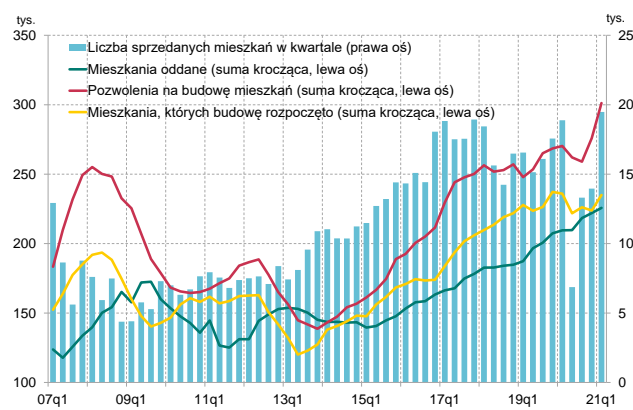
2.5.2 Rynek nieruchomości⁴⁹

W I kw. 2021 r. aktywność na rynku mieszkaniowym wzrosła po przejściowym spadku w 2020 r. związanym z wybuchem pandemii COVID-19. W szczególności w I kw. br. istotnie wzrosła liczba sprzedanych nowych mieszkań. Towarzyszył temu dalszy wzrost cen transakcyjnych mieszkań w ujęciu rocznym, choć na rynku wtórnym wzrost ten spowolnił.

Po silnym spadku na początku pandemii, w I kw. br. liczba sprzedanych nowych mieszkań istotnie zwiększyła się i była zbliżona do poziomu z I kw. 2020 r. (Wykres 2.37). Pomimo utrudnień epidemicznych dalej rosła również liczba mieszkań oddanych do użytkowania. Po przejściowym spadku w 2020 r., w I kw. br. wzrosła także liczba rozpoczętych budów. Jednocześnie zwiększyła się liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań. Wzrostowi aktywności na rynku mieszkaniowym sprzyjały relatywnie wysokie stopy zwrotu z projektów mieszkaniowych oraz utrzymujący się znaczny popyt o charakterze konsumpcyjnym i inwestycyjnym. W tych warunkach rosły ceny gruntów, materiałów i siły roboczej, co przekładało się na dalszy wzrost – choć nieco wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – kosztów budowy mieszkań.

Wysoki popyt na mieszkania oraz rosnące koszty budowy oddziaływały w kierunku wzrostu cen mieszkań. Według danych NBP w I kw. 2021 r. roczny wzrost średnich cen transakcyjnych⁵⁰ na rynku pierwotnym był relatywnie stabilny (wyniósł 7,4% r/r wobec 7,5% r/r w IV kw. 2020 r.;

Wykres 2.37 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (suma dla czterech kwartałów krocząco) oraz liczba sprzedanych nowych mieszkań w kwartale



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

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

⁴⁹ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2021 r.*, NBP, czerwiec 2021 r.

⁵⁰ Omawiane dane dotyczące cen mieszkań obejmują transakcje zawarte w okresie grudzień 2020 r. – luty 2021 r., a więc I kw. 2021 r. opisywany w rozdziale nie pokrywa się w pełni z kwartałem roku kalendarzowego.

Wykres 2.38), a na rynku wtórnym spowolnił do 5,2% r/r (wobec 8,6% r/r w IV kw. 2020 r.)⁵¹.

Na rynku nieruchomości biurowych w I kw. 2021 r. podaż nowych powierzchni oraz powierzchni w budowie utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie, co było związane z realizacją rozpoczętych przed pandemią budów. Spadek popytu – związany ze zmianą charakteru pracy biurowej wywołaną restrykcjami pandemicznymi – w połączeniu z rosnącą podażą spowodował wzrost stopy pustostanów w dużych miastach (do 12,1% w I kw. br. z 11,3% w IV kw. 2020 r.), przy czym relatywnie wyższa stopa pustostanów dotyczyła głównie starszych budynków o niższym standardzie.

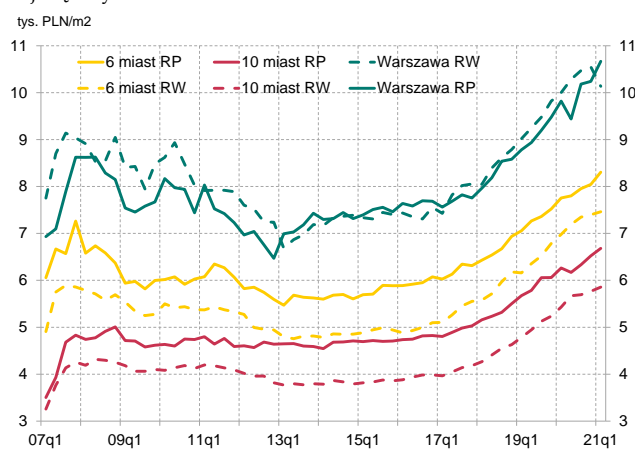
W segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w I kw. 2021 r. – podobnie jak w poprzednich okresach – odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni, głównie w mniejszych ośrodkach miejskich. Od kilku lat najemcy lokali w obiektach handlowych przedstawiają się na handel elektroniczny, co osłabia popyt na najem powierzchni handlowych. Jednocześnie ze względu na pandemię umowy wynajmu były renegotjowane.

Sektor powierzchni magazynowej pozostaje w fazie dynamicznego rozwoju, notując zarówno wzrost podaży (przy znacznej wielkości powierzchni w budowie), jak i popytu. Oprócz firm handlowych, w tym zajmujących się handlem elektronicznym, popyt w tym segmencie generują głównie firmy logistyczne.

2.6 Pieniądz i kredyt⁵²

Dynamika roczna agregatu M3 w pierwszych miesiącach 2021 r. obniżyła się i w maju br. była zbliżona do średniej z 2019 r. (w maju br. wyniosła

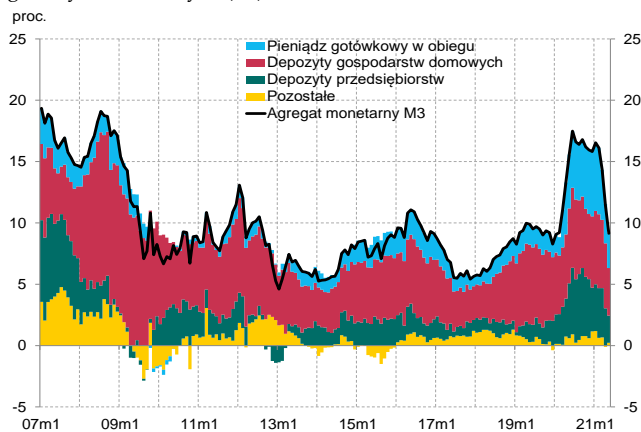
Wykres 2.38 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.39 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

⁵¹ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen w I kw. 2021 r. wyniosła 3,3% na rynku pierwotnym (wobec 1,4% w IV kw. 2020 r.), a na rynku wtórnym -0,6% (wobec +0,8% w IV kw. 2020 r.).

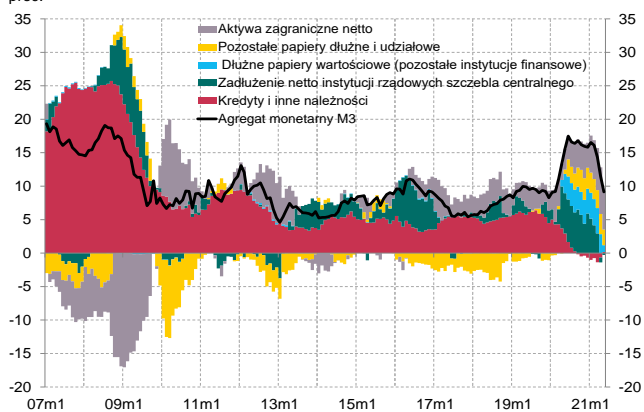
⁵² W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

9,1% r/r, w kwietniu 11,4% r/r, w I kw. br. 15,7% r/r, a w IV kw. ub.r. 16,0% r/r; Wykres 2.39). Na spowolnienie tempa wzrostu M3 złożył się przede wszystkim spadek dynamiki pieniądza gotówkowego w obiegu oraz niższa dynamika depozytów przedsiębiorstw⁵³.

Wśród czynników kreacji pieniądza w I kw. br. największy udział we wzroście agregatu M3 miał wzrost aktywów zagranicznych netto i zadłużenia pozostałych instytucji finansowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych (m.in. emitowanych przez PFR w związku z finansowaniem działań antykryzysowych; Wykres 2.40)⁵⁴. Ograniczająco na wzrost agregatu M3 oddziaływało natomiast obniżenie się dynamiki zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego i spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw.

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w I kw. br. obniżyła się do 1,6% r/r z 2,1% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 2.41). Ograniczająco na wzrost tych kredytów oddziaływała relatywnie niska dynamika kredytów konsumpcyjnych (wyniosła -1,4% r/r w I kw. br. wobec -0,2% r/r w IV kw. ub.r.) w warunkach nadal osłabionego popytu konsumpcyjnego na początku br. (por. rozdz. 2.2.1 *Konsumpcja*). Jednocześnie tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych ustabilizowało się na umiarkowanym poziomie (5,0% r/r w I kw. br. wobec 5,3% r/r w IV kw. ub.r.)⁵⁵. Wzrost akcji kredytowej wspierany był przez stopniowe luzowanie od III kw. 2020 r. – po wcześniejszym zaostrzeniu – kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych, a w I kw. 2021 r. dodatkowo przez złagodzenie większości

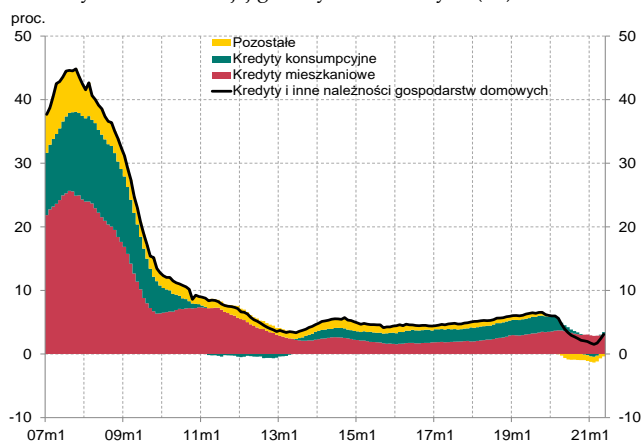
Wykres 2.40 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r) proc.



Źródło: dane NBP.

Do *Pozostałych instytucji finansowych* zalicza się m.in. Polski Fundusz Rozwoju, fundusze emerytalno-rentowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

Wykres 2.41 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r) proc.



Źródło: dane NBP.

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

⁵³ Spadek dynamiki agregatu M3 w pierwszych miesiącach 2021 r. wynikał częściowo ze statystycznego efektu wysokiej bazy. W kierunku obniżenia się dynamiki depozytów przedsiębiorstw oddziaływała mniejsza niż podczas pierwszej fali pandemii skala wsparcia udzielonego w ramach rządowych działań antykryzysowych (por. rozdz. 2.2.3 *Sektor finansów publicznych*).

⁵⁴ W kwietniu i w maju 2021 r. dynamika stanu dłużnych papierów wartościowych pozostałych instytucji finansowych spowolniła, co miało związek z mniejszą niż rok wcześniej skalą wsparcia udzielonego w ramach rządowych działań antykryzysowych (por. rozdz. 2.2.3 *Sektor finansów publicznych*).

⁵⁵ W kwietniu i w maju 2021 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych przyspieszyła do odpowiednio 2,4% r/r i 3,1% r/r. Wiązało się to głównie z pewnym wzrostem – po spadku w I kw. 2021 r. – kredytów konsumpcyjnych (o 0,4% r/r w kwietniu i o 1,6% r/r w maju br.), przy stabilnej dynamice kredytów mieszkaniowych (5,0% r/r w kwietniu i 5,1% r/r w maju br.).

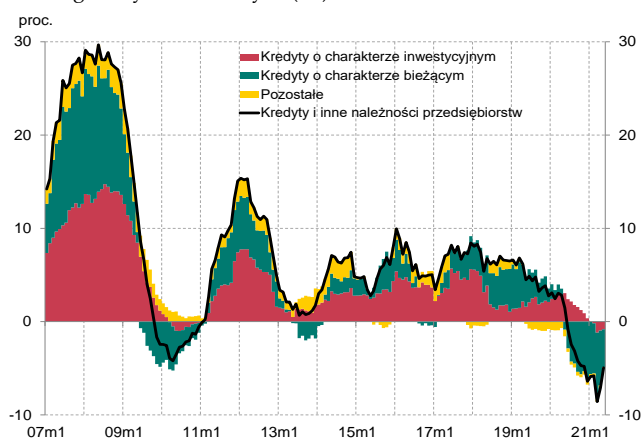
najistotniejszych warunków kredytowych (dotyczących m.in. wysokości marży kredytowej i wymaganego udziału własnego kredytobiorcy zaciągającego kredyt mieszkaniowy)⁵⁶.

Dynamika roczna kredytów dla przedsiębiorstw w I kw. 2021 r. była ujemna i wyniosła -6,8% r/r wobec -5,3% r/r w IV kw. 2020 r., na co złożył się głęboki spadek kredytów o charakterze bieżącym (-15,1% r/r w I kw. br. wobec -14,2% r/r w IV kw. ub.r.) oraz nieznacznie ujemna dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym (-0,9% r/r w I kw. br. wobec 1,6% r/r w IV kw. ub.r.); Wykres 2.42)⁵⁷. Spadek kredytów dla przedsiębiorstw wynikał w dużym stopniu z mniejszego niż przed pandemią popytu na finansowanie bankowe ze strony firm, w tym na skutek uzyskania przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w ramach rządowych działań antykryzysowych. Kryteria udzielania kredytów w tym segmencie rynku nie zmieniły się znacząco w I kw. i pozostały bardziej restrykcyjne niż przed pandemią. Jednocześnie banki nieznacznie złagodziły cenowe warunki kredytów (marżę kredytową oraz pozaodsetkowe koszty kredytu)⁵⁸.

2.7 Bilans płatniczy

Dodatnie saldo obrotów bieżących kształtowało się w I kw. 2021 r. na wysokim poziomie (3,1% PKB wobec 3,5% PKB w IV kw. 2020 r.); Wykres 2.43)⁵⁹. Dodatni poziom salda obrotów bieżących był efektem utrzymującej się nadwyżki w obrotach towarowych (2,8% PKB w I kw. br.) i handlu usługami (4,3% PKB w I kw. br.). Z kolei saldo dochodów pierwotnych wyniosło w I kw. br. -3,6% PKB. Ujemny poziom salda dochodów

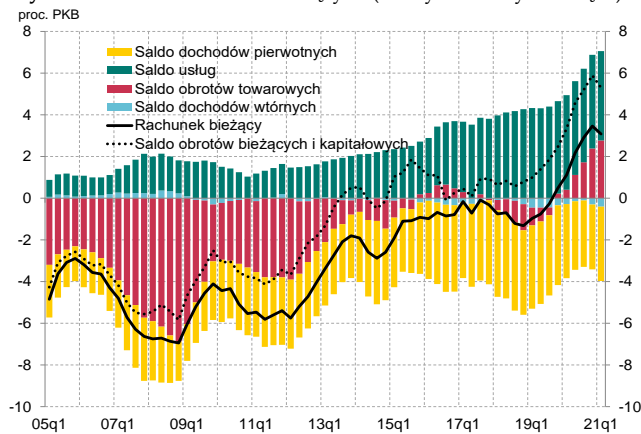
Wykres 2.42 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.43 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

⁵⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2021 r.*, NBP, maj 2021 r. (i wcześniejsze edycje).

⁵⁷ W kwietniu 2021 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła -7,1% r/r, w tym dynamika kredytów o charakterze bieżącym -14,7% r/r, a dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym -1,8% r/r. W maju 2021 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła -5,0% r/r, w tym dynamika kredytów o charakterze bieżącym -10,5% r/r, a dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym -1,5% r/r.

⁵⁸ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. II kwartał 2021 r.*, NBP, maj 2021 r. (i wcześniejsze edycje).

⁵⁹ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

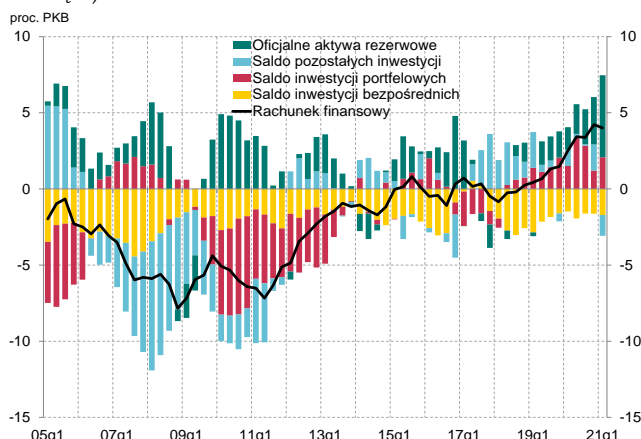
pierwotnych w dalszym ciągu wynikał głównie z relatywnie wysokich dochodów uzyskanych przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Nadwyżka na rachunku kapitałowym wynikająca z napływu środków z UE w I kw. br. wyniosła 2,2% PKB (wobec 2,4% PKB w IV kw. ub.r.). Wraz z dodatnim saldem obrotów bieżących, łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego pozostało w I kw. br. na wysokim poziomie (5,3% PKB w I kw. br. wobec 5,9% PKB w IV kw. 2020 r.).

W I kw. br. saldo rachunku finansowego wyniosło 4,0% PKB wobec 4,2% PKB w IV kw. 2020 r. (Wykres 2.44). Istotny wpływ na kształtowanie się salda rachunku finansowego w I kw. br. miało otrzymanie przez rząd pożyczki z Komisji Europejskiej w ramach instrumentu tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia ryzyka bezrobocia (SURE), co z jednej strony wpłynęło na wzrost salda transakcji zarejestrowanych w oficjalnych aktywach rezerwowych, a z drugiej strony przyczyniło się do obniżenia salda pozostałych inwestycji. W kierunku wyższego salda rachunku finansowego oddziaływał wzrost inwestycji portfelowych dokonywanych przez polskie podmioty oraz zmniejszenie zaangażowania nierezydentów w dłużne papiery wartościowe⁶⁰.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o wysokim poziomie zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). Na koniec I kw. 2021 r. ponownie poprawiła się relacja ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB. Jednocześnie wzrósł wskaźnik oficjalnych aktywów rezerwowych mierzony w miesiącach importu towarów i usług oraz w relacji do zadłużenia zagranicznego wymagalnego w ciągu 1 roku.

Wykres 2.44 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2019				2020				2021
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	-1,0	-0,8	-0,3	0,5	1,1	2,2	2,9	3,5	3,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,0	1,4	1,9	2,5	3,3	4,6	5,2	5,9	5,3
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,5	3,6	4,0	4,7	4,9	5,6	6,2	6,9	7,1
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,6	4,6	5,0	5,0	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4
Zadłużenie zagr./PKB	62	61	61	59	59	58	59	60	61
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-55	-54	-51	-49	-47	-46	-45	-44	-43
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	115	119	131	146	143	142	134	136	177
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	108	105	111	118	117	121	120	127	167

Źródło: dane NBP.

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

⁶⁰ Zmniejszenie zaangażowania nierezydentów w dłużne papiery wartościowe wynikało z wykupu przez Skarb Państwa, zgodnie z terminem zapadalności, obligacji wyemitowanych na rynku zagranicznym oraz – choć w mniejszym stopniu – sprzedaży skarbowych papierów wartościowych przez nierezydentów.

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2021 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do czerwca 2021 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 marca 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że nasilenie pandemii COVID-19 i związane z tym restrykcje epidemiczne oddziaływały negatywnie na aktywność w gospodarce światowej w IV kw. ub.r. oraz na początku br. Zwracano uwagę, że strefa euro w IV kw. ponownie znalazła się w recesji. Zaznaczano, że dostępne informacje dotyczące sytuacji gospodarczej na początku br. wskazują na utrzymywanie się dekonunktury w sektorze usług, przy dalszym wzroście produkcji przemysłowej. Podkreślano przy tym, że negatywny wpływ osłabionej aktywności w usługach na łączną koniunkturę jest na tyle istotny, że w I kw. br. prawdopodobnie nastąpi ponowny spadek PKB w ujęciu kwartalnym. Większość członków Rady podkreślała ponadto, że – nawet przy założeniu poprawy sytuacji epidemicznej w II połowie bieżącego roku – prognozy wskazują na jedynie umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w całym 2021 r.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w gospodarce światowej – mimo pewnego jej wzrostu w części krajów w styczniu – kształtowała się na niskim poziomie. Większość członków Rady zaznaczała, że w styczniu i lutym inflacja w strefie euro wzrosła, ale nastąpiło to po półrocznym okresie deflacji, a wzrost dynamiki cen wynikał w dużej mierze z czynników regulacyjnych, w tym podwyższenia stawek VAT

w Niemczech (przejściowo obniżonych w II połowie 2020 r.). W ostatnich miesiącach w kierunku wyższej inflacji oddziaływał wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym w szczególności wzrost cen ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że rosnące ceny tego surowca odzwierciedlały optymistyczną ocenę perspektyw globalnego popytu przez inwestorów, wspieraną przez postępujący proces szczepień przeciw COVID-19 oraz silnie ekspansywną politykę gospodarczą w wielu krajach. Wskazywali oni, że w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływała także realizowana przez kraje zrzeszone w ramach OPEC+ polityka ograniczania produkcji tego surowca oraz przejściowo zwiększony popyt na ropę wynikający z niekorzystnych warunków meteorologicznych w Europie oraz na niektórych obszarach Stanów Zjednoczonych. Niektórzy członkowie Rady przewidywali, że w najbliższym czasie prawdopodobny jest dalszy wzrost cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że główne banki centralne kontynuują silnie ekspansywną politykę pieniężną, w tym utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Większość członków Rady zwracała uwagę, że EBC zapowiedział kontynuację wsparcia monetarnego także po zakończeniu pandemii i kryzysu gospodarczego. EBC komunikuje także, że nie będzie dostosowywał swojej polityki pieniężnej w reakcji na obecny, przejściowy wzrost inflacji. Również Rezerwa Federalna

Stanów Zjednoczonych podtrzymuje sygnały prowadzenia akomodacyjnej polityki pieniężnej do czasu osiągnięcia widocznego postępu w realizacji jej celów.

Odnosząc się do polskiej gospodarki, wskazywano, że wstępne dane o rachunkach narodowych za IV kw. ub.r. potwierdziły spadek PKB w tym okresie. W kierunku obniżenia aktywności oddziaływał spadek konsumpcji oraz niższe niż rok wcześniej inwestycje. Skala spadku PKB była natomiast ograniczana przez pozytywny wpływ eksportu netto.

Większość członków Rady oceniała, że na początku 2021 r. koniunktura w Polsce pozostawała osłabiona, przy zróżnicowanej sytuacji między branżami. Zaznaczano, że napływające dane wskazują na utrzymującą się relatywnie dobrą sytuację w przemyśle, szczególnie w sektorach zorientowanych na eksport. Jednocześnie podkreślano, że dynamika produkcji przemysłowej w styczniu obniżyła się, a produkcja zorientowana na rynek krajowy rosła wyraźnie wolniej niż produkcja eksportowa. Oceniano, że wraz ze spadkiem sprzedaży detalicznej sugeruje to osłabienie popytu krajowego, ograniczanego przez obowiązujące restrykcje. Wskazywano, że towarzyszył temu spadek produkcji budowlano-montażowej w styczniu.

Członkowie Rady oceniali, że sytuacja na rynku pracy pozostaje korzystna. Zaznaczano jednak, że w styczniu doszło do pewnego jej pogorszenia, na co wskazuje spadek przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w tym okresie.

Członkowie Rady zaznaczali, że w bieżącym roku oczekiwany jest wzrost aktywności gospodarczej, choć skala i tempo ożywienia obarczone są niepewnością. Głównym źródłem niepewności pozostaje dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą. Zaznaczano, że według marcowej projekcji NBP, po spadku PKB w I kw., w kolejnych kwartałach notowany

będzie wzrost aktywności gospodarczej wspieranej przez rosnący eksport i umacniający się popyt wewnętrzny. Zaznaczano, że pozytywnie na koniunkturę będą nadal wpływały dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym zrealizowane poluzowanie polityki pieniężnej NBP, a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. W kolejnym roku wzrost PKB będzie dodatkowo wspierany przez napływ funduszy z Unii Europejskiej, a dynamika wzrostu gospodarczego będzie – zgodnie z marcową projekcją NBP – wyższa niż w 2021 r.

Większość członków Rady oceniała, że ryzyko dla realizacji prognozowanego scenariusza wzrostu PKB jest obecnie wysokie. Podkreślali oni, że tempo poprawy krajowej koniunktury będzie zależało nie tylko od dalszego przebiegu pandemii, ale także od reakcji podmiotów gospodarczych – w szczególności w zakresie oszczędności i inwestycji – na normalizację sytuacji epidemiologicznej. Ponadto członkowie ci zaznaczali, że tempo ożywienia gospodarczego w kraju może być ograniczane przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że inflacja w styczniu – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 2,7% r/r. Zaznaczano, że nieznaczny wzrost dynamiki cen wobec grudnia 2020 r. wynikał niemal w całości z szybszego wzrostu cen energii, związanego ze wzrostem administrowanych taryf za energię elektryczną oraz wyższych cen ropy naftowej na świecie. Podkreślano, że czynniki te miały charakter negatywnych szoków podażowych i były niezależne od krajowej polityki pieniężnej.

Członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych miesiącach – gdy dynamikę cen podwyższą efekty bazy na cenach paliw oraz obecny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych – inflacja może

wzrosnąć. Większość członków Rady zwracała uwagę, że w całym 2021 r. w kierunku wzrostu dynamiki cen oddziaływać będą nadal czynniki regulacyjne, w tym podwyżki cen energii elektrycznej oraz cen wywozu śmieci. Członkowie ci podkreślali także, że czynniki te znajdują się poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej. Zaznaczali oni także, że w 2021 r. – mimo oczekiwanej poprawy koniunktury – utrzyma się ujemna luka popytowa, co będzie ograniczało wzrost inflacji.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w kolejnych latach zaznaczano, że są one obciążone znaczną niepewnością. Wskazywano, że zgodnie z centralną ścieżką marcowej projekcji inflacja w 2022 r. ma być nieco niższa niż w roku bieżącym i wynieść 2,8%, natomiast w 2023 r. – wraz ze stopniowym przekładaniem się wcześniejszego ożywienia aktywności gospodarczej na ceny – może wzrosnąć do 3,2%.

Większość członków Rady wskazywała, że w przypadku niekorzystnego rozwoju sytuacji epidemicznej ożywienie koniunktury może nastąpić później niż się obecnie oczekuje, co odsunie w czasie także przewidywany wzrost presji popytowej. Jednocześnie członkowie ci wyrażali opinię, że wraz z odbudową koniunktury i wygasaniem skutków pandemii ponownie pojawią się czynniki, które we wcześniejszych latach oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki cen, w tym coraz silniejsza globalizacja usług oraz nasilająca się konkurencja w gospodarce światowej. Zdaniem większości członków Rady inflację może dodatkowo ograniczać wywołany kryzysem pandemicznym wzrost stopnia automatyzacji i digitalizacji produkcji dóbr i części usług.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa od prognoz, m.in. w związku z realizacją odłożonego popytu po zniesieniu obowiązujących restrykcji. Niektórzy członkowie Rady argumentowali także, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziaływać

mogą ograniczenia po stronie podaży surowców i materiałów przy rosnącym wraz z ożywieniem gospodarczym popytem na półprodukty. Członkowie ci oceniali również, że zmiany w globalnych łańcuchach dostaw mogą mieć trwały charakter i – w związku z tym – ich funkcjonowanie po pandemii nie będzie czynnikiem ograniczającym dynamikę cen.

Członkowie Rady oceniali, że podjęte dotychczas przez NBP działania nakierowane na ograniczenie kosztów gospodarczych pandemii były skuteczne. Zwracali oni uwagę na relatywnie korzystne dane o PKB za 2020 r., według których spadek produktu krajowego był w Polsce ponad dwa razy mniejszy niż średnio w krajach UE. Podkreślali również, iż mimo znacznej skali szoku sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, na co wskazuje utrzymanie się niskiej stopy bezrobocia oraz nadal relatywnie szybki wzrost płac, także w ujęciu realnym. Zaznaczali ponadto, że o dość korzystnej sytuacji finansowej polskich firm i gospodarstw domowych świadczy istotny wzrost środków utrzymywanych przez te podmioty na rachunkach bankowych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli w bieżącym roku nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, a dynamika cen w średnim okresie będzie zgodna z celem inflacyjnym, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w kolejnych kwartałach. Jednocześnie w opinii tych członków Rady w sytuacji gdyby doszło do wyraźnego pogorszenia koniunktury i jej perspektyw – np. w następstwie ponownego nasilenia się pandemii – uzasadnione mogłoby być dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że gdyby pojawiła się potrzeba dalszego łagodzenia warunków monetarnych, nie byłoby wskazane dalsze obniżanie stóp procentowych NBP, a raczej należałoby wprowadzić dodatkowe działania nakierowane na wspieranie akcji kredytowej dla podmiotów gospodarczych. Członkowie ci uważali również że NBP powinien w większym stopniu oddziaływać na dłuższy koniec krzywej dochodowości tak aby zwiększyć skuteczność polityki pieniężnej w ograniczaniu wzrostu rentowności obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że jeżeli nastąpi wyraźne nasilenie presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach, to być może zasadne będzie rozważenie podniesienia stóp procentowych NBP w II połowie br. Jednocześnie większość członków Rady podkreślała, że doświadczenia innych banków centralnych wskazują na silne, negatywne skutki gospodarcze zbyt szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Wskazywano, że polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym ze średniookresowym celem inflacyjnym NBP. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 kwietnia 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że nasilenie się pandemii COVID-19, w tym rozprzestrzenianie się nowych wariantów wirusa, przekładało się w ostatnim okresie w wielu gospodarkach na zaostrzenie stosowanych

restrykcji, a przez to negatywnie oddziaływało na nastroje w gospodarce, choć wpływ ten był słabszy niż przy poprzednich falach pandemii. Dotyczy to w szczególności krajów europejskich, przy nieco lepszej sytuacji w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, gdzie proces szczepień jest bardziej zaawansowany.

Oceniano, że nasilenie się pandemii opóźnia oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej, mimo że kolejne fale zachorowań mają ograniczony wpływ na aktywność w przemyśle. Część członków Rady podkreślała, że w nieco dłuższej perspektywie koniunktura w przemyśle może zależeć od długości utrzymywania zaostrzonych obostrzeń i ich skali oraz od eliminacji pojawiających się obecnie problemów w zaopatrzeniu w niektóre materiały i komponenty. W tym kontekście zwracano również uwagę na utrzymywanie się dekoniunktury w sektorze usług, zwłaszcza wobec ponownego ograniczenia możliwości przemieszczania się oraz zamknięcia części branż w wielu krajach. Uwzględniając rolę usług w tworzeniu PKB, dekoniunktura w tym sektorze przekłada się na wciąż słabą aktywność ekonomiczną w Europie. Wskazywano przy tym, że sama niepewność dotycząca dalszego rozwoju sytuacji jest czynnikiem ograniczającym inwestycje i konsumpcję.

Omawiając koniunkturę w strefie euro członkowie Rady zaznaczali, że wyższej aktywności w sektorze przemysłowym towarzyszy wciąż niska aktywność w usługach i handlu detalicznym. Członkowie Rady oceniali, że krótkoterminowe perspektywy aktywności w strefie euro nieco się pogorszyły, gdyż obecnie oczekuje się, że restrykcje będą znoszone wolniej, a poprawa koniunktury w usługach nastąpi później w porównaniu z projekcją marcową. Członkowie Rady zaznaczali, że w II kw. br. wpływ pandemii na europejskie gospodarki może zostać złagodzony przez oczekiwane przyspieszenie procesu szczepień, o ile szczepionki będą skuteczne również wobec nowych mutacji wirusa.

Odnosząc się natomiast do sytuacji w Stanach Zjednoczonych zaznaczano, że przyjęcie nowego pakietu fiskalnego przez amerykańską administrację, poprawa sytuacji epidemicznej i szybkie tempo szczepień w tym kraju wpłynęły na podwyższenie prognoz wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady wskazywali, że ceny wielu surowców, w tym ropy naftowej, są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem, co oddziałuje w kierunku wzrostu inflacji w gospodarce światowej. Zwracano uwagę, że do wyższej inflacji przyczynia się także wzrost kosztów transportu morskiego oraz niedobory podaży na niektórych rynkach. Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że prognozy ośrodków zewnętrznych wskazują na jedynie przejściowy wzrost inflacji w 2021 r., gdyż dynamika cen w kolejnym roku będzie tłumiona przez utrzymującą się ujemną lukę popytową i wolne tempo wzrostu płac, w szczególności w strefie euro, gdzie – według prognoz – ma utrzymywać się podwyższona stopa bezrobocia.

W tym kontekście wskazywano, że ze względu na wciąż osłabioną koniunkturę oraz niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje silnie akomodacyjna. W szczególności banki te utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów, a także sygnalizują utrzymywanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości. EBC na posiedzeniu w marcu zapowiedział przyspieszenie skupu aktywów, reagując na obserwowany wzrost rentowności obligacji. Również Fed utrzymuje silnie ekspansywną politykę pieniężną.

Odnosząc się do sytuacji w polskiej gospodarce, wskazywano, że – podobnie jak w wielu innych krajach – w marcu nastąpiło pogorszenie sytuacji epidemicznej oraz zaostrzenie restrykcji sanitarnych. Członkowie Rady zaznaczali, że dane o wysokiej częstotliwości wskazują, że wpływ sytuacji epidemicznej na gospodarkę jest jednak

istotnie mniejszy niż wcześniej, choć prognozy PKB w I kw. br. nadal sugerują jego spadek w ujęciu rocznym. Zaznaczano, że aktywność w części sektorów w pierwszych miesiącach roku była silnie uzależniona od obowiązujących obostrzeń, co przekładało się na znaczące ograniczenie działalności części usług, przy dalszym wzroście produkcji przemysłowej, wspieranym zwłaszcza przez działy z wysokim udziałem eksportu. Podkreślano jednocześnie, że w ostatnim okresie pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej, a roczna dynamika sprzedaży detalicznej – pomimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów – pozostała w lutym ujemna. Zwracano ponadto uwagę, że towarzyszył temu wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu miesięcznym oraz obniżenie się rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze.

Członkowie Rady zaznaczali, że w następnych miesiącach oczekiwana jest odbudowa aktywności gospodarczej, przy czym, że ze względu na efekt niskiej bazy z marca 2020 r. kiedy to wybuch epidemii przełożył się na załamanie aktywności gospodarczej, dane za marzec br. mogą wskazywać na silny wzrost rocznej dynamiki wielu kategorii makroekonomicznych. Biorąc pod uwagę kolejne kwartały, scenariusz dalszego ożywienia w II połowie 2021 r. w dużym stopniu zależy od zakładanego tempa znoszenia obostrzeń, a to z kolei uzależnione jest od przebiegu pandemii oraz postępu w procesie szczepień. Zdaniem Rady dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą pozostają głównym źródłem niepewności jeżeli chodzi o skalę i tempo poprawy koniunktury. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że pozytywnie na krajową koniunkturę wpływać będą działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ub.r., a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. Ich zdaniem tempo ożywienia

gospodarczego w kraju będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że inflacja w marcu wzrosła do 3,2% r/r. Zaznaczano, że do wyższej inflacji przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen paliw związany ze wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie podkreślono, że roczny wskaźnik inflacji jest podwyższony przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz wcześniejsze podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Zwracano ponadto uwagę na fakt, że w kierunku wyższej inflacji oddziałuje także nadal wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii, w tym wzrost kosztów transportu i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw.

Analizując krótkoterminowe perspektywy inflacji, członkowie Rady zaznaczali, że statystyczne efekty bazy dotyczące kształtowania się cen paliw, a także oczekiwany dalszy wzrost opłat za wywóz śmieci przyczynią się prawdopodobnie do dalszego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach, który może przekroczyć górną granicę odchylenia od celu. Część członków Rady podkreślała przy tym, że czynniki, które przejściowo podbijają obecnie inflację mają w znacznym stopniu charakter negatywnych szoków podażowych, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu. Zdaniem tych członków Rady – wobec wciąż ujemnej luki popytowej – nie występuje obecnie nadmierna presja popytowa w całej gospodarce, a dostępne prognozy wskazują na obniżenie się inflacji w 2022 r. do poziomu zbliżonego do 2,5%. Członkowie ci wskazywali, że również w innych krajach należy się spodziewać wzrostu inflacji w najbliższym czasie.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że głównie polityka klimatyczna Unii Europejskiej, powodująca m.in. istotny wzrost cen uprawnień

do emisji CO₂, może przełożyć się na wyższe ceny energii również w 2022 r., a przez to mieć bardziej trwały wpływ na kształtowanie się wskaźnika CPI w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na ograniczenia podażowe w zakresie surowców i dóbr pośrednich, które oddziałują w kierunku wzrostu cen części produktów, a także na raportowanie przez większość ankietowanych przez NBP przedsiębiorstw presji płacowej, co – ich zdaniem – również może okazać się zjawiskiem podwyższającym inflację w nieco dłuższej perspektywie. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Większość członków Rady oceniała jednak, że w miarę postępu procesu szczepień i stopniowego ograniczania skali pandemii wygasać będzie wpływ na inflację globalnych i krajowych czynników podażowych podwyższających obecnie koszty działania firm. Podkreślali oni również, że jak dotychczas dynamika płac jest niższa niż przed wybuchem pandemii, co także będzie oddziaływać ograniczająco na inflację.

Członkowie Rady oceniali, że podjęte przez NBP działania nakierowane na ograniczenie kosztów gospodarczych pandemii były skuteczne i wraz z antykryzysowymi działaniami w zakresie polityki fiskalnej, które zostały wsparte przez poluzowanie polityki pieniężnej, złagodziły wpływ pandemii na polską gospodarkę. Dyskutując na temat polityki pieniężnej członkowie Rady byli zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować skup obligacji w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli w bieżącym roku nastąpi ożywienie aktywności gospodarczej, a dynamika cen w średnim okresie będzie zgodna z celem inflacyjnym, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w kolejnych kwartałach. Ich zdaniem zacieśnienie warunków

monetarnych w reakcji na przejściowy wzrost inflacji wywołany w znacznej mierze przez negatywne szoki podażowe pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej, nie ograniczyłyby dynamiki cen w 2021 r. natomiast przełożyłyby się na zahamowanie procesu odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii. Jednocześnie w opinii tych członków Rady w sytuacji gdyby doszło do wyraźnego pogorszenia koniunktury i jej perspektyw – np. w następstwie ponownego nasilenia się pandemii – uzasadnione mogłoby być dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że jeżeli nastąpi wyraźne nasilenie presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach, to być może zasadne będzie rozważenie podniesienia stóp procentowych NBP w II połowie br. Jednocześnie większość członków Rady podkreślała, że doświadczenia innych banków centralnych wskazują na silne, negatywne skutki gospodarcze zbyt szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Wskazywano, że polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5% oraz wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z poziomu stopy referencyjnej NBP (obecnie 0,1%) do 0,01%.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 maja 2021 r.

W trakcie dyskusji członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim okresie sytuacja pandemiczna na świecie była zróżnicowana. Podkreślano, że wyraźnie pogorszyła się sytuacja epidemiczna w Azji, głównie ze względu na bardzo szybki przyrost zakażeń w Indiach. Także w wielu krajach europejskich liczba zachorowań była nadal podwyższona, choć pod koniec kwietnia zaczęła się nieco obniżać. Zaznaczano, że wobec pojawiających się nowych mutacji wirusa, utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii. Większość członków Rady oceniała, że nie można wykluczyć kolejnych, okresowych wzrostów zachorowań na Covid-19 i związanego z tym zaostrzenia reżimu sanitarnego. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że dzięki postępującemu procesowi szczepień, ewentualne kolejne fale zachorowań w Europie będą prawdopodobnie charakteryzowały się mniejszą liczbą chorych i łagodniejszym przebiegiem zakażeń.

Zaznaczano, że napływające dane wskazują na dostosowanie się światowego przemysłu do funkcjonowania w warunkach pandemii i wyraźny wzrost aktywności w tym sektorze. Zwracano jednak uwagę, że produkcja towarów w niektórych branżach jest ograniczana przez wystąpienie zaburzeń w transporcie międzynarodowym oraz tymczasowe braki niektórych półproduktów i materiałów. Większość członków Rady oceniała przy tym, że wpływ tych czynników na aktywność w światowym przemyśle w dłuższym okresie wygaśnie.

Korzystna sytuacja światowego przemysłu przełożyła się także na rosnącą aktywność tego sektora w strefie euro. Jednocześnie sytuacja w sektorze usługowym tej gospodarki pozostała wyraźnie gorsza. W efekcie, PKB strefy euro w I kw. br. ponownie się obniżył. Odnosząc się do perspektyw koniunktury w tej gospodarce

wskazywano, że prognozy przewidują ożywienie aktywności gospodarczej w II połowie br. Większość członków Rady oceniała jednak, że materializacja takiego scenariusza obciążona jest znaczną niepewnością i zależy od dalszego rozwoju sytuacji pandemicznej.

Jednocześnie zaznaczano, że nawet w przypadku korzystnego rozwoju sytuacji gospodarczej, prognozy wskazują na spadek dynamiki cen w strefie euro w 2022 r. W tym kontekście podkreślano, że notowany obecnie wzrost inflacji w Europie ma przejściowy charakter i wynika głównie z oddziaływania czynników podażowych oraz wyraźnego wzrostu cen wielu surowców, w tym ropy naftowej, w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wzrostu cen ropy naftowej w ostatnim okresie oddziaływało zwiększenie obecnego i prognozowanego popytu na ten surowiec oraz wydarzenia losowe przejściowo ograniczające podaż ropy. Członkowie ci zwracali także uwagę na wzrost cen miedzi.

Główne banki centralne – w tym EBC i Fed – utrzymują silnie akomodacyjną politykę pieniężną i podkreślają w swojej komunikacji znaczną niepewność dotyczącą perspektyw koniunktury oraz przejściowy charakter czynników podwyższających w bieżącym roku inflację. W szczególności banki te utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów, a także sygnalizują utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w przyszłości.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce wskazywano, że w ostatnim okresie liczba zachorowań na Covid-19 stopniowo się obniżała, co wskazuje na słabnięcie trzeciej fali pandemii. Poprawa sytuacji epidemicznej pozwoliła na stopniowe luzowanie restrykcji. Jednocześnie podkreślano, że utrzymywane we wcześniejszym okresie obostrzenia oddziaływały negatywnie na aktywność w części branż handlowych i usługowych. Znalazło to odzwierciedlenie w

spadku sprzedaży detalicznej w marcu w ujęciu miesięcznym. Towarzyszył temu dalszy, wyraźny roczny spadek produkcji budowlano-montażowej.

Natomiast koniunktura w przemyśle w marcu była nadal korzystna, przy dalszym wzroście produkcji zarówno w działach z przeważającym udziałem eksportu, jak i w branżach silnie zorientowanych na rynek krajowy. Jednocześnie znaczący wzrost produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym odnotowany w marcu wynikał w znacznej mierze z efektu bazy związanego z zeszłorocznym załamaniem koniunktury na początku pandemii.

Większość członków Rady oceniała, że mimo korzystnej sytuacji w przemyśle, roczna dynamika PKB w I kw. 2021 r. pozostała ujemna. Wyrażali oni opinię, że na tempo wzrostu gospodarczego negatywnie oddziałuje ograniczony popyt inwestycyjny, wynikający z utrzymującej się niepewności co do perspektyw koniunktury. Wskazywali, że pobudzenie inwestycji nastąpi prawdopodobnie dopiero wraz ze stabilizacją sytuacji epidemicznej.

Analizując sytuację na rynku pracy członkowie Rady wskazywali, że przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w marcu obniżyło się, a stopa bezrobocia rejestrowanego była nieco wyższa niż pod koniec 2020 r. Jednocześnie większość członków Rady oceniała, że wzrost przeciętnych wynagrodzeń w całej gospodarce pozostał w I kw. br. prawdopodobnie niższy niż przed pandemią. Natomiast przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w marcu – w opinii tych członków Rady – wynikało częściowo z efektów bazy i przesunięcia premii świątecznych.

Odnosząc się do perspektyw koniunktury, członkowie Rady wskazywali, że dostępne prognozy przewidują ożywienie aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Zaznaczano przy tym, że skala i tempo tego

ożywienia są obciążone niepewnością, której głównym źródłem pozostaje dalszy przebieg pandemii. Większość członków Rady była zdania, że mimo postępującego procesu szczepień, nie można wykluczyć wystąpienia w Polsce kolejnych fal pandemii. Oceniali oni jednak, że ewentualne kolejne fale epidemii mogą charakteryzować się mniejszą liczbą chorych, łagodniejszymi obostrzeniami i – w efekcie – mniejszym negatywnym wpływem na koniunkturę. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pandemia prawdopodobnie nie będzie już wywierała istotnego wpływu na aktywność gospodarczą.

Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że pozytywnie na krajową aktywność wpływać będą działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ub.r., a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. Ich zdaniem tempo ożywienia gospodarczego w kraju będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego.

Omawiając procesy cenowe, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie ze wstępnym odczytem GUS w kwietniu inflacja wzrosła do 4,3% r/r. Zaznaczono, że do wzrostu inflacji przyczynił się przede wszystkim dalszy wzrost cen paliw związanych z wyraźnie wyższymi niż przed rokiem cenami ropy naftowej na rynkach światowych, a także wzrost cen żywności. Jednocześnie roczny wskaźnik inflacji był nadal podwyższony przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki, które – podobnie jak wzrost cen surowców – są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Zwracano ponadto uwagę na to, że w kierunku wyższej inflacji oddziaływał wzrost kosztów transportu międzynarodowego i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw. Większość członków Rady oceniała, że chociaż w kierunku wzrostu cen oddziałuje także względnie korzystna sytuacja dochodowa gospodarstw domowych, to jej wpływ na inflację

nie jest nadmierny i – sama w sobie – nie skutkuje wzrostem dynamiki cen powyżej celu inflacyjnego.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji w dalszej części roku członkowie Rady oceniali, że wskazane czynniki podażowe i administracyjne przyczynią się prawdopodobnie do utrzymywania się rocznego wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że inflacja może być dodatkowo podwyższana przez realizację odroczonego popytu gospodarstw domowych po zniesieniu obostrzeń. Większość członków Rady wskazywała jednak, że wpływ tego czynnika na inflację nie będzie trwały.

Analizując perspektywy inflacji w dalszym okresie wskazywano, że w przyszłym roku, po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen, oczekiwane jest obniżenie się inflacji. Jednocześnie zaznaczano, że kształtowanie się dynamiki cen w 2022 r. będzie zależało od trwałości ożywienia koniunktury, w tym od przyszłej sytuacji na rynku pracy po zakończeniu programów pomocowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w przyszłym roku może pozostać podwyższona.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost w ostatnim okresie dynamiki cen przekłada się na obniżenie realnych stóp procentowych głębiej poniżej zera. Członkowie ci oceniali, że ujemne realne oprocentowanie depozytów bankowych zniechęca gospodarstwa domowe do ich utrzymywania i skłania je do poszukiwania alternatywnych form lokowania oszczędności, oddziałując w kierunku wzrostu cen części aktywów. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że depozyty gospodarstw domowych wyraźnie rosną w ujęciu rocznym, czemu towarzyszy ograniczenie zobowiązań gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych oraz spadek zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej większość członków Rady była zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować dotychczasowe pozostałe działania podjęte przez NBP. Członkowie ci oceniali, że podwyższony poziom inflacji jest efektem czynników podażowych i zewnętrznych, tj. niezależnych od polityki pieniężnej, których wpływ na dynamikę cen będzie prawdopodobnie przejściowy. Jednocześnie członkowie ci zaznaczali, że polska gospodarka dopiero odrabia straty związane z pandemią, a trwałość obecnie obserwowanego ożywienia w dłuższym horyzoncie jest obciążona niepewnością. Dlatego – w ocenie większości członków Rady – NBP powinien wspierać trwałość ożywienia gospodarczego, zapewniając korzystne warunki finansowania dla wszystkich podmiotów gospodarki.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli utrzyma się niepewność dotycząca przebiegu pandemii i – w efekcie – przyszłej koniunktury, a wzrost inflacji powyżej celu będzie wynikał z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w kolejnych miesiącach. Ich zdaniem zacieśnienie warunków monetarnych w reakcji na kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego ze względu na negatywne szoki podażowe, nie ograniczyłoby dynamiki cen w 2021 r. natomiast mogłoby zahamować proces odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że jeżeli nastąpi wyraźne nasilenie presji inflacyjnej w kolejnych miesiącach, to być może zasadne będzie rozważenie podniesienia stóp procentowych NBP. Jednocześnie większość członków Rady podkreślała, że takie dostosowanie byłoby zasadne dopiero w sytuacji zakończenia pandemii, utrwalenia się ożywienia

gospodarczego oraz pojawienia się ryzyka nadmiernego wzrostu inflacji generowanego przez czynniki popytowe.

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5% oraz wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z poziomu stopy referencyjnej NBP (obecnie 0,1%) do 0,01%.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 czerwca 2021 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w maju nastąpiła poprawa sytuacji epidemicznej na świecie. Mimo to, utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca dalszego rozwoju globalnej pandemii. W wielu krajach, zwłaszcza rozwijających się, proces szczepień jest powolny, a sytuacja epidemiczna wciąż trudna. Wyzwaniem w wielu krajach będzie zaszczepienie wystarczającej części populacji, tak aby w przyszłości możliwe było utrzymanie epidemii pod kontrolą bez konieczności wprowadzania restrykcji.

Stopniowe ograniczanie restrykcji sanitarnych w ostatnim okresie przyczyniało się do poprawy koniunktury w sektorze usług wielu gospodarek, w tym strefy euro. Jednocześnie wskaźniki koniunktury w światowym przemyśle sugerują dalsze ożywienie aktywności w tym sektorze, a na niektórych rynkach ujawniają się ograniczenia po stronie podażowej. Wiele z napływających danych jest przy tym silnie zaburzonych przez statystyczne efekty bazy oraz realizowanie przez część gospodarstw domowych i firm odłożonego popytu, co przejściowo zwiększa wydatki na niektóre towary i usługi.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że trwająca obecnie w wielu gospodarkach odbudowa aktywności gospodarczej następuje po najsilniejszym od dekad załamaniu PKB. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że w strefie euro poziom PKB w I kw. br. był wyraźnie niższy niż przed pandemią, a zatrudnienie wciąż spadało.

Oceniano, że ożywienie koniunktury przyczynia się do wzrostu cen surowców na rynkach światowych, w tym ropy naftowej, które są obecnie wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Wraz z efektami bazy, wzrostem kosztów transportu międzynarodowego i zaburzeniami podażowymi związanymi z pandemią, które następują w warunkach otwierania się gospodarek po ostatniej fali pandemii, oddziałuje to w kierunku wyższej inflacji na świecie. Część członków Rady podkreślała, że w Stanach Zjednoczonych roczny wskaźnik inflacji przekroczył 4% i był najwyższy od kilkunastu lat, a wskaźnik inflacji bazowej był najwyższych od trzech dekad. Członkowie ci podkreślali, że również inflacja w strefie euro istotnie wzrosła w ostatnich miesiącach.

Podczas dyskusji zwracano uwagę, że mimo wyraźnego wzrostu inflacji w Stanach Zjednoczonych, Rezerwa Federalna utrzymuje stopy na poziomie zbliżonym do zera, prowadzi skup aktywów i nie sygnalizuje zaostrzenia polityki pieniężnej wskazując, że podwyższona inflacja jest zjawiskiem przejściowym. Jednocześnie Europejski Bank Centralny deklaruje, że będzie kontynuował swój pandemiczny program skupu aktywów przynajmniej do marca 2022 r. W efekcie, rynki finansowe oczekują, że stopa depozytowa EBC pozostanie ujemna przynajmniej przez kolejne 3 lata.

Oceniając sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że w I kw. br. PKB w Polsce spadł o 0,9% w ujęciu rocznym. Podkreślano jednak, że roczna dynamika konsumpcji i inwestycji była nieznacznie

dodatnia. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu inwestycji oddziaływało zwiększenie przez przedsiębiorstwa nakładów na środki transportu oraz maszyny i urządzenia. Zauważano przy tym, że popyt konsumpcyjny nie wrócił jeszcze do poziomu sprzed pandemii, co potwierdza, że podwyższona inflacja nie jest związana z nadmiernym wzrostem popytu.

Członkowie Rady oceniali, że ograniczanie restrykcji epidemicznych oddziaływało pozytywnie na koniunkturę w ostatnim okresie. Podkreślano, że interpretacja napływających danych miesięcznych wymaga jednak ostrożności, bowiem w marcu i kwietniu większość rocznych wskaźników makroekonomicznych była silnie zaburzana przez efekty bazy.

Napływające w ostatnich miesiącach dane wskazywały na dalszą poprawę koniunktury, przy utrzymującym się zróżnicowaniu między sektorami. W kwietniu br. roczne dynamiki produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej istotnie wzrosły. Podkreślano jednak, że o ile produkcja przemysłowa była w kwietniu wyższa niż przed pandemią, to sprzedaż detaliczna nadal nie osiągnęła przedpandemicznego poziomu. Jednocześnie wyraźnie ujemna pozostawała roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej. Zwracano uwagę na poprawę nastrojów konsumentów, które jednak pozostają mniej optymistyczne niż przed pandemią, a także na wzrost wyników finansowych przedsiębiorstw.

Analizując sytuację na rynku pracy członkowie Rady podkreślali, że choć roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw była w kwietniu br. dodatnia, to w ujęciu miesięcznym zatrudnienie spadło i pozostało wyraźnie niższe niż przed wybuchem pandemii. Ponadto, znaczna liczba miejsc pracy pozostaje objęta dofinansowaniem wynagrodzeń ze środków publicznych. Stopa bezrobocia pozostaje wyższa niż przed pandemią.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że w I kw. br. wzrost wynagrodzeń w gospodarce utrzymał się na poziomie niższym niż przed pandemią. Choć w kwietniu roczna dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach przyspieszyła, to jednak po wyeliminowaniu efektów bazy pozostała ona zbliżona do obserwowanej w I kw. br. w całej gospodarce. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że przychody przedsiębiorstw w I kw. wzrosły wyraźnie szybciej niż wynagrodzenia. W efekcie oceniali oni, że w gospodarce nie występowała presja kosztowa, która wynikałaby z nadmiernego wzrostu wynagrodzeń. Członkowie ci wskazywali również na dalszy wzrost liczby imigrantów w ostatnim roku, który może ograniczać ewentualne napięcia na rynku pracy związane z niedoborem pracowników. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że znaczna część ankietowanych firm zgłasza pojawienie się presji na wzrost płac ze strony pracowników.

Większość członków Rady była zdania, że dynamika akcji kredytowej pozostaje niska i nie przyczynia się do wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP. Wskazywano, że w maju br. roczny wzrost kredytu w gospodarce wyniósł 2,5%. Dynamikę kredytu wspierał dalszy przyrost kredytów mieszkaniowych, natomiast w przypadku przedsiębiorstw roczna dynamika akcji kredytowej pozostała wyraźnie ujemna, a dynamika kredytu konsumpcyjnego była zbliżona do zera. Większość członków Rady oceniała, że dynamika kredytów mieszkaniowych pozostaje jednak umiarkowana i niższa niż dynamika płac. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że roczna dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych jest wyraźnie dodatnia, jednak w ostatnich kwartałach obniżyła się, a popyt na tym rynku jest częściowo związany z aktywnością zagranicznych inwestorów wskutek utrzymywania się niskich stóp procentowych na świecie. Dyskutując na temat agregatów monetarnych, niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że podaż

pieniądza w ostatnich kwartałach wyraźnie wzrosła, a istotnym czynnikiem jej kreacji był wzrost zadłużenia publicznego.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS w maju nastąpił wzrost rocznego wskaźnika CPI do 4,8% (w ujęciu miesięcznym inflacja CPI wyniosła 0,3% i zmniejszyła się w porównaniu z poprzednim miesiącem). W szczególności, odnotowano szybki wzrost cen paliw w ujęciu rocznym, który wynikał ze wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz z silnych efektów bazy. Jednocześnie wzrosła roczna dynamika cen żywności. Większość członków Rady podkreślała, że roczny wskaźnik inflacji jest nadal podwyższony także przez inne czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej, w tym przez wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku bieżącego roku oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci. Członkowie ci zwracali w tym kontekście uwagę, że według pełnych danych za kwiecień wzrost cen paliw oraz cen towarów i usług administrowanych odpowiadał za blisko połowę wskaźnika inflacji CPI. W efekcie większość członków Rady oceniała, że choć czynniki popytowe również sprzyjają wzrostowi cen, to nie powodują one przekroczenia celu inflacyjnego.

Omawiając oczekiwania inflacyjne w gospodarce część członków Rady wskazywała, że choć w badaniach ankietowych konsumenci dostrzegają wzrost cen, to statystyka bilansowa opisująca tendencje w opiniach konsumentów na temat przyszłych zmian cen przesunęła się w ostatnich miesiącach w kierunku niższej inflacji i osiągnęła poziom najniższy od 2 lat. Członkowie ci podkreślali również, że choć prognozy inflacji analityków sektora finansowego zostały w ostatnim czasie podwyższone, to wciąż wskazują one na stopniowy spadek inflacji w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że znaczna część przedsiębiorców oczekuje szybszego wzrostu cen

w przyszłości. Członkowie ci oceniali dodatkowo, że choć oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nie rosną, to większość respondentów oczekuje w przyszłości inflacji zbliżonej do obserwowanej obecnie.

Większość członków Rady oceniała, że wskutek oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej roczny wskaźnik inflacji w najbliższych miesiącach prawdopodobnie utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Większość członków Rady była jednak zdania, że w przyszłym roku, po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen, oczekiwane jest obniżenie się inflacji. Członkowie ci wskazywali przy tym, że kształtowanie się inflacji w przyszłym roku będzie zależało od trwałości ożywienia koniunktury, w tym od przyszłej sytuacji na rynku pracy po zakończeniu programów pomocowych. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że poziom inflacji w przyszłym roku zależeć będzie od kształtu polityki fiskalnej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że prognozy wskazujące na obniżenie się inflacji w kolejnych kwartałach są obciążone niepewnością. Wskazywali oni, że obserwowany wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP może w warunkach trwającego ożywienia aktywności gospodarczej przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i utrwalenia się inflacji w kolejnych kwartałach na poziomie przekraczającym cel inflacyjny NBP. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wyższej inflacji może oddziaływać również wzrost podaży pieniądza.

Większość członków Rady była zdania, że na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Członkowie ci oceniali, że prowadzona przez NBP polityka pieniężna sprzyja utrwaleniu ożywienia aktywności gospodarczej po

pandemicznej recesji oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie. Zwracali oni uwagę, że utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie jest obecnie zasadne ze względu na źródła i oczekiwany przejściowy charakter przekraczania przez inflację celu NBP, a jednocześnie utrzymującą się niepewność dotyczącą trwałości i skali ożywienia gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że jak wskazano w Założeniach polityki pieniężnej na rok 2021, inflacja – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – 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.

Większość członków Rady oceniała, że jeżeli utrzyma się niepewność dotycząca przebiegu pandemii i – w efekcie – przyszłej koniunktury, a wzrost inflacji powyżej celu będzie wynikał z oddziaływania czynników pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej, to wskazane będzie utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie także w najbliższym czasie. Ich zdaniem zacieśnienie warunków monetarnych w reakcji na kształtowanie się inflacji powyżej celu inflacyjnego, które jest wynikiem wystąpienia negatywnych szoków podażyowych i czynników regulacyjnych, nie ograniczyłoby dynamiki cen w 2021 r. natomiast mogłoby zahamować proces odbudowy aktywności gospodarczej po jej silnym spadku w wyniku pandemii.

Część członków Rady oceniała, że pomocne w ocenie trwałości ożywienia koniunktury oraz perspektyw inflacji będą napływające w przyszłości dane i prognozy, w tym lipcowa projekcja. W ich opinii, jeśli prognozy wskazywałyby na silny wzrost gospodarczy w kolejnych latach, a jednocześnie inflacja miałaby

trwale przekraczać cel inflacyjny NBP na skutek wzrostu popytu oraz utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy, to wraz z ustąpieniem niepewności dotyczącej pandemii możliwe byłoby dostosowanie polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że na obecnym posiedzeniu należy podwyższyć stopę referencyjną NBP. Oceniali oni, że w horyzoncie czterech kwartałów inflacja będzie utrzymywać się powyżej 3,5%. W opinii tych członków Rady podwyżka stopy referencyjnej mogłaby ograniczyć ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz nasilenia się presji płacowej i w ten sposób ograniczyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.

Rada odrzuciła wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 15 punktów bazowych.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2021 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych. NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na

refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

W ostatnim okresie zasięg pandemii na świecie uległ ograniczeniu, choć wraz z rozprzestrzenianiem się kolejnych mutacji wirusa wzrosła niepewność dotycząca jej dalszego przebiegu. Stopniowe ograniczanie restrykcji sanitarnych przyczyniało się do poprawy koniunktury w usługach wielu gospodarek. Towarzyszył temu dalszy wzrost aktywności w sektorze przemysłowym przy jednoczesnym występowaniu ograniczeń podażowych na niektórych rynkach. W strefie euro w II kw. nastąpiło ożywienie aktywności gospodarczej, po spadku PKB w I kw.

Ceny wielu surowców, w szczególności ropy naftowej, w ostatnim okresie wzrosły i są wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Wraz z zaburzeniami podażowymi związanymi z pandemią oddziałuje to w kierunku wyższej inflacji w gospodarce światowej, w tym w gospodarkach rozwiniętych. Jednakże, ze względu na przejściowy charakter czynników podwyższających inflację, a także niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury, główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe, prowadzą skup aktywów oraz sygnalizują utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w przeszłości.

W Polsce w ostatnich miesiącach trwało wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej. W maju br. istotnie wzrosła sprzedaż detaliczna, wspierana przez realizację odkładanych wcześniej zakupów. Jednocześnie w przemyśle utrzymywała się bardzo dobra koniunktura. Wyższa niż przed rokiem była także produkcja budowlano-montażowa, choć jej poziom pozostał wyraźnie niższy niż przed pandemią. Towarzyszył temu wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz stabilizacja rocznej dynamiki przeciętnych wynagrodzeń w tym sektorze.

Inflacja w Polsce według wstępnego szacunku GUS obniżyła się w czerwcu br. do 4,4% r/r (w ujęciu miesięcznym wyniosła 0,1%). Jednocześnie inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności według wstępnych szacunków obniżyła się do najniższego poziomu od ponad roku. Roczny wskaźnik inflacji CPI był nadal podwyższony przez wysoką dynamikę cen paliw – związaną z wyraźnie wyższymi niż przed rokiem cenami ropy naftowej na rynkach światowych – wzrost cen energii elektrycznej, który miał miejsce na początku br. oraz podwyżki opłat za wywóz śmieci, a więc czynniki niezależne od krajowej polityki pieniężnej. W kierunku wyższej inflacji oddziałuje także wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii oraz kosztów transportu międzynarodowego i przejściowe zakłócenia w globalnych sieciach dostaw.

Wyżej wymienione czynniki przyczynią się prawdopodobnie do utrzymywania się rocznego wskaźnika inflacji w najbliższych miesiącach powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Jednocześnie w przyszłym roku, po wygaśnięciu czynników przejściowo podwyższających dynamikę cen, oczekiwane jest obniżenie się inflacji. Kształtowanie się inflacji w przyszłym roku będzie zależało od trwałości ożywienia koniunktury, w tym od przyszłej sytuacji na rynku pracy po zakończeniu programów pomocowych.

Dostępne prognozy wskazują, że w najbliższych kwartałach nastąpi dalsze ożywienie koniunktury, choć skala i tempo tego ożywienia są obarczone wysoką niepewnością. Głównym źródłem niepewności pozostaje dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą. Pozytywnie na krajową koniunkturę wpływać będą nadal działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP dokonane w ub.r., a także przewidywane ożywienie w gospodarce światowej. Tempo ożywienia gospodarczego w

kraju będzie także uzależnione od dalszego kształtowania się kursu złotego.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2021 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,8–4,4% w 2021 r. (wobec 2,7–3,6% w projekcji z marca 2021 r.), 2,5–4,1% w 2022 r. (wobec 2,0–3,6%) oraz 2,4–4,3% w 2023 r. (wobec 2,2–4,2%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,1–5,8% w 2021 r. (wobec 2,6–5,3% w projekcji z marca 2021 r.), 4,2–6,5% w 2022 r. (wobec 4,0–6,9%) oraz 4,1–6,5% w 2023 r. (wobec 4,0–6,8%).

Jak wskazano w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2021*, inflacja – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – 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. Prowadzona przez NBP polityka pieniężna sprzyja utrwaleniu ożywienia aktywności gospodarczej po pandemicznej recesji oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie.

Biorąc pod uwagę źródła i oczekiwany przejściowy charakter przekraczania przez inflację celu NBP oraz niepewność dotyczącą trwałości i skali ożywienia gospodarczego, NBP utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji jest zmiana długoterminowej

struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. W celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może także stosować interwencje na rynku walutowym. Terminy oraz skala prowadzonych działań będą uzależnione od warunków rynkowych. NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2021*.

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2021 r. do IV kw. 2023 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2021 r.

Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 22 czerwca 2021 r. (*cut-off date*).

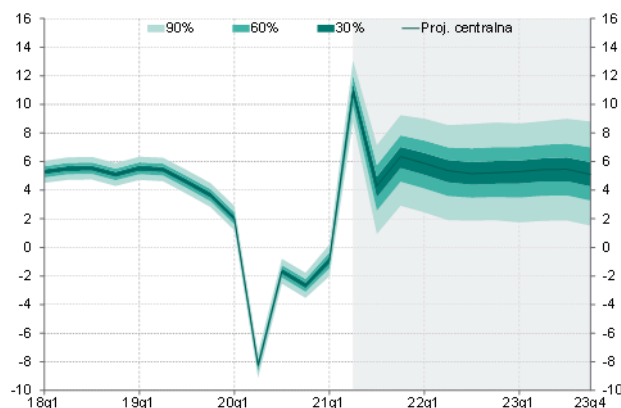
4.1 Synteza

Od momentu publikacji poprzedniej projekcji sytuacja epidemiczna w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz w Polsce wyraźnie się poprawiła. Przyczyniła się do tego postępująca akcja szczepień oraz zaostrzenie restrykcji w okresie zimowo-wiosennym. W ślad za spadkiem liczby zakażeń w wielu krajach ponownie zmniejszono zakres ograniczeń nałożonych wcześniej na życie gospodarcze i społeczne – w Polsce proces ten rozpoczął się pod koniec kwietnia.

Relatywnie korzystne wyniki krajowej gospodarki w kwietniu i maju br., gdy wciąż jeszcze utrzymywała się trudna sytuacja epidemiczna, wskazują na wysoki stopień dostosowania znacznej części podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w okresie pandemii. Założone w projekcji opanowanie pandemii oraz odbudowa aktywności gospodarczej za granicą sprawiają, że w horyzoncie projekcji PKB w Polsce będzie rosnąć w średnim tempie przewyższającym 5% r/r. Będzie temu sprzyjać realizacja przez gospodarstwa domowe odroczonego w trakcie pandemii popytu możliwa ze względu na stosunkowo wysoki obecny poziom ich oszczędności. Istotny wkład do wzrostu PKB będą miały również inwestycje prywatne. Dynamikę popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego będzie podwyższać przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych NBP na obecnym rekordowo niskim poziomie oraz uruchomienie nowego instrumentu UE – *Next Generation EU*.

Inflacja kształtuje się obecnie na poziomie przekraczającym 4% w ujęciu rocznym. Wskaźnik CPI w br. jest przy tym podwyższany przez wyraźny wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych wpływający na krajowe ceny energii. Jednocześnie rosną ceny w niektórych branżach, głównie usługowych, w których luzowane są obecnie restrykcje wprowadzone w okresie pandemii i w których następuje

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

realizacja odłożonego popytu. W części sektorów za szybszy wzrost cen odpowiadają z kolei rosnące ceny surowców i napięcia w sieciach dostaw. Na istotnie wyższym niż przed rokiem poziomie kształtują się opłaty za wywóz nieczystości. Część tych czynników ma jednak charakter przejściowy. W 2022 r. nie będą już one w tak znacznym stopniu podwyższać inflacji w ujęciu r/r i powróci ona do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. Skalę spadku inflacji będzie jednak ograniczać stopniowo zwiększająca się presja popytowa w warunkach utrwalania się wzrostu gospodarczego. W 2023 r. nastąpi ponowny wzrost inflacji CPI, do czego przyczyniać się będzie dalsza poprawa koniunktury i wzrost popytu, odzwierciedlone poprzez wzrost dodatkowej luki popytowej. Jednocześnie koszty przedsiębiorstw będzie zwiększać podwyższona dynamika wynagrodzeń będąca wynikiem dalszego wzrostu popytu na pracę przy jej ograniczonej podaży.

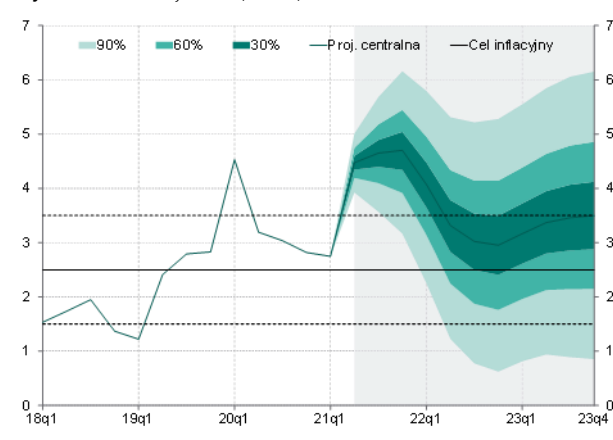
Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest silnie uwarunkowana skutecznością szczepień wpływającą na dalszy przebieg pandemii COVID-19 i przyszłą skalę ograniczeń administracyjnych i swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Bilans czynników niepewności wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się w najbliższych kwartałach dynamiki PKB poniżej scenariusza centralnego projekcji i zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Od momentu publikacji poprzedniej projekcji sytuacja epidemiczna w głównych gospodarkach rozwiniętych wyraźnie się poprawiła, czemu sprzyjała postępująca akcja szczepień, zaostrenie restrykcji epidemicznych w okresie zimowo-wiosennym, a także – cykliczna zmiana warunków pogodowych na mniej sprzyjające transmisji

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

wirusa SARS-CoV-2. W ślad za spadkiem liczby zakażeń nastąpiło stopniowe luzowanie obostrzeń w życiu społecznym i gospodarczym. W bieżącej rundzie projekcyjnej założono, że odsetek w pełni zaszczepionej populacji w głównych gospodarkach rozwiniętych w III kw. br. osiągnie poziom, który pozwoli istotnie ograniczyć rozmiar następnych fal pandemii. Oczekuje się w szczególności niskiej liczby hospitalizacji związanych z COVID-19 w trakcie kolejnych wzrostów zachorowań, co pozwoli gospodarkom rozwiniętym uniknąć konieczności ponownego istotnego zaostrzenia restrykcji epidemicznych. W większości gospodarek wschodzących i rozwijających się – z uwagi na mniejszą dostępność szczepionek – silne ograniczenie lokalnej transmisji wirusa nastąpi jednak z opóźnieniem, co będzie stanowić czynnik uniemożliwiający powrót aktywności gospodarczej w tych krajach do trendu sprzed pandemii. Niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii związana jest obecnie przede wszystkim z ryzykiem ponownego wyraźnego wzrostu liczby hospitalizacji, spowodowanych pojawieniem się groźnych mutacji koronawirusa, co stworzyłyby presję na poszczególne rządy do powrotu do działań ograniczających funkcjonowanie wybranych sektorów (por. rozdz. 4.5 Źródła niepewności projekcji).

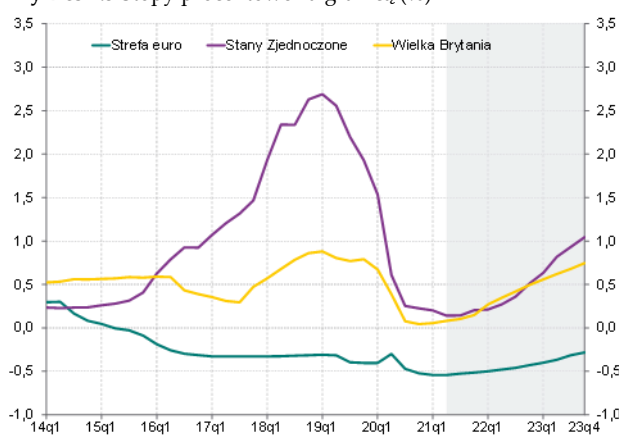
Przy zwiększonym poziomie restrykcji w I kw. 2021 r. w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii odnotowano spadek aktywności ekonomicznej w ujęciu kw/kw, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych kontynuowana była faza ożywienia. Silny wzrost konsumpcji oraz inwestycji prywatnych w Stanach Zjednoczonych przełożył się na szybki powrót PKB tej gospodarki do poziomu sprzed pandemii, co najprawdopodobniej nastąpiło już w II kw. br. Wysokiej dynamice aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych w br. sprzyja większe niż oczekiwano w projekcji marcowej wsparcie fiskalne (związane z wdrożeniem ustawy *American Rescue Plan Act of 2021*, obejmującej m.in.

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

	2021	2022	2023
PKB w strefie euro (r/r, %)			
VII 2021	4,5	4,2	1,8
III 2021	3,9	3,9	2,0
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
VII 2021	6,5	3,6	1,8
III 2021	4,6	3,2	1,9
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
VII 2021	7,1	4,7	1,8
III 2021	3,6	5,5	2,0

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



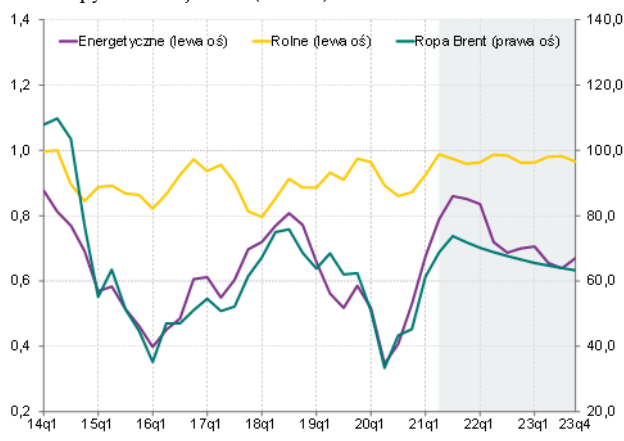
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

dodatkowe znaczące transfery do gospodarstw domowych) oraz wyraźny spadek ryzyka epidemicznego (Tabela 4.1). Perspektywy wzrostu dla strefy euro kształtują się mniej korzystnie – w przypadku tej gospodarki przyjęto założenie, że PKB powróci do poziomu sprzed pandemii dopiero w I kw. 2022 r. Do niższego tempa odbudowy aktywności gospodarczej w strefie euro przyczyni się wolniejsze znoszenie restrykcji powiązane z późniejszym rozpoczęciem akcji szczepień. W porównaniu do Stanów Zjednoczonych dla strefy euro zakładana jest również mniejsza skala wsparcia fiskalnego pomimo dodatkowych środków w ramach instrumentu *Next Generation EU*. Zakłada się przy tym, że utrzyma się wyraźne zróżnicowanie negatywnego wpływu pandemii na przyszłą aktywność gospodarczą w poszczególnych krajach strefy euro. Wśród głównych gospodarek strefy euro najkorzystniej powinna kształtować się sytuacja gospodarcza Niemiec, ze względu na większą skalę wsparcia fiskalnego oraz strukturę tej gospodarki, podczas gdy późniejszy powrót PKB do poziomu sprzed pandemii zakłada się w południowych krajach strefy euro, w tym w Hiszpanii, w której większą rolę odgrywa turystyka zagraniczna.

Inflacja i rynki surowców

W ostatnich miesiącach miał miejsce dalszy wzrost cen ropy naftowej w związku z rosnącymi oczekiwaniami na szybszą poprawę globalnej aktywności gospodarczej i postępującą odbudową popytu na ten surowiec. Obserwowanym wyraźnym wzrostem notowań ropy naftowej sprzyjała również utrzymywana przez kraje zrzeszone w ramach OPEC+ polityka ograniczania produkcji oraz ostry atak zimy w Teksasie, który zakłócił wydobycie surowca w tym regionie. Podobnie kształtowały się notowania cen gazu ziemnego i węgla kamiennego, przy czym do dynamicznego ich wzrostu na rynkach światowych przyczynił się dodatkowo silny sezonowy popyt związany z wyjątkowo chłodnym

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

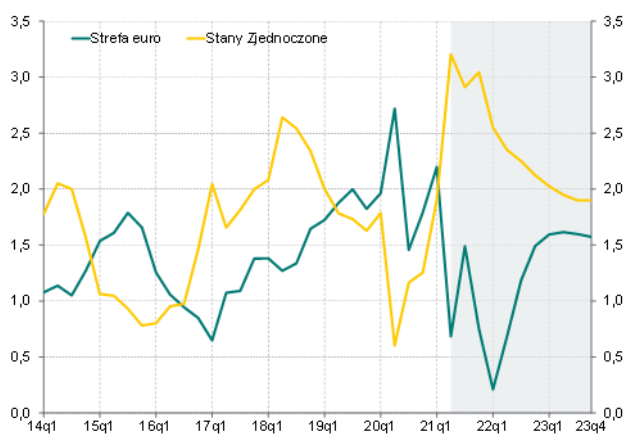
okresem zimowym w Azji, Stanach Zjednoczonych oraz Europie.

Oczekuje się, że mimo dalszej poprawy globalnej sytuacji epidemicznej i gospodarczej ceny ropy naftowej w latach 2022-2023 stopniowo będą powracać do poziomu zbliżonego do obserwowanego przed wybuchem pandemii (Wykres 4.4). Wsparciem dla tego scenariusza jest oczekiwane dostosowanie wydobycia przez głównych producentów, które będzie w dużym stopniu równoważyć założony w projekcji wzrost popytu na ten surowiec. Podobne tendencje zakłada się dla notowań cen gazu ziemnego i węgla kamiennego, które w horyzoncie projekcji będą się stopniowo obniżać z obecnego podwyższonego poziomu. Prognoza ta obciążona jest jednak wysoką niepewnością związaną zarówno z kształtowaniem się popytu na surowce energetyczne w najbliższych latach, jak i przyszłymi decyzjami krajów grupy OPEC+ i innych producentów dotyczącymi wielkości wydobycia.

W ostatnich miesiącach odnotowano również istotny wzrost cen większości surowców rolnych (Wykres 4.4), do czego przyczyniły się rosnące koszty produkcji oraz frachtów. W latach 2022-2023 stopniowo obniżające się ceny ropy naftowej, wpływające na koszty transportu i ceny nawozów sztucznych, będą oddziaływać w kierunku stabilizacji cen surowców rolnych (Wykres 4.4). Główne ryzyko dla przyjętej prognozy, poza niepewnością dotyczącą kształtowania się popytu oraz kosztów, stanowią nowe ogniska chorób zwierzęcych oraz przyszłe warunki agrometeorologiczne.

Oczekuje się, że w najbliższych kwartałach dynamika cen w strefie euro (mierzona zmianą deflatora wartości dodanej) kształtować się będzie na obniżonym poziomie, pozostając pod wpływem oddziałującego z opóźnieniem dezinflacyjnego wpływu pandemii COVID-19 (Wykres 4.5). W dalszym horyzoncie projekcji nastąpi wzrost

Wykres 4.5 Zmiana deflatora wartości dodanej brutto (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

inflacji w tej gospodarce w ślad za stopniową obudową funduszu płac, która jednak w początkowej fazie ożywienia może być ograniczana przez niską skłonność firm do kreacji nowych miejsc pracy. W Stanach Zjednoczonych, po wyraźnym spadku deflatora wartości dodanej brutto w 2020 r., w latach 2021-2022 inflacja mierzona tym wskaźnikiem będzie się kształtować powyżej swoich długookresowych poziomów. Sprzyjać temu będzie zarówno odbudowa zatrudnienia, jak i przejściowo silny wzrost popytu związany z poluzowaniem restrykcji oraz wsparciem dochodów konsumentów ze środków z nowego pakietu fiskalnego.

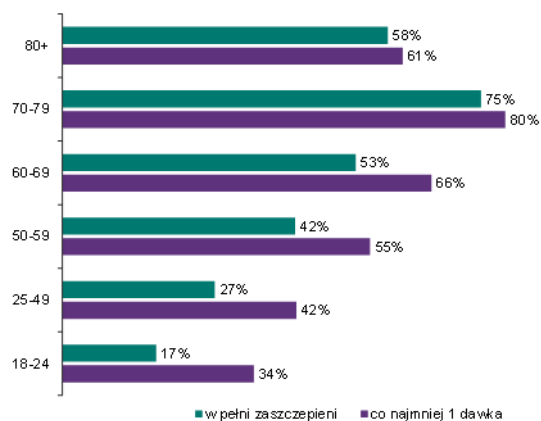
4.3 Gospodarka polska w latach 2021-2023

Założenia dotyczące rozwoju pandemii i zakresu restrykcji administracyjnych

W ślad za poprawą sytuacji epidemicznej w Polsce (Wykres 4.7), do czego przyczynił się znaczny postęp akcji szczepień (Wykres 4.6), rząd rozpoczął proces ponownego zmniejszania zakresu ograniczeń nałożonych na życie gospodarcze i społeczne. Obowiązujące wciąż restrykcje dotyczące reżimu sanitarnego w największym stopniu ograniczają działalność przedsiębiorstw z sektora usług: gastronomii, kultury oraz sportu i rekreacji. W szczególności w obiektach sportowych, placówkach kultury i hotelach obowiązuje limit osób na m² lub obłożenia dostępnych miejsc. W wielu przypadkach limity te nie dotyczą jednak osób w pełni zaszczepionych.

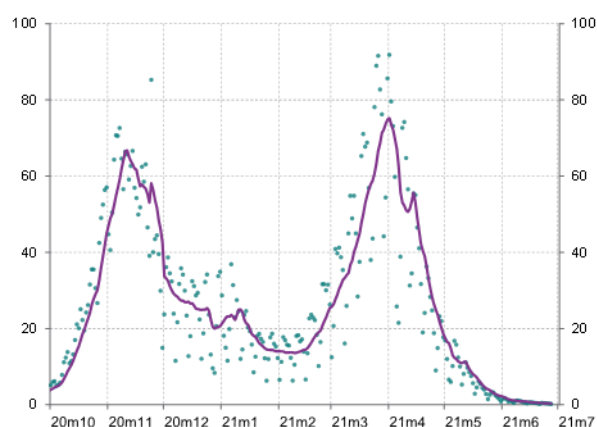
W projekcji przyjęto założenie, że na jesieni br. nastąpi ponowny, sezonowy wzrost zachorowań na COVID-19, jednak dzięki uzyskaniu odporności przez przeważającą część populacji będzie on wyraźnie słabszy niż przed rokiem i na wiosnę br. W konsekwencji potencjalne restrykcje nie będą już w istotnym stopniu zakłócać funkcjonowania krajowej gospodarki. Dalsze tempo szczepień, czas trwania odporności poszczepiennej oraz

Wykres 4.6 Procent zaszczepionych osób w poszczególnych kohortach wiekowych w Polsce



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

Wykres 4.7 Nowe przypadki zachorowań na 100 tys. w Polsce - trend 7-dni



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

skuteczność aktualnie dostępnych preparatów przeciwko pojawiającym się nowym mutacjom wirusa obarczone są jednak niepewnością. Odmienne od przyjętych założeń skala restrykcji stanowi główne źródło ryzyka dla kształtowania się przyszłego wzrostu gospodarczego.

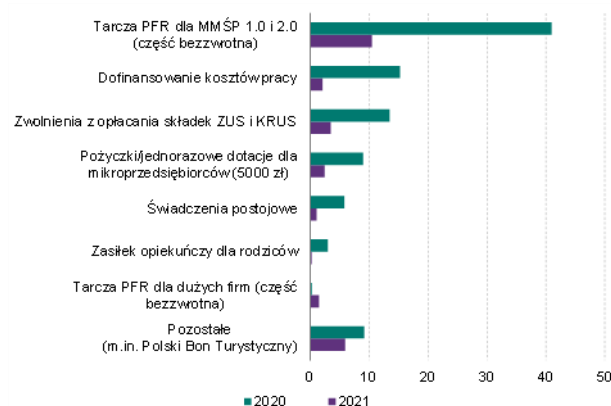
Działania antykryzysowe i wspierające rozwój po pandemii

Negatywny wpływ pandemii na gospodarkę łagodzą realizowane przez rząd programy antykryzysowe – w części finansowane również ze środków unijnych – oraz znaczące poluzowanie polityki pieniężnej przez NBP (Wykres 4.8, Wykres 4.9). Pozytywny efekt tych działań będzie się również utrzymywał po zakończeniu wsparcia finansowego ze względu na zmniejszenie odsetka osób zagrożonych długotrwałym bezrobociem oraz ograniczenie liczby bankructw przedsiębiorstw, które nie przetrwałyby okresu silnego spadku ich przychodów.

Działania antykryzysowe zostały na szeroką skalę wdrożone w II kw. 2020 r., kiedy to zmaterializował się silnie negatywny wpływ na działalność gospodarczą pandemii i wprowadzanych na jej skutek obostrzeń. W obliczu kolejnych fal pandemii i związanego z nimi okresowego zaostrzenia restrykcji rząd ogłaszał kolejne pakiety działań antykryzysowych mających na celu m.in. wsparcie finansowe przedsiębiorców oraz ochronę miejsc pracy. Łącznie w 2020 r. w ramach tych działań wydatkowano ponad 99 mld zł, czyli 4,3% PKB. Jednak w obliczu postępów w akcji szczepień, ustępowania zagrożeń epidemicznych oraz uodparniania się krajowej gospodarki na szok wywołany pandemią, znacząca większość wparcia zakończy się najprawdopodobniej w II kw. br., a jego łączna kwota będzie w 2021 r. ponad 3-krotnie niższa niż rok wcześniej.

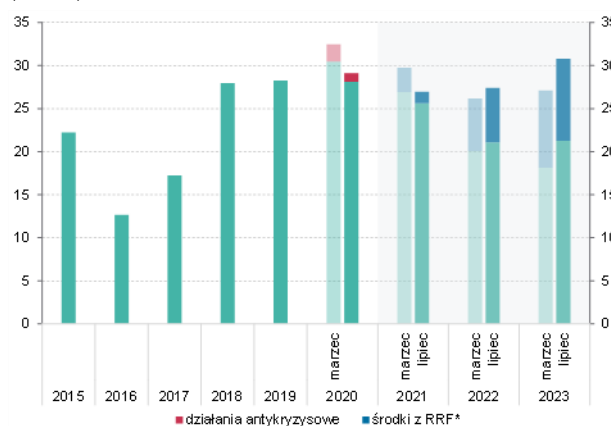
W bieżącym roku uruchomiony zostanie nowy instrument unijnej pomocy finansowej – *Next Generation EU*, którego celem jest wspieranie

Wykres 4.8 Działania antykryzysowe – wsparcie bezzwrotne finansowane ze środków krajowych (mld zł)



Źródło: szacunki NBP na podstawie ocen skutków regulacji oraz danych ZUS, MRPiPS, MRPiT i PFR.

Wykres 4.9 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

* RRF – Recovery and Resilience Facility (Instrument na Rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności).

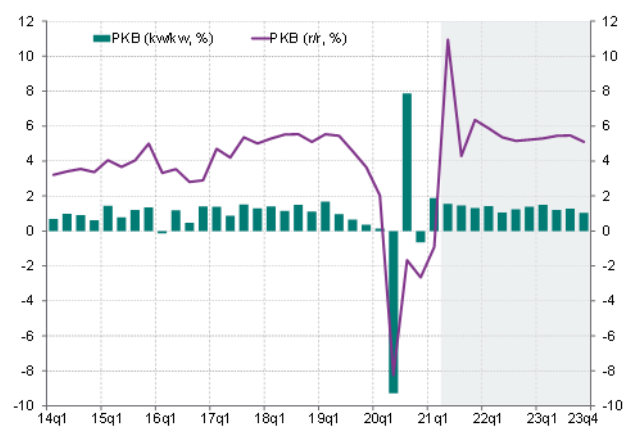
rozwoju gospodarek europejskich po kryzysie wywołanym pandemią COVID-19. Jego zasadniczym elementem jest Instrument na Rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (*Recovery and Resilience Facility*), z którego Polska ma otrzymać blisko 24 mld euro dotacji. Środki te będą przeznaczone m.in. na finansowanie projektów z zakresu transformacji energetycznej, rozwoju cyfryzacji i robotyzacji oraz poprawy warunków konkurencyjności i ochrony producentów i konsumentów w sektorze rolnym. Mogą być one wydane do 2026 r. Pod koniec kwietnia br. rząd przyjął projekt Krajowego Planu Odbudowy uszczegóławiającego sposób wydatkowania tych środków. W oparciu o jego założenia przyjęto, że w latach 2021-2023 Polska wykorzysta około 40% dotacji dostępnych w ramach całej alokacji Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (Wykres 4.9).

Aktywność gospodarcza

Zgodnie z przyjętym w projekcji szacunkiem w II kw. br. PKB w Polsce powrócił do poziomu sprzed pandemii. Założone skuteczne rozwiązanie kryzysu zdrowotnego oraz odbudowa aktywności za granicą sprawią, że w kolejnych kwartałach gospodarka będzie rosła w średnim tempie przewyższającym 5% r/r (por. Wykres 4.10, Wykres 4.11). Głównym źródłem szybkiego wzrostu PKB będzie spożycie gospodarstw domowych, ale również istotną jego składową staną się inwestycje prywatne. Aktywności gospodarczej sprzyjają podjęte w kryzysie działania rządu oraz Narodowego Banku Polskiego (por. punkt *Działania antykryzysowe*), w tym obniżenie stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu oraz prowadzenie strukturalnych operacji otwartego rynku. Powrót gospodarki na średniookresową ścieżkę wzrostu oczekiwaną przed pandemią będzie także wspierać Krajowy Plan Odbudowy.

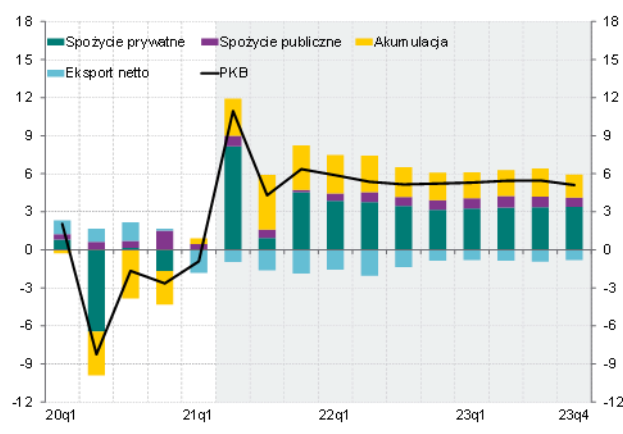
Konsumenci w dużym stopniu przystosowali się do funkcjonowania w okresie pandemii i w I kw.

Wykres 4.10 Wzrost gospodarczy



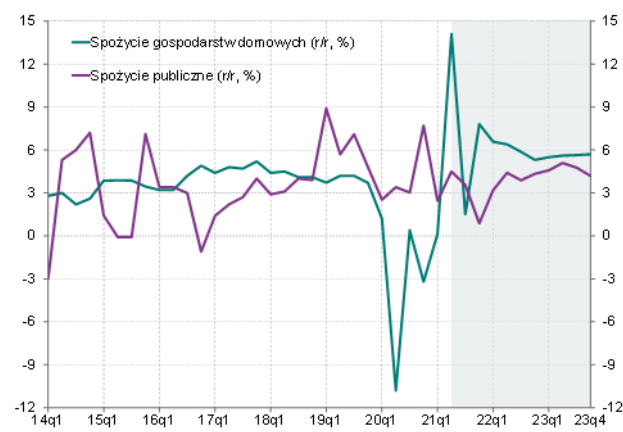
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.12 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne

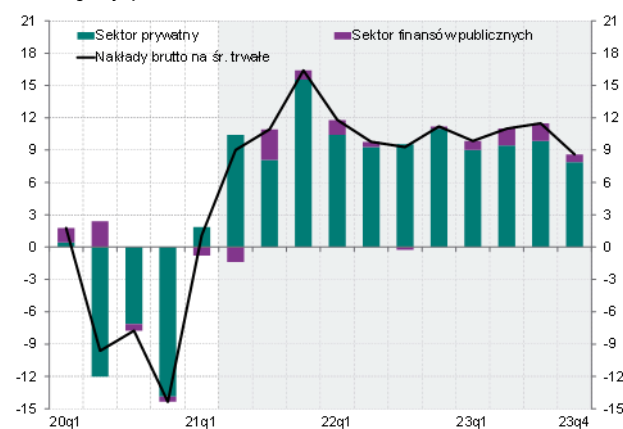


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

br., pomimo obowiązywania zaostrożonych restrykcji, spożycie gospodarstw domowych nieznacznie wzrosło w ujęciu rocznym. Łagodzenie ograniczeń administracyjnych od końca kwietnia br. pozwoliło konsumentom realizować już w istotnej części popyt na towary i usługi, których zakupy zostały ograniczone w okresie obowiązywania obostrzeń. Odbudowa popytu na niektóre usługi jest jednak nadal opóźniana przez zmiany w zachowaniu ludności w obawie przed zakażeniem, obniżone nastroje konsumentów oraz obowiązujący reżim sanitarny. Ze względu na powyższe uwarunkowania stopa oszczędności gospodarstw domowych, choć obniżyła się względem ub.r., to wciąż pozostaje na wysokim poziomie. Utrzymywanie się podwyższonej stopy oszczędności w okresie pandemii i akumulacja środków, przy zmniejszającym się zagrożeniu COVID-19 oraz dalszej poprawie nastrojów konsumentów, stwarza przestrzeń do relatywnie szybkiego wzrostu spożycia prywatnego w najbliższych kwartałach (Wykres 4.12).

W I kw. br. nastąpiła częściowa odbudowa nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw (Wykres 4.13), do czego przyczyniła się poprawa nastrojów inwestycyjnych firm, które kształtują się na poziomach notowanych przed pandemią, choć wciąż poniżej wieloletniej średniej⁶¹. Przedsiębiorstwa kontynuują inwestycje przerwane przez pandemię, ale coraz większy odsetek firm rozpoczyna również nowe inwestycje. Oczekiwany wzrost nakładów na środki trwałe jest przy tym silnie uzależniony od zakresu doświadczanych przez poszczególne firmy restrykcji⁶². Zwiększeniu nakładów kapitałowych powinien sprzyjać niski wyjściowy stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnące koszty czynnika pracy. Wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie również wspierać realizacja Krajowego Planu Odbudowy.

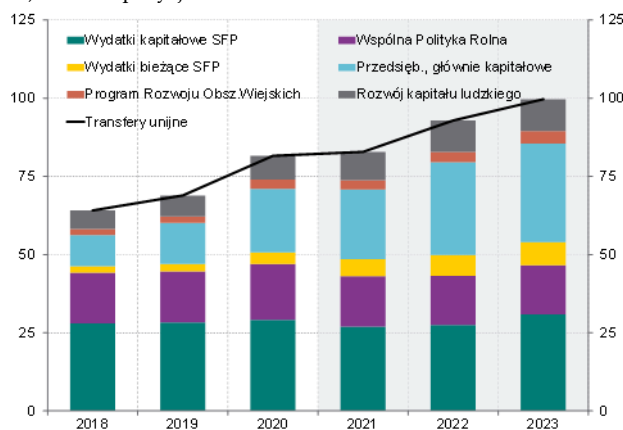
Wykres 4.13 Nakłady brutto na środki trwałe (t/t, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.14 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mlrd zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

⁶¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2021 r.

⁶² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2021 r.

Biorąc pod uwagę silny spadek nakładów na środki trwałe przed rokiem, stopa inwestycji przedsiębiorstw powróci do poziomu sprzed pandemii dopiero w 2022 r.

Ubiegłoroczne spowolnienie wzrostu popytu na mieszkania spowodowane pandemią okazało się przejściowe. Ponownemu przyspieszeniu dynamiki inwestycji mieszkaniowych sprzyja podwyższony poziom oszczędności części gospodarstw domowych oraz rekordowo niskie stopy procentowe.

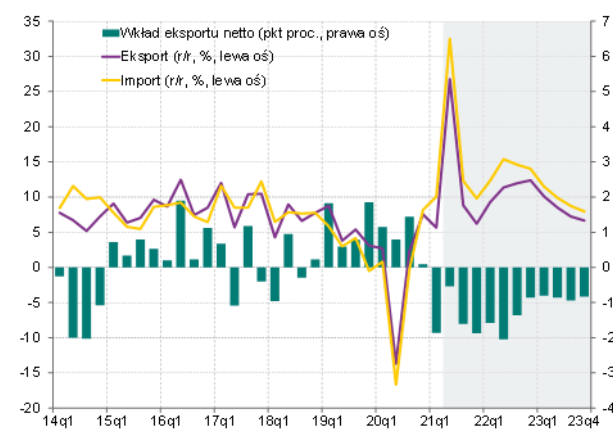
W horyzoncie projekcji zakłada się również, że nastąpi wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych, choć w wolniejszym tempie niż wydatków na ten cel sektora prywatnego. Wzrost inwestycji publicznych będzie wspierany przez napływ środków wydatkowanych w ramach Krajowego Planu Odbudowy, łagodząc spadek funduszy z polityki spójności wynikający z końcowej fazy wykorzystania finansowania w ramach perspektywy UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.14).

Poprawiająca się w horyzoncie projekcji koniunktura za granicą wpłynie na dalszy wzrost wolumenu eksportu, który już w III kw. ub.r. przekroczył poziom sprzed wybuchu pandemii (Wykres 4.15). W dalszym ciągu eksporterzy spodziewają się wyższego popytu niż przedsiębiorstwa prowadzące sprzedaż wyłącznie na rynku krajowym⁶³. Jednocześnie jednak, ze względu na istotne przyspieszenie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB ukształtuje się w latach 2021-2023 na ujemnym poziomie.

Produkt potencjalny i luka popytowa

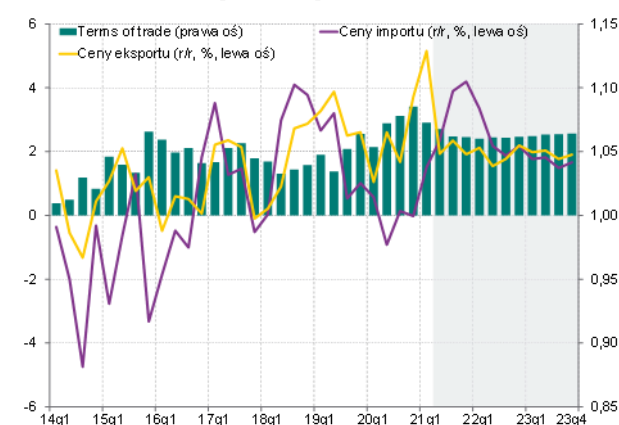
Po istotnym obniżeniu dynamiki potencjalnego PKB w ub.r., w horyzoncie projekcji nastąpi jej wzrost do poziomu zbliżonego do obserwowanego

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

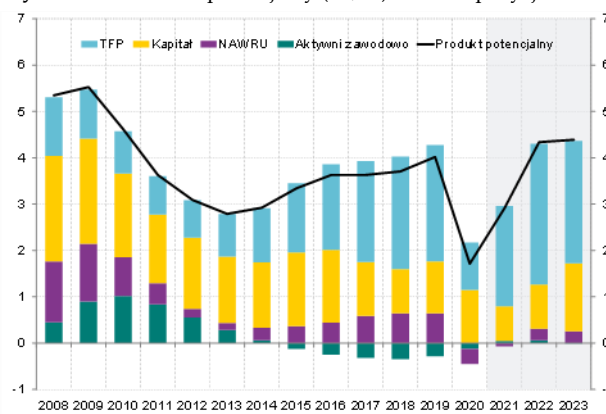
⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2021 r.

przed pandemią (Wykres 4.17). Poprawa ta będzie wynikiem powrotu dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) do średniej wartości z ubiegłych lat oraz stopniowego przyspieszenia akumulacji kapitału wytwórczego. W tym samym kierunku będzie oddziaływać zwiększenie dostępnego zasobu pracy, choć wpływ tego czynnika będzie miał mniejsze znaczenie.

Do przyspieszenia dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji przyczyni się odwrócenie w horyzoncie projekcji zmian w zakresie wydajności pracy, jakie miały miejsce w polskiej gospodarce w okresie pandemii COVID-19. Wraz z poprawą sytuacji epidemicznej istotnie zmniejszyła się liczba nieobecności pracowników⁶⁴, a większość osób powróciła do trybu pracy sprzed pandemii. Jednocześnie duża część zatrudnionych świadczących pracę zdalną nabyła już umiejętności potrzebne do jej efektywnego wykonywania. Kolejne etapy znoszenia restrykcji gospodarczych przyczynią się do dalszego zwiększenia stopnia wykorzystywania środków trwałych oraz zmniejszenia kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw związanych z koniecznością zachowywania reżimu sanitarnego. Pozytywnie na potencjał polskiej gospodarki wpłynie także odbudowa aktywności inwestycyjnej, która będzie zwiększać zasób kapitału wytwórczego, jednak ze względu na stopniowe przekształcanie się inwestycji w środki trwałe proces ten będzie rozłożony w czasie.

Spadek potencjalnego zasobu czynnika pracy po wybuchu pandemii COVID-19 był wynikiem zwiększonego niedopasowania na rynku pracy odzwierciedlonego przez wzrost poziomu stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) i obniżenie liczby osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.18,

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



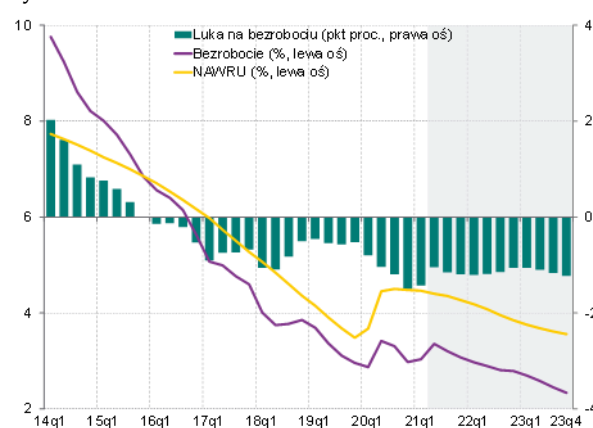
Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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

Wykres 4.18 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁶⁴ Proces ten znajduje odzwierciedlenie w zmniejszeniu różnicy pomiędzy poziomem liczby pracujących i przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Dynamika liczby pracujących, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłku chorobowym lub opiekuńczym.

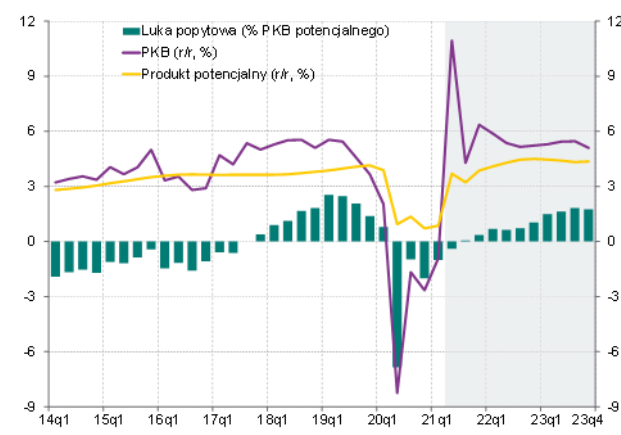
Wykres 4.20). Z jednej strony pracę traciły osoby w branżach dotkniętych kryzysem, a z drugiej – inne sektory gospodarki, które w wyniku pandemii i jej następstw odnotowały wzrost popytu na produkowane wyroby i świadczone usługi, doświadczając problemów z dostępnością wykwalifikowanych pracowników. Wynikało to z braku możliwości szybkiego nabycia przez osoby tracące zatrudnienie wymaganych kwalifikacji do podjęcia innej pracy. Wraz z luzowaniem obostrzeń, postępującą poprawą koniunktury i szerszym zakresem proponowanych ofert pracy, strukturalne niedopasowanie podaży i popytu na rynku pracy będzie zanikać, a na rynek pracy powrócą grupy, które w jej trakcie weszły tymczasowo w stan nieaktywności (np. studenci).

Znacznie silniejszy spadek dynamiki popytu niż produktu potencjalnego w ub.r. spowodował ukształtowanie się luki popytowej na ujemnym poziomie (Wykres 4.19). Do końca br., wraz z postępującą odbudową aktywności gospodarczej, oczekiwane jest domknięcie ujemnej luki popytowej. W latach 2022-2023 dalszy szybki wzrost PKB przełoży się na systematycznie rosnącą dodatnią lukę popytową oddziałując w kierunku wyższej inflacji CPI.

Rynek pracy

Skalę redukcji zatrudnienia w ub.r. łagodziły rządowe działania osłonowe, a także dążenie firm do chomikowania pracy (ang. *labour hoarding*), na co miały wpływ niedobory pracowników w wielu segmentach rynku odnotowywane przed wybuchem pandemii (Wykres 4.20). W efekcie dostosowanie na rynku pracy następowało w dużym stopniu poprzez obniżenie średniej liczby przepracowanych godzin. Wzrost popytu na pracę wynikający ze znoszenia restrykcji oraz wyraźnej poprawy koniunktury będzie więc w znacznej mierze zaspokajany bardziej intensywnym wykorzystaniem już zatrudnionej siły roboczej, zwłaszcza że wzrost liczby

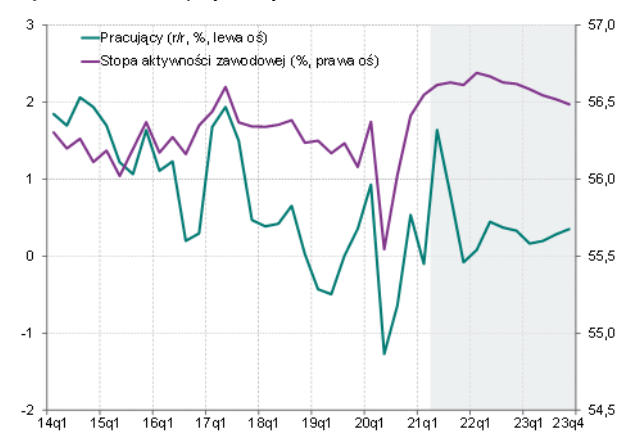
Wykres 4.19 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.20 Pracujący i aktywność zawodowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

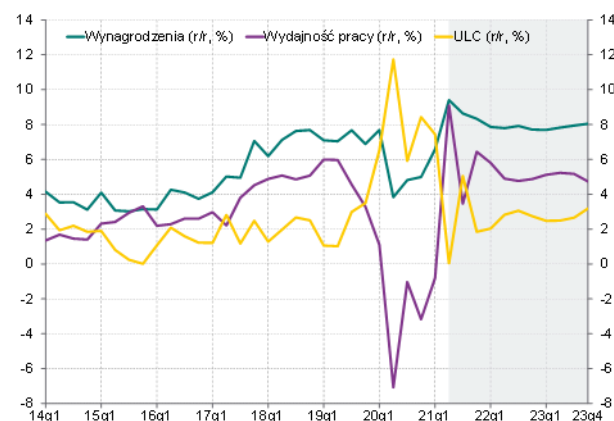
pracujących będzie hamowany przez ograniczoną podaż pracy.

Po spowolnieniu odnotowanym w ub.r. dynamika wynagrodzeń w horyzoncie projekcji ponownie przyspieszy (Wykres 4.21). W 2021 r. tempo wzrostu płac będzie podwyższać odbudowa intensywności pracy spowodowana znoszeniem ograniczeń w funkcjonowaniu kolejnych sektorów gospodarki. Z drugiej strony, siłę negocjacyjną pracowników ogranicza utrzymująca się w części branż zmniejszona liczba ofert pracy oraz wysoka liczba imigrantów zarobkowych. Potwierdzają to wyniki badań przedsiębiorstw wskazujące na nadal niższy niż przed pandemią odsetek firm zgłaszających presję na wzrost płac ze strony pracowników i planujących podwyżki⁶⁵. Wzrost wynagrodzeń w 2021 r. w gospodarce narodowej obniża również zamrożenie płac i istotna redukcja wypłat nagród i premii w niektórych podmiotach sektora finansów publicznych, choć w ochronie zdrowia fundusz płac podwyższają zmiany dotyczące wynagrodzeń zasadniczych personelu medycznego oraz środki przeznaczone na walkę z pandemią. W latach 2022-2023 dynamika wynagrodzeń utrzyma się na podwyższonym poziomie ze względu na rosnący popyt na pracę przy niskim zasobie osób, które mogłyby podjąć zatrudnienie. Planowana przez rząd podwyżka płacy minimalnej w 2022 r. będzie miała neutralny wpływ na tempo wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce ponieważ nie zmienia relacji najniższego i przeciętnego wynagrodzenia.

Inflacja CPI

Inflacja CPI w 2022 r. obniży się z obecnego podwyższonego poziomu i powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. W 2023 r. dynamika cen konsumpcyjnych przyspieszy, jednak w dalszym

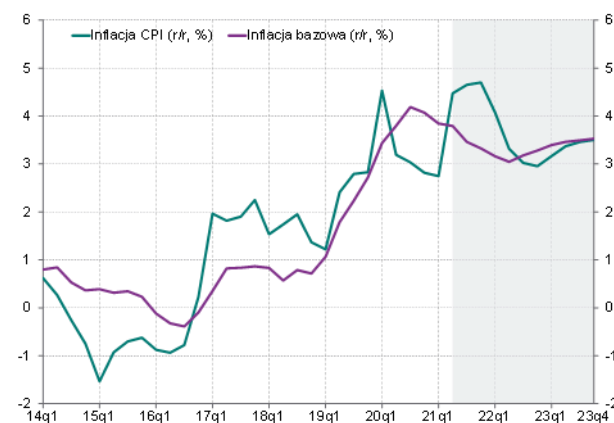
Wykres 4.21 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.22 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2021 r.

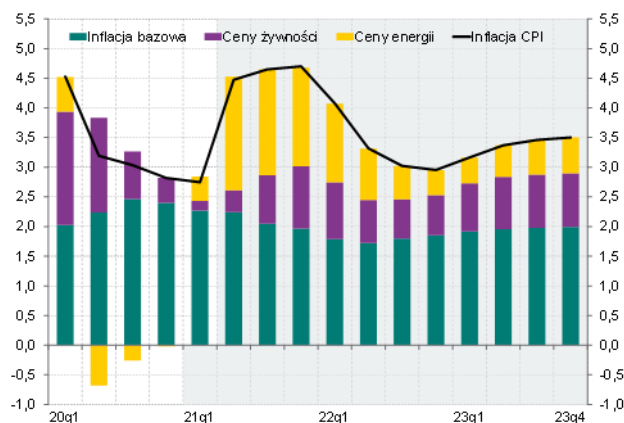
ciągu nie przekroczy 3,5% r/r (Wykres 4.22, Wykres 4.23, Wykres 4.24).

Inflację w br. podnosi wyraźny wzrost cen energii. Silny wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, który przyspieszył na przełomie 2020 i 2021 r., przełożył się na wzrost krajowych cen paliw. Jednocześnie w styczniu br. nastąpiła podwyżka rachunku za energię elektryczną do czego przyczyniło się objęcie opłatą mocową gospodarstw domowych, podniesienie stawki opłaty OZE oraz wzrost cen uprawnień do emisji CO₂. Założono przy tym, że w konsekwencji obserwowanych wzrostów cen gazu ziemnego na rynkach światowych w bieżącym roku mogą mieć miejsce podwyżki rachunku za ten surowiec dla gospodarstw domowych.

Inflacja bazowa w 2021 r., choć obniży się względem 2020 r., nadal będzie kształtować się na podwyższonym poziomie. Przyczynia się do tego wzrost cen w branżach, głównie usługowych, w których luzowane są restrykcje wprowadzone w okresie pandemii i w których następuje realizacja odłożonego popytu. Z kolei w tych sektorach gospodarki, w których podwyższony w okresie pandemii popyt stopniowo słabnie, ceny dostosowują się z opóźnieniem, a spowolnienie ich dynamiki oczekiwane jest również w kolejnych kwartałach. W części branż do wzrostu cen przyczyniają się przy tym rosnące ceny surowców i napięcia w sieciach dostaw. W kierunku wyższej inflacji bazowej w istotnym stopniu oddziałują także silne podwyżki cen administrowanych, w tym opłat za wywóz nieczystości, choć najprawdopodobniej ich wzrost będzie niższy niż przed rokiem.

Napięta sytuacja podażowa na rynku mięsa, zarówno wieprzowego, jak i drobiowego, wynikająca w szczególności z pojawienia się przypadków chorób zwierzęcych (ASF i grypy ptaków) będzie oddziaływać w kierunku przyspieszenia inflacji cen żywności w Polsce na przestrzeni bieżącego roku. Tendencję tę będą

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



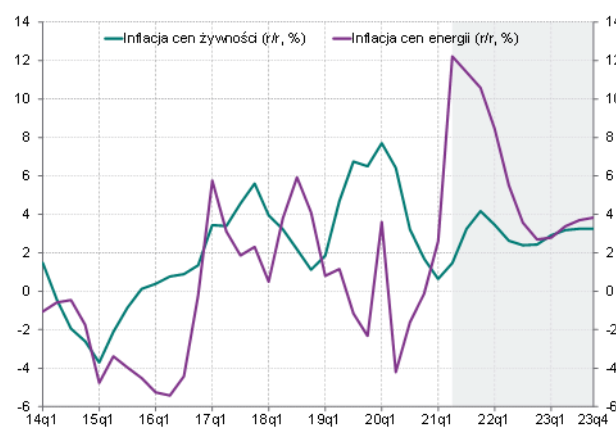
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzmacniać rosnące koszty produkcji mięsnej w warunkach wyraźnie drożejących zbóż paszowych, jak również odblokowanie popytu na drób w kraju i zagranicą ze strony sektora HoReCa. Przy dość wysokich zbiorach produkcji roślinnej w roku ubiegłym, a także relatywnie korzystnych warunkach pogodowych w roku bieżącym, dynamika cen żywności w 2021 r. nie będzie jednak odbiegać znacząco od średniej wieloletniej (2,7% w ostatnich 10 latach).

Do spadku inflacji cen konsumenta w 2022 r. przyczyni się wolniejszy wzrost cen energii oraz, choć w mniejszym stopniu, obniżenie inflacji bazowej. Zgodnie z założeniami przyjętymi w projekcji, w przyszłym roku ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się po silnych wzrostach odnotowanych w br., co przełoży się w szczególności na istotnie niższą dynamikę cen paliw. Spadek dynamik cen energii elektrycznej i gazu ziemnego może natomiast ograniczać wpływ na nie polityki klimatycznej UE oraz opóźnione dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców. Obniżenie się inflacji bazowej w 2022 r. wiąże się z wygaśnięciem czynników podwyższających w br. jej poziom w ujęciu r/r., w tym podwyżek cen w branżach otwieranych w ramach luzowania obostrzeń w życiu społecznym i gospodarczym (turystyka, hotele, restauracje) oraz wzrostów wynikających z wyższych cen surowców i napięć w sieciach dostaw. Oczekuje się również, że w 2022 r. wzrosty opłat za wywóz nieczystości nie będą już tak silne jak w latach poprzednich. Skalę spadku inflacji będzie natomiast ograniczać stopniowo zwiększająca się presja popytowa w warunkach utrwalania się wzrostu gospodarczego.

W 2023 r. nastąpi ponowny wzrost inflacji CPI w ślad za rosnącym oddziaływaniem na ceny czynników popytowych powiązanych z dalszą poprawą krajowej koniunktury odzwierciedloną w systematycznym wzroście dodatniej luki popytowej. Jednocześnie koszty przedsiębiorstw

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

będzie zwiększać podwyższona dynamika wynagrodzeń będąca wynikiem dalszego wzrostu popytu na pracę przy jej ograniczonej podaży.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji marcowej przyczyniły się do podwyższenia prognozowanej dynamiki PKB i inflacji CPI, przy czym najsilniejsza korekta dotyczy 2021 r. (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27, Wykres 4.28).

Rewizja w górę ścieżki PKB w 2021 r. jest wynikiem szybszej od założeń poprzedniej projekcji odbudowy krajowej aktywności gospodarczej w I kw. br. Dane te, wraz z relatywnie korzystnymi wynikami gospodarczymi za kwiecień i maj br., pomimo utrzymywania się w tym okresie trudnej sytuacji epidemicznej, wskazują na wyższy niż zakładano stopień dostosowania podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w okresie pandemii. Prognozę PKB w Polsce i w krajach rozwiniętych w br. wspiera również szybka akcja szczepień i luzowanie obostrzeń pandemicznych. Dodatkowo do silniejszej poprawy koniunktury w Stanach Zjednoczonych przyczynia się wdrożenie kolejnego pakietu fiskalnego (*American Rescue Plan*), którego przyjęcie nie było pewne przed zamknięciem projekcji marcowej, obejmującego m.in. dodatkowe znaczące transfery do gospodarstw domowych. W latach 2022-2023 za korektę dynamiki krajowego PKB odpowiada także rewizja w górę poziomu transferów unijnych pochodzących z Funduszu Odbudowy. Z tych dodatkowych środków mają być finansowane m.in. projekty wspierające rozwój transportu niskoemisyjnego, inwestycje w technologie wodorowe, oraz budowa centrów przeładunkowych.

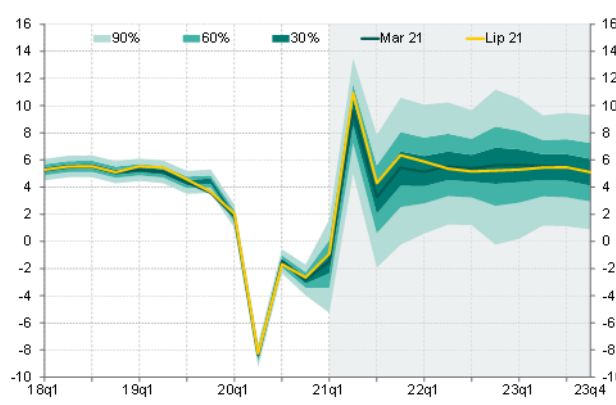
Za podniesienie w horyzoncie prognozy ścieżki inflacji CPI względem projekcji marcowej

Tabela 4.2 Projektcja lipcowa na tle marcowej

	2021	2022	2023
PKB (r/r, %)			
VII 2021	5,0	5,4	5,3
III 2021	4,1	5,4	5,4
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2021	4,2	3,3	3,4
III 2021	3,1	2,8	3,2

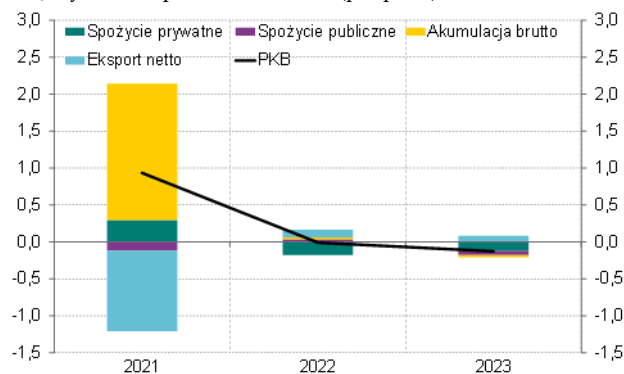
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projektcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



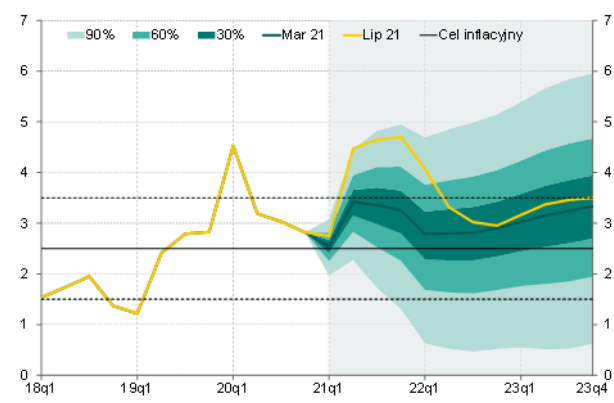
Źródło: obliczenia NBP.

odpowiada korekta wszystkich głównych jej komponentów.

Wzrost inflacji w 2021 r. jest złożeniem szeregu czynników o zróżnicowanym charakterze. Po pierwsze, rewizja ścieżki cen konsumenta wynika z silniejszej od oczekiwań odbudowy popytu związanej z istotnym luzowaniem obostrzeń społeczno-gospodarczych w kraju. Przyczynia się ona do podniesienia cen towarów trudno dostępnych z powodu obowiązujących wcześniej restrykcji, w tym materiałów do wyposażenia mieszkania, odzieży i obuwia. Podobny mechanizm obserwujemy w zakresie usług, których świadczenie było do tej pory mocno ograniczone, jak turystyki zorganizowanej czy transportu lotniczego. Po drugie, w kierunku wyższej inflacji oddziałują napięcia w globalnych sieciach dostaw prowadzące do opóźnień w produkcji i dystrybucji części towarów. Dodatkowo, po zamknięciu projekcji marcowej, część operatorów usług telefonicznych wprowadziła istotne podwyżki cen oraz zapowiedziała kolejne. Na rewizję w górę cen energii wpłynął z kolei wzrost notowań ropy naftowej, a w konsekwencji cen paliw do prywatnych środków transportu. Podniesienie cen żywności w br. związane jest z kolei z ograniczoną podażą mięsa w efekcie dynamicznego rozwoju ptasiej grypy oraz pogorszenia opłacalności produkcji ze względu na drożące pasze.

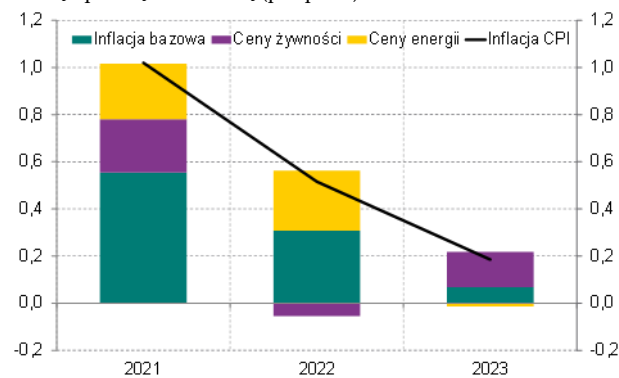
W latach 2022-2023 wpływ czynników podnoszących dynamikę cen w br. będzie wygasać prowadząc do zmniejszenia różnicy pomiędzy ścieżką inflacji z projekcji lipcowej i marcowej. Różnica ta pozostanie jednak dodatnia, co będzie wynikać z silniejszej od oczekiwań poprawy koniunktury w Polsce i zagranicą oraz wzrostu kosztów produkcji, które z opóźnieniem przełożą się na dynamikę cen towarów konsumpcyjnych i usług. W kierunku wyższej inflacji w 2022 r. będzie oddziaływał również silniejszy wzrost cen energii związany z rozłożonym w czasie wpływem

Wykres 4.27 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
21q2	0,00	0,00	0,00	0,51	0,00
21q3	0,00	0,00	0,04	0,51	0,04
21q4	0,00	0,01	0,10	0,51	0,10
22q1	0,01	0,08	0,31	0,51	0,30
22q2	0,08	0,27	0,57	0,51	0,49
22q3	0,13	0,36	0,64	0,51	0,51
22q4	0,15	0,37	0,65	0,50	0,50
23q1	0,12	0,32	0,59	0,50	0,47
23q2	0,10	0,28	0,53	0,50	0,43
23q3	0,10	0,27	0,51	0,50	0,40
23q4	0,11	0,27	0,50	0,50	0,39

Źródło: obliczenia NBP.

energetycznych na rynkach światowych i uprawnień do emisji CO₂.

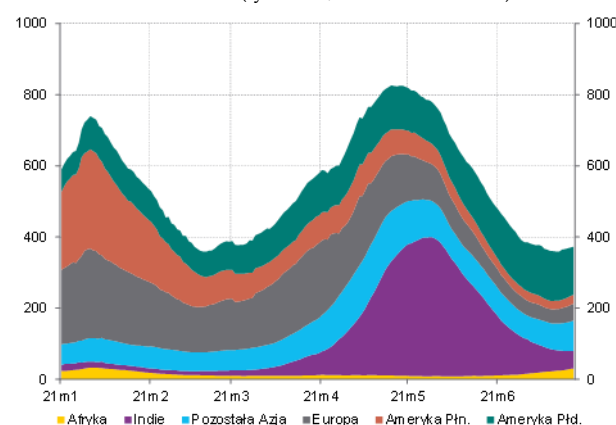
4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejsze źródło ryzyka dla aktywności gospodarczej, oraz – w mniejszym stopniu – dla kształtowania się inflacji w Polsce stanowi dalszy przebieg pandemii. Wpływ pandemii na zmiany inflacji jest bowiem wypadkową, z jednej strony, zmian popytu, a z drugiej – kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Bilans czynników niepewności wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się w najbliższych kwartałach dynamiki PKB poniżej scenariusza centralnego projekcji i zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI (Tabela 4.3).

Ostrzejszy przebieg pandemii połączony z trwałym obniżeniem aktywności gospodarczej w Polsce

W bieżącej rundzie prognostycznej głównym ryzykiem dla realizacji centralnego scenariusza projekcyjnego jest mniejsza niż założono skuteczność działań ograniczających przebieg pandemii COVID-19, zwłaszcza metod zapobiegania nowym zachorowaniom. O realizacji tego scenariusza zdecydować mogą nowe mutacje koronawirusa, które charakteryzują się silniejszą transmisją, wyższą śmiertelnością lub odpornością na stosowane szczepionki – w porównaniu do obecnych szczepionek. Materializacja tego ryzyka może się wiązać z niewystarczającą skalą szczepień w krajach rozwijających się i wschodzących. W konsekwencji odporność nabywana w wyniku szczepień może okazać się krótsza od obecnych oczekiwań co spowoduje konieczność ich

Wykres 4.29 Dzienna liczba zdiagnozowanych zakażeń wirusem SARS-CoV-2 na świecie (tys. osób, 7-dniowa średnia)



Źródło: Johns Hopkins University, obliczenia NBP.

powtarzania. Przy możliwej realizacji bardziej negatywnego scenariusza nastąpi powrót kolejnych dotkliwych fal pandemii, zwłaszcza w krajach z niskim udziałem osób zaszczepionych i trwałe opanowanie pandemii w horyzoncie projekcji nie będzie możliwe.

Taki przebieg wydarzeń może wymagać okresowego zaostrzenia przez rządy poszczególnych krajów restrykcji i przywracania części administracyjnych ograniczeń działalności gospodarczej. Nawracające okresy nasilenia pandemii będą skutkować niższą podażą pracy ze względu na absencje pracowników spowodowane kwarantanną bądź koniecznością opieki nad dziećmi w przypadku przywrócenia zdalnego nauczania. Ponowne eskalacje pandemii skutkowałyby utrwaleniem zmian zachowań ekonomicznych ludności zgodnie z zasadą zwiększonego dystansu społecznego co przełożyłoby się na trwałe ograniczenie popytu

na wiele typów usług. Wydłużony okres utrzymywania się niekorzystnych uwarunkowań zwiększałby tym samym liczbę bankructw przedsiębiorstw, na co w największym stopniu byłyby narażone branże usługowe, w szczególności hotelarstwo, rekreacja, kultura i gastronomia. Kolejnym czynnikiem, który opóźniałby odbudowę aktywności gospodarczej, może być ograniczona możliwość dalszych działań pomocowych ze strony polityki gospodarczej.

Te negatywne tendencje mogłyby dodatkowo zostać wzmocnione przez nasilenie się problemów z wypłacalnością i stabilnością systemów finansowych w gospodarkach charakteryzujących się wysokim poziomem zadłużenia. Trudności z opanowaniem pandemii przyczyniłyby się także do wzrostu niestabilności społecznej i politycznej w reakcji na gospodarcze i zdrowotne skutki pandemii, zwłaszcza w krajach, w których nastąpiłby silny wzrost nierówności dochodowych. Negatywne oddziaływanie pandemii na aktywność ekonomiczną mogłoby pogłębić także nasilenie się sporów gospodarczych pomiędzy krajami skutkujące wzrostem barier w handlu światowym, obniżeniem inwestycji zagranicznych oraz spowolnieniem transferu technologii do mniej rozwiniętych gospodarek. Przy utrzymaniu restrykcji na podróże zagraniczne, silnie dotknięte kryzysem zostałyby gospodarki z wysokim udziałem sektora turystycznego w PKB. Narastającym problemem w globalnej produkcji mogłaby stać się zakłócona ciągłość łańcuchów dostaw półprzewodników, które wykorzystywane są powszechnie w urządzeniach elektronicznych i już spowodowały cięcia produkcyjne w przemyśle motoryzacyjnym.

Dłuższy i ostrzejszy niż założono w scenariuszu bazowym przebieg pandemii koronawirusa oraz materializacja którychś z powyższych ryzyk, przyczyniłyby się do wydłużenia okresu

obniżonej aktywności w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. W warunkach podwyższonej niepewności istotnemu ograniczeniu uległyby inwestycje przedsiębiorstw. Uwzględniając również spadek podaży pracy oraz wolniejszą dynamikę łącznej produktywności czynników produkcji skutkowałoby to trwałym ubytkiem potencjału wytwórczego krajowej gospodarki.

Szybkie i trwałe ograniczenie pandemii połączone z bardziej efektywną polityką gospodarczą w Polsce i jej otoczeniu zewnętrznym

Z drugiej strony, możliwy jest scenariusz trwałego ograniczenia pandemii w Polsce i na świecie, skutkujący szybszym niż w ścieżce bazowej wzrostem gospodarczym. Mogłyby się do tego przyczynić: istotne postępy w ograniczeniu pandemii COVID-19 w krajach wschodzących i rozwijających się oraz jeszcze intensywniejsza adaptacja zachowań podmiotów gospodarczych do funkcjonowania w warunkach wygasającej epidemii. Na trwałe pokonanie pandemii wpłynęłyby skuteczność oraz przyspieszenie tempa szczepień bądź wprowadzenie do sprzedaży nowego skutecznego leku na koronawirusa. Scenariusz ten zrealizować się może poprzez istotne zwiększenie podaży szczepień w gospodarkach wschodzących i rozwijających się wynikające z pojawienia się nowych dostawców oraz wypracowania metod szybkiego tworzenia i modyfikacji szczepionek. Jednocześnie wzrosnąć może chęć zaszczepienia się w krajach rozwiniętych w odpowiedzi na optymistyczne doniesienia o skuteczności programów szczepień w państwach o najwyższym udziale osób zaszczepionych oraz społeczną akceptację tzw. paszportów covidowych. Z pewnym prawdopodobieństwem wirus SARS-CoV-2 może także mutować w kierunku złagodzenia przebiegu zakażeń i stawać się stosunkowo

niegroźnym patogenem podobnym do sezonowych wirusów (analogicznie do grypy).

W przypadku takiego optymistycznego przebiegu zdarzeń zasady dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej szybciej powróciłyby do stanu sprzed pandemii, a nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw uległyby poprawie. Konsumenci mogliby realizować odłożony popyt wyższymi dochodami z pracy oraz środkami nagromadzonymi w okresie wysokich obaw o zakażenie i zaostrzonych restrykcji. Szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z poprawy koniunktury, przy utrzymaniu założenia o niskim poziomie stóp procentowych, sprzyjałby również zwiększaniu wydatków mieszkaniowych. Pozytywnie na aktywność gospodarczą oddziaływałoby także obniżenie kosztów przedsiębiorstw związanych ze złagodzeniem reżimu sanitarnego.

Globalnej odbudowie aktywności – oprócz szybszego od oczekiwań opanowania pandemii – mogłoby sprzyjać także zwiększenie wsparcia ze strony polityki gospodarczej, na przykład uruchomienie zapowiedzianych kolejnych pakietów fiskalnego w Stanach Zjednoczonych: planu inwestycji infrastrukturalnych (*American Jobs Plan*) oraz planu wzmocnienia sieci bezpieczeństwa socjalnego (*American Families Plan*). Źródłem szybszego niż w scenariuszu bazowym wzrostu aktywności gospodarczej na świecie mogłoby być również trwalsze przyspieszenie wzrostu produktywności dzięki uruchomionym w wyniku pandemii inwestycjom w cyfryzację i automatyzację oraz zmianom w organizacji pracy. Dodatkowo wyższa ścieżka wzrostu PKB w strefie euro może zmaterializować się jeżeli negatywne skutki *brexitu* okazały się łagodniejsze, a pro wzrostowe oddziaływanie środków z instrumentu *Next Generation EU* – silniejsze niż założono.

Realizacji bardziej pozytywnego scenariusza sprzyjałyby podjęte w Polsce działania fiskalne, w tym uruchomienie zapowiedzianego przez rząd programu *Polski Ład*, które miałyby pozytywny wpływ na sytuację podmiotów gospodarczych umożliwiając szybki wzrost krajowej aktywności ekonomicznej oraz odbudowę potencjału wytwórczego.

Ceny surowców energetycznych i rolnych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji – poza niepewnością związaną z przyszłym przebiegiem pandemii i jej wpływem na krajową gospodarkę – pozostają zmiany cen surowców energetycznych i rolnych zarówno na globalnych, jak i lokalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach światowych mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również ze względu na działania podejmowane przez głównych producentów w reakcji na ich sytuację finansową. Ryzyko wyraźnego odchylenia warunków pogodowych względem wieloletniej średniej w Polsce i w krajach będących istotnymi producentami żywności oraz dalsze rozprzestrzenianie się chorób zwierzęcych stanowi z kolei dodatkowe istotne źródło niepewności dla kształtowania się cen żywności w horyzoncie projekcji.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2020				2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,5	3,2	3,0	2,8	2,7	4,5	4,6	4,7	4,1	3,3	3,0	3,0	3,2	3,4	3,5	3,5	3,4	4,2	3,3	3,4
Wskaźnik cen inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,4	3,8	4,2	4,1	3,8	3,8	3,5	3,3	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,9	3,6	3,2	3,5
Ceny żywności (% r/r)	7,7	6,4	3,2	1,7	0,6	1,5	3,2	4,2	3,5	2,6	2,4	2,4	2,9	3,2	3,3	3,3	4,7	2,4	2,7	3,2
Ceny energii (% r/r)	3,6	-4,2	-1,6	-0,1	2,6	12,2	11,4	10,6	8,4	5,5	3,6	2,7	2,8	3,4	3,7	3,8	-0,6	9,1	5,0	3,4
PKB (% r/r)	2,0	-8,3	-1,7	-2,7	-0,9	10,9	4,3	6,4	5,9	5,4	5,2	5,2	5,3	5,4	5,5	5,1	-2,7	5,0	5,4	5,3
Popyt krajowy (% r/r)	0,9	-9,5	-3,2	-2,9	1,0	12,4	6,1	8,5	7,6	7,6	6,6	6,1	6,1	6,3	6,4	5,9	-3,7	6,6	7,0	6,2
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	1,2	-10,8	0,4	-3,2	0,2	14,1	1,5	7,8	6,6	6,4	5,9	5,3	5,5	5,6	5,6	5,7	-3,0	5,5	6,0	5,6
Spożycie publiczne (% r/r)	2,5	3,4	3,0	7,7	2,5	4,5	3,6	0,9	3,2	4,4	3,9	4,3	4,6	5,1	4,8	4,2	4,4	2,8	4,0	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	1,7	-9,8	-8,2	-15,4	1,3	8,8	10,9	16,4	11,8	9,8	9,3	11,2	9,9	11,0	11,5	8,6	-9,6	8,2	10,5	10,2
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	1,1	0,8	1,4	0,1	-1,9	-0,5	-1,6	-1,9	-1,6	-2,0	-1,4	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	0,8	-1,3	-1,5	-0,9
Eksport (% r/r)	2,7	-13,7	2,3	7,6	5,7	26,8	8,8	6,2	9,3	11,4	12,0	12,4	10,1	8,5	7,2	6,7	-0,2	11,5	11,3	8,1
Import (% r/r)	0,8	-16,6	-0,3	8,2	10,0	32,5	12,3	9,8	12,4	15,4	14,6	14,0	11,5	9,9	8,7	8,0	-1,9	14,7	14,1	9,5
Wynagrodzenia (% r/r)	7,7	3,8	4,8	5,0	6,6	9,4	8,6	8,3	7,9	7,8	7,9	7,7	7,7	7,8	7,9	8,0	5,3	8,1	7,8	7,9
Pracujący (% r/r)	0,9	-1,3	-0,6	0,5	-0,1	1,6	0,8	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	-0,1	0,6	0,3	0,2
Stopa bezrobocia (%)	2,9	3,4	3,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5	2,3	3,1	3,2	2,9	2,5
NAWRU (%)	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	4,3	4,4	4,0	3,7
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,4	55,5	56,0	56,4	56,5	56,6	56,6	56,6	56,7	56,7	56,6	56,6	56,6	56,5	56,5	56,5	56,1	56,6	56,7	56,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,1	-7,1	-1,0	-3,2	-0,8	9,1	3,5	6,4	5,8	4,9	4,8	4,9	5,1	5,2	5,2	4,7	-2,6	4,4	5,1	5,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	6,5	11,7	5,9	8,4	7,4	0,0	5,0	1,8	2,0	2,8	3,1	2,7	2,5	2,5	2,7	3,2	8,1	3,5	2,7	2,7
Produkt potencjalny (% r/r)	3,9	0,9	1,4	0,7	0,9	3,7	3,2	3,9	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	4,4	1,7	2,9	4,3	4,4
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	0,8	-6,9	-1,0	-2,0	-1,0	-0,4	0,1	0,3	0,7	0,6	0,7	1,0	1,5	1,6	1,8	1,8	-2,2	-0,2	0,8	1,7
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,96	0,89	0,86	0,87	0,92	0,99	0,97	0,96	0,96	0,99	0,98	0,96	0,96	0,98	0,98	0,97	0,90	0,96	0,97	0,97
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,52	0,35	0,41	0,53	0,68	0,79	0,86	0,85	0,84	0,72	0,69	0,70	0,71	0,66	0,64	0,67	0,45	0,79	0,74	0,67
Inflacja za granicą (% r/r)	1,8	2,7	1,6	1,9	2,4	0,9	1,6	1,1	0,5	1,0	1,4	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	2,0	1,5	1,1	1,7
PKB za granicą (% r/r)	-2,6	-14,4	-4,4	-4,6	-2,0	13,5	3,8	5,0	6,4	5,0	3,2	2,5	2,1	1,8	1,7	1,6	-6,5	4,8	4,3	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	3,3	4,6	5,2	5,9	5,3	4,8	4,4	3,3	3,3	2,7	2,3	2,0	1,7	1,6	1,4	1,2	5,9	3,3	2,0	1,2
WIBOR 3M (%)	1,62	0,58	0,24	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,66	0,21	0,21	0,21

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

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2021 r. są wyznaczone w oparciu o wielkość surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2021 r.⁶⁶

■ Data: 3 marca 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 1/2021 w sprawie Narodowej Strategii Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

G. M. Ancyparowicz była nieobecna.

■ Data: 7 kwietnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5%, przy zachowaniu zerowej stopy rezerwy obowiązkowej od depozytów powyżej 2 lat.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	E. Gatnar	Przeciw:	A. Glapiński
	Ł. J. Hardt		G. M. Ancyparowicz
	K. Zubelewicz		C. Kochalski
			J. J. Kropiwnicki
			E. M. Łon
			J. Żyżyński

R. Sura był nieobecny.

⁶⁶ Rozdział nie zawiera wyników głosowań nad uchwałami nr 3/2021, 4/2021 i 5/2021 z dnia 5 maja 2021 r., które nie zostały jeszcze opublikowane w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. Wyniki tych głosowań zostaną zamieszczone w kolejnym *Raporcie o inflacji*.

■ Data: 7 kwietnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z 0,10% do 0,01%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

Ł. J. Hardt

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

J. Żyżyński

R. Sura był nieobecny.

■ Data: 7 kwietnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała Nr 2/2021 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2020 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

E. Gatnar

Ł. J. Hardt

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw:

G. M. Ancyparowicz i R. Sura byli nieobecni.

■ Data: 5 maja 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej do 3,5%, przy zachowaniu zerowej stopy rezerwy obowiązkowej od depozytów powyżej 2 lat.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

Ł. J. Hardt

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

J. J. Kropiwnicki

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

■ Data: 5 maja 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z 0,10% do 0,01%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

www.nbp.pl

