



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2022 r.

Raport o inflacji



Marzec 2022 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2022 r.

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 i Badań Ekonomicznych Narodowego Banku Polskiego (NBP). Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz i Badań 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 rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 2 marca 2022 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 7 marca 2022 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
Ramka 1: Unijny system uprawnień do emisji gazów cieplarnianych i jego wpływ na ceny energii	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	16
1.5 Światowe rynki finansowe	17
2. Gospodarka krajowa	19
2.1 Ceny dóbr i usług	19
2.2 Popyt i produkcja	21
2.3 Sektor finansów publicznych	23
2.4 Rynek pracy	25
Ramka 2: Rynek pracy w Polsce w okresie pandemii COVID-19	26
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	30
2.6 Pieniądz i kredyt	31
2.7 Bilans płatniczy	32
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2021 r. – marzec 2022 r.	35
4. Projekcja inflacji i PKB	49
4.1 Synteza	50
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	52
4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2024	55
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	66
4.5 Źródła niepewności projekcji	68
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień – grudzień 2021 r.	73

Synteza

W II połowie 2021 r. aktywność w gospodarce światowej wyraźnie rosła, choć nieco wolniej niż we wcześniejszej fazie ożywienia gospodarczego. Dalszemu wzrostowi aktywności sprzyjało umocnienie konsumpcji wspierane przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Z kolei negatywnie na koniunkturę oddziaływały utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie ceny surowców energetycznych, a także ponowne nasilenie się pandemii. Kontynuacji ożywienia gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, a także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, towarzyszyło pogorszenie koniunktury w Chinach.

Jednocześnie inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie silnie wzrosła i w grudniu 2021 r. osiągnęła najwyższy poziom od 2008 r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał przede wszystkim wzrost cen energii, wynikający z wysokich cen surowców energetycznych na globalnych rynkach. Na wzrost inflacji wpływał także wyraźny wzrost cen surowców rolnych. W wielu gospodarkach wzrosła również inflacja bazowa, czemu sprzyjała korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych i związany z nią wysoki popyt, głównie na towary przemysłowe, oraz utrzymujące się zakłócenia w globalnych sieciach podaży, a w niektórych krajach również istotny wzrost kosztów pracy.

Na początku 2022 r. ceny surowców energetycznych i rolnych kształtowały się na wysokich poziomach, zdecydowanie przekraczając ceny notowane rok wcześniej. Wynikało to ze zmniejszonej podaży tych surowców w warunkach rosnącej aktywności w gospodarce światowej, a w ostatnim okresie również z wyraźnego nasilenia się napięć geopolitycznych w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji na świecie wiele banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną. Główne banki centralne ograniczają skalę lub kończą skup netto aktywów, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych zapowiada także rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie w części pozostałych gospodarek rozwiniętych oraz w wielu gospodarkach wschodzących banki centralne w ostatnich miesiącach podnosiły stopy procentowe.

W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek wzrosły, a dolar amerykański umocnił się względem wielu innych walut, w tym wobec euro. Towarzyszył temu wyraźny spadek cen akcji na głównych rynkach światowych. Niekorzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych wpływał wyraźny wzrost inflacji w wielu gospodarkach, któremu towarzyszyło zacieśnianie polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych, a w ostatnim okresie również rosnące napięcia geopolityczne związane z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

W Polsce od połowy 2021 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych wyraźnie wzrosła, podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie. Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI w styczniu 2022 r. wyniosła 9,2% r/r. Wzrost inflacji od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* (tj. względem danych za wrzesień 2021 r.) wynikał w dużej mierze z bezpośredniego oddziaływania wzrostu cen surowców – przede wszystkim energetycznych, ale także rolnych – na rynkach światowych, który znalazł odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen energii oraz żywności. Dodatkowo utrzymujące się zaburzenia

w globalnych łańcuchach dostaw przyczyniały się do dalszego wzrostu cen towarów nieżywnościowych. Czynniki te powodowały wzrost kosztów przedsiębiorstw, które – w warunkach korzystnej koniunktury gospodarczej oraz realizacji odłożonego popytu po złagodzeniu restrykcji epidemicznych – były stopniowo przekładane na ceny wielu towarów i usług, wskutek czego nastąpił wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę CPI – od stycznia 2022 r. – oddziaływała tzw. Tarcza Antyinflacyjna.

W II połowie 2021 r. w Polsce trwało ożywienie aktywności gospodarczej. Wzrost PKB wyniósł 5,3% r/r w III kw. i 7,3% r/r w IV kw. Istotny dodatni wkład do dynamiki PKB w II połowie ub.r. miał wzrost konsumpcji i inwestycji oraz przyrost zapasów, natomiast wkład eksportu netto był wyraźnie ujemny. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy oraz łagodniejsze niż w poprzednich kwartałach restrykcje epidemiczne. Z kolei aktywność inwestycyjna była wspierana przez wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych, korzystne perspektywy popytowe oraz bardzo dobrą sytuację finansową firm. Ujemny wkład eksportu netto do dynamiki PKB wynikał z wyraźnie silniejszego wzrostu wartości importu niż eksportu w warunkach silnego popytu krajowego, wysokich globalnych cen surowców zwiększających wartość importu dóbr pośrednich, a także spadku wolumenu eksportu samochodów osobowych.

W 2021 r. sytuacja sektora finansów publicznych istotnie się poprawiła, co było związane z wygaszaniem wsparcia antykryzysowego dla gospodarstw domowych i firm oraz ożywieniem gospodarczym przyczyniającym się do wzrostu dochodów podatkowych.

Wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego, w II połowie ub.r. następował dalszy wzrost popytu na pracę. W efekcie zatrudnienie w gospodarce narodowej i w sektorze przedsiębiorstw w dalszym ciągu się zwiększało, a odsezonowana stopa bezrobocia obniżała się. Korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy znajdowała również odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń nominalnych.

Rentowności obligacji skarbowych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – w ostatnich miesiącach istotnie wzrosły. W okresie od końca listopada 2021 r. do początku lutego 2022 r. towarzyszyło temu pewne umocnienie złotego wobec głównych walut. W kierunku wzrostu rentowności obligacji i umocnienia złotego oddziaływała przede wszystkim korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce oraz zacieśnienie polityki pieniężnej NBP i oczekiwania dotyczące dalszych podwyżek stóp procentowych. Na przełomie lutego i marca br. nastąpiła jednak istotna deprecjacja kursu złotego w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Towarzyszył temu wyraźny spadek cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tempo wzrostu agregatu M3 w IV kw. 2021 r. ustabilizowało się, kształtując się na poziomie zbliżonym do notowanego przed wybuchem pandemii. Wzrost dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych – obserwowany w poprzednich kwartałach – wyhamował. Towarzyszył temu wyraźny wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, która w IV kw. 2021 r. pierwszy raz od wybuchu pandemii była dodatnia.

W IV kw. 2021 r. saldo obrotów bieżących obniżyło się, co wynikało przede wszystkim ze spadku salda na rachunku obrotów towarowych (w związku m.in. ze wzrostem wartości importu paliw oraz dóbr zaopatrzeniowych w warunkach wyższych cen surowców) oraz – w mniejszym stopniu – z pogłębienia ujemnego salda dochodów pierwotnych. Towarzyszyła temu utrzymująca się wysoka nadwyżka

w handlu usługami. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom 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 listopad 2021 r. – luty 2022 r. oraz *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu 2022 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień – grudzień 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 projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 7 marca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 9,3-12,2% w 2022 r. (wobec 5,1–6,5% w projekcji z listopada 2021 r.), 7,0-11,0% w 2023 r. (wobec 2,7–4,6%) oraz 2,8-5,7% w 2024 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4-5,3% w 2022 r. (wobec 3,8–5,9% w projekcji z listopada 2021 r.), 1,9-4,1% w 2023 r. (wobec 3,8–6,1%) oraz 1,4-4,0% w 2024 r.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

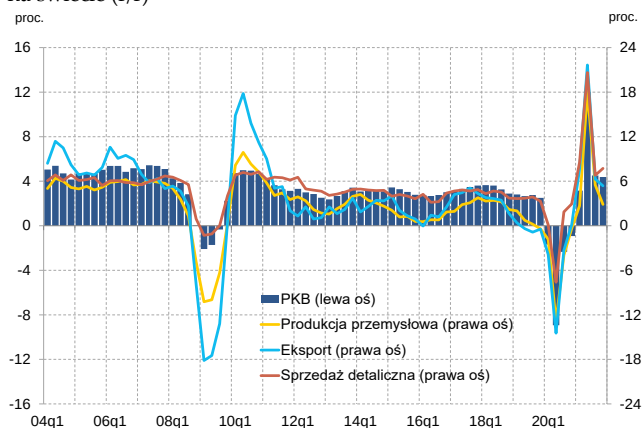
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W II połowie 2021 r. aktywność w gospodarce światowej wyraźnie rosła, choć nieco wolniej niż we wcześniejszej fazie ożywienia gospodarczego (Wykres 1.1). Dalszemu wzrostowi aktywności sprzyjało umocnienie konsumpcji wspierane przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Z kolei negatywnie na koniunkturę oddziaływały utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie ceny surowców energetycznych, a także ponowne nasilenie się pandemii (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców).

Na przełomie 2021 i 2022 r. liczba nowych zakażeń COVID-19 na świecie wzrosła do rekordowo wysokiego poziomu w związku z rozprzestrzenianiem się wariantu koronawirusa Omikron (Wykres 1.2). Mimo to, wskaźniki hospitalizacji i dobowe liczby zgonów nie przekraczały w większości krajów najwyższych wartości z wcześniejszych fal pandemii. Z tego powodu skala restrykcji epidemicznych oddziałujących na aktywność gospodarczą była w wielu krajach mniejsza niż przy poprzednich falach zachorowań. W lutym br. liczba nowych zakażeń na świecie zaczęła wyraźnie spadać, w związku z czym zniesiono część restrykcji epidemicznych, szczególnie w krajach charakteryzujących się wysokim stopniem wyszczerpienia populacji.

W IV kw. 2021 r. w strefie euro i Stanach Zjednoczonych notowano dalszy wzrost aktywności gospodarczej, pomimo silnego wzrostu cen energii oraz utrzymujących się

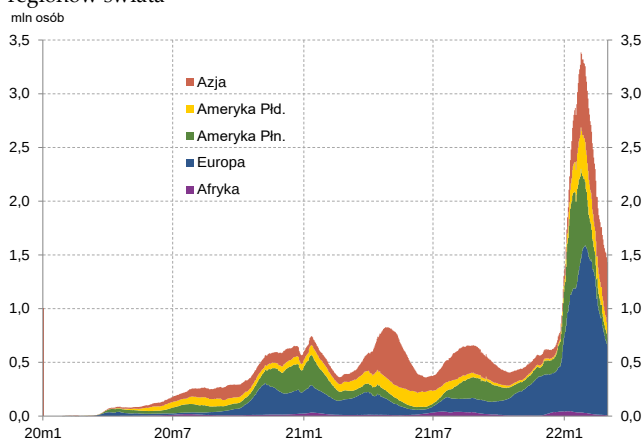
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

Wykres 1.2 Dzienna liczba nowych przypadków COVID-19 według regionów świata



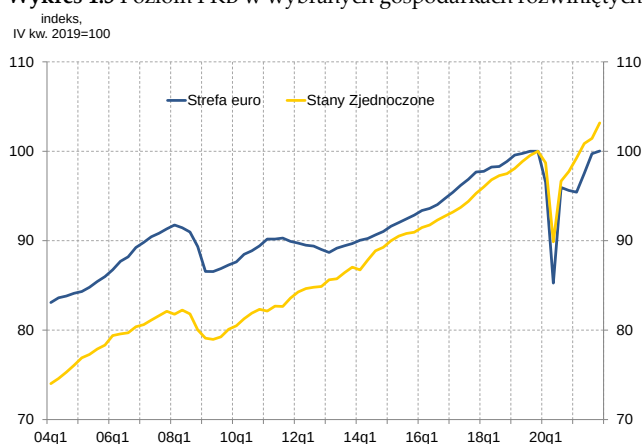
Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw (Wykres 1.3). W strefie euro roczna dynamika PKB wyniosła w IV kw. 2021 r. 4,6% r/r (wobec wzrostu o 3,9% r/r w III kw. i 14,4% r/r w II kw.; Wykres 1.4)^{1, 2}. W efekcie poziom PKB strefy euro osiągnął wartość sprzed wybuchu pandemii (tj. z IV kw. 2019 r.). Z kolei w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w IV kw. 2021 r. wyniosła 5,6% r/r (wobec 4,9% r/r w III kw. i 12,2% r/r w II kw). W obu gospodarkach ożywieniu aktywności sprzyjał wzrost konsumpcji prywatnej, wspierany przez wysokie oszczędności gospodarstw domowych oraz poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Jednocześnie napływające na początku 2022 r. dane dotyczące nastrojów konsumentów oraz mobilności ludności sygnalizują pewne osłabienie koniunktury w tych gospodarkach w warunkach pogorszenia się sytuacji epidemicznej.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w IV kw. 2021 r. trwało ożywienie gospodarcze, jednak dynamika PKB obniżyła się (do 4,7% r/r wobec 6,4% r/r w III kw. i 12,5% r/r w II kw.).

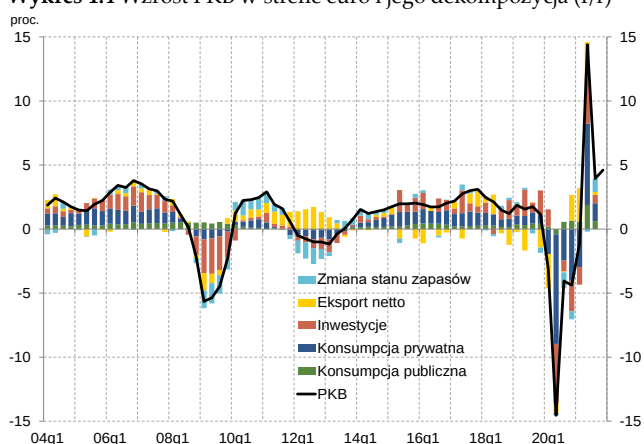
W Chinach dynamika PKB w IV kw. 2021 r. ponownie się obniżyła i wyniosła 4,0% r/r (wobec 4,9% r/r w III kw. i 7,9% w II kw.). Ograniczająco na wzrost aktywności gospodarczej oddziałuje tam pogorszenie koniunktury na rynku nieruchomości oraz silne lokalne restrykcje epidemiczne, które zaburzają funkcjonowanie m.in. fabryk i portów, co skutkuje utrzymywaniem się zakłóceń w globalnych łańcuchach dostaw.

Wykres 1.3 Poziom PKB w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.4 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

¹ W Niemczech, w których udział przemysłu w tworzeniu wartości dodanej pozostaje szczególnie wysoki na tle pozostałych krajów strefy euro, w IV kw. 2021 r. roczna dynamika PKB obniżyła się do 1,8% r/r (wobec 2,9% r/r w III kw. 2021 r.; w ujęciu kwartalnym dynamika PKB w Niemczech spadła do -0,3% kw/kw wobec wzrostu o 1,7% kw/kw w III kw. 2021 r.).

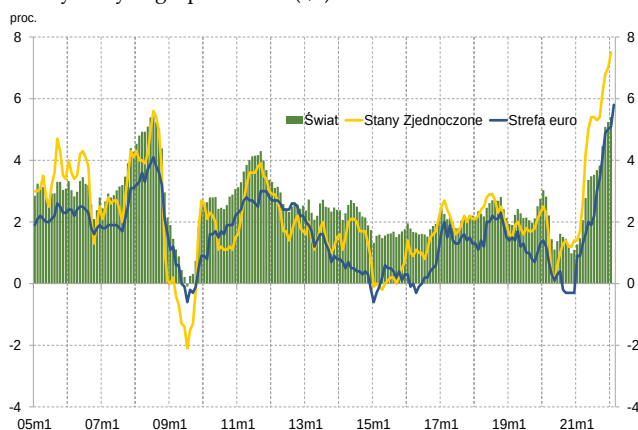
² W ujęciu kwartalnym dynamika PKB w strefie euro spowolniła do 0,3% kw/kw (wobec 2,3% kw/kw w III kw. ub.r.).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

W ostatnich miesiącach inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie silnie wzrosła i w grudniu 2021 r. osiągnęła najwyższy poziom od 2008 r. (Wykres 1.5). W kierunku wyższej inflacji na świecie oddziaływał przede wszystkim wzrost cen energii, wynikający z wysokich cen surowców energetycznych na globalnych rynkach (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców). W krajach Unii Europejskiej ceny energii były dodatkowo podwyższane przez rosnące ceny uprawnień do emisji CO₂ (por. Ramka 1: *Unijny system handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych i jego wpływ na ceny energii*). W kierunku wzrostu cen oddziaływał także wyraźny wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych, znajdujący odzwierciedlenie w przyspieszeniu wzrostu cen żywności. W wielu gospodarkach wzrosła również inflacja bazowa (Wykres 1.6). Sprzyjała temu korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych i związany z nią wysoki popyt, głównie na towary przemysłowe. Do wzrostu inflacji bazowej przyczyniały się także podwyżki cen produktów w warunkach rosnących kosztów produkcji i transportu, związanych z utrzymującymi się zakłóceniami w globalnych sieciach podaży i wysokimi cenami surowców, a w niektórych krajach również z istotnym wzrostem kosztów pracy. Czynniki te znajdowały również odzwierciedlenie w wysokiej inflacji cen producenta w wielu gospodarkach (Wykres 1.7).

W tych warunkach inflacja HICP w strefie euro wzrosła w styczniu 2022 r. do 5,1% r/r³ i osiągnęła najwyższy poziom od początku publikacji tego wskaźnika w 1997 r. Z kolei w Stanach Zjednoczonych w styczniu 2022 r. inflacja CPI wzrosła do 7,5%, a więc do poziomu najwyższego od 1982 r. Również w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej inflacja była wysoka, zwłaszcza w części z nich należących do strefy

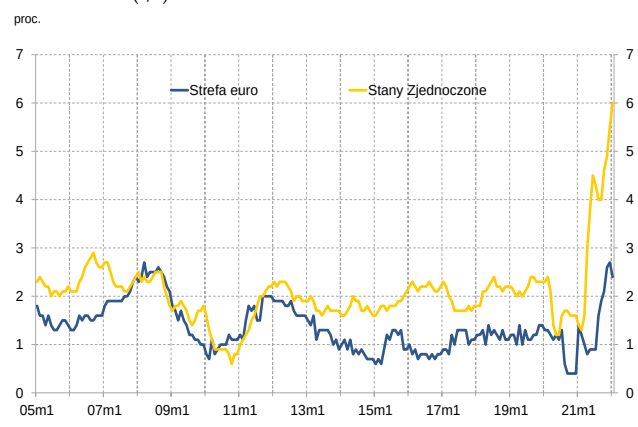
Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



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 (dane za luty 2022 r. według wstępnego szacunku Eurostat).

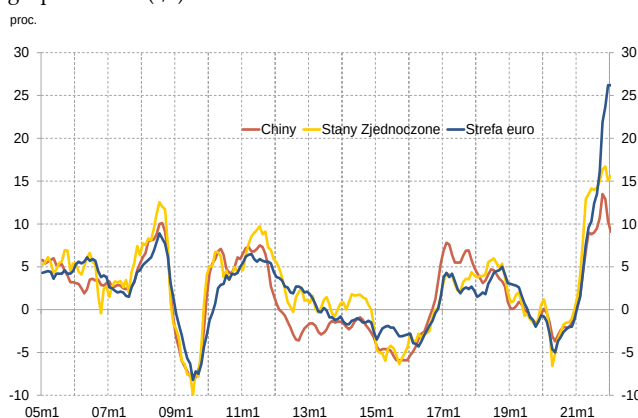
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



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.

Wykres 1.7 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 Chiny – dynamika cen producenta w przemyśle.

³ Z kolei w lutym 2022 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja HICP w strefie euro wyniosła 5,8%.

euro (w Litwie inflacja HICP wyniosła w styczniu br. 12,3% r/r, a w Estonii 11,0% r/r⁴). Inflacja CPI w styczniu br. wyniosła w Czechach 9,9% r/r, na Węgrzech 7,9% r/r, a w Rumunii 8,4% r/r (Wykres 1.8).

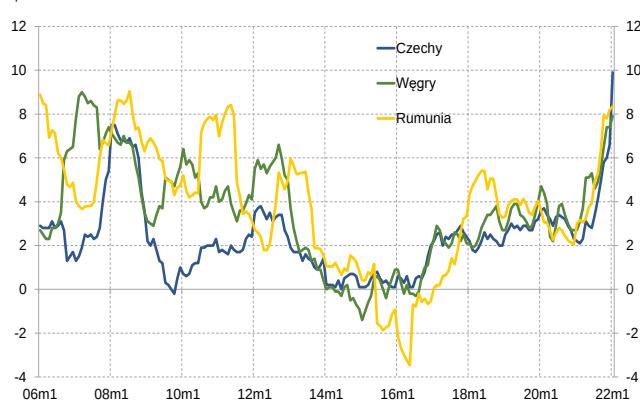
1.3 Światowe rynki surowców

Na początku 2022 r. ceny surowców energetycznych i rolnych kształtowały się na wysokich poziomach, zdecydowanie przekraczając ceny notowane rok wcześniej.

Cena ropy naftowej w ostatnich miesiącach stopniowo rosła i na początku 2022 r. osiągnęła najwyższy poziom od 2014 r. (Wykres 1.9). W lutym br. średnia cena ropy była o około 50% wyższa niż rok wcześniej. W kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec w związku z ożywieniem globalnej aktywności gospodarczej w warunkach nadal niższego niż przed pandemią wydobycia tego surowca w krajach OPEC. W ostatnim okresie – w szczególności na przełomie lutego i marca br. – na wzrost cen ropy naftowej wyraźnie wpłynął również wzrost napięć geopolitycznych w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

Po silnym wzroście w 2021 r. i wyraźnych wahaniach na przełomie 2021 i 2022 r., ceny gazu ziemnego w lutym 2022 r. ukształtowały się na poziomie o około 300% wyższym niż rok wcześniej (Wykres 1.10). Wysoki poziom cen tego surowca był związany z utrzymującą się ograniczoną podażą przy niskim poziomie zapasów w Europie. W kierunku wzrostu cen gazu oddziaływała również polityka podaży Rosji w ostatnich miesiącach. Wysokie ceny gazu przekładały się na wyższą opłacalność produkcji energii elektrycznej z węgla. W tych warunkach cena węgla – po silnych wahaniach w II połowie

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



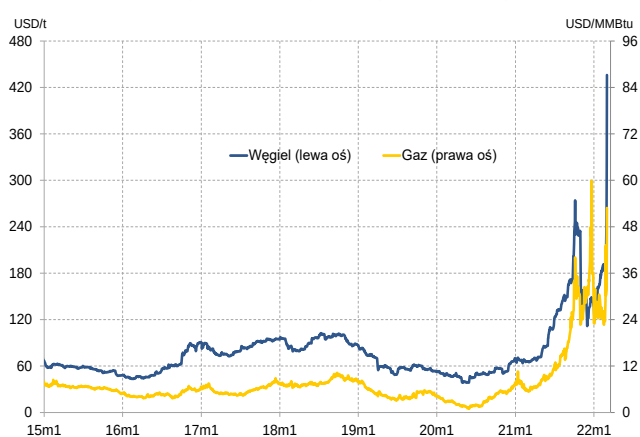
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.10 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

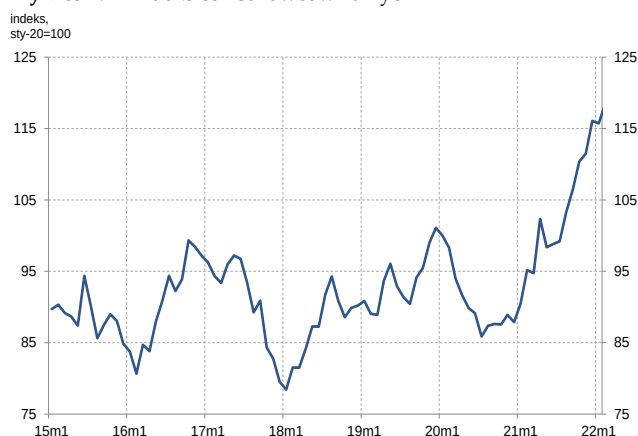
Ceny gazu ziemnego wyrażają ceny kontraktów terminowych ICE Futures Europe w Wielkiej Brytanii; USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

⁴ Z kolei w lutym 2022 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja HICP w Litwie wyniosła 13,9% r/r na Litwie, a w Estonii 12,4% r/r.

2021 r. – na początku 2022 r. rosła i średnio w lutym 2022 r. była blisko 3-krotnie wyższa niż rok wcześniej. Zwiększone wykorzystanie węgla do produkcji energii elektrycznej przyczyniało się z kolei do wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂ w ostatnich miesiącach (por. Ramka 1: *Unijny system uprawnień do emisji gazów cieplarnianych i jego wpływ na ceny energii*). Na przełomie lutego i marca wzrost cen gazu i węgla wyraźnie nasilił się w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

Indeks cen surowców rolnych w ostatnich miesiącach wyraźnie wzrósł, osiągając najwyższy poziom w historii, i w lutym br. był o 24,5% wyższy niż przed rokiem (Wykres 1.11). Przyczyniły się do tego przede wszystkim wyższe ceny pszenicy, rzepaku oraz produktów pochodzenia mlecznego. Wzrost cen tych surowców wynikał z ich ograniczonej podaży, przy jednoczesnym wyraźnym wzroście globalnego popytu. Wzrost cen pszenicy dodatkowo nasilił się na przełomie lutego i marca br. w związku z rosyjską agresją na Ukrainę, ze względu na wysoki udział Rosji i Ukrainy w globalnej podaży tego zboża. W obliczu rosnących cen energii w ostatnich miesiącach wzrosły również ceny wieprzowiny, choć pozostają one na niskim poziomie ze względu na wysoką podaż w Europie i odbudowę pogłowia w Chinach.

Wykres 1.11 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi: pszenica, rzepak, wieprzowina, ziemniaki, cukier, kakao, kawa, odtuszczone mleko w proszku, masło i zagęszczony sok pomarańczowy. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

Ramka 1: Unijny system uprawnień do emisji gazów cieplarnianych i jego wpływ na ceny energii

Unia Europejska (UE) prowadzi politykę klimatyczną, której celem jest dążenie do tzw. neutralności klimatycznej, czyli ograniczenia wpływu funkcjonowania gospodarki na klimat poprzez minimalizację emisji netto gazów cieplarnianych. Ważnym elementem tej polityki jest unijny system uprawnień do emisji (EU ETS, ang. *European Union Emissions Trading System*), którego celem jest zmniejszanie emisji tych gazów, w tym szczególnie CO₂, wewnątrz Europejskiego Obszaru Gospodarczego poprzez obowiązek włączenia do rachunku ekonomicznego przedsiębiorstw części kosztów środowiskowych towarzyszących produkcji dóbr i usług (jest to tzw. internalizacja negatywnych efektów zewnętrznych)⁵.

⁵ System EU ETS obejmuje emisję dwutlenku węgla (CO₂), a także podtlenku azotu (N₂O) i perfluorowęglowodórów (PFC) wyrażoną w ekwiwalencie CO₂. Łącznie EU ETS obejmuje podmioty odpowiedzialne za około 40% emisji gazów cieplarnianych w Europie, podczas gdy za około 60% emisji gazów cieplarnianych odpowiadają rozdrobnieni emitenci (gospodarstwa domowe, sektor rolniczy oraz transport).

Konstrukcja systemu uprawnień do emisji

Pula uprawnień do emisji w ramach systemu jest ustalana administracyjnie na poziomie UE i rozdzielana pomiędzy kraje w oparciu o historyczną emisyjność gospodarek. Dodatkowo specjalna pula uprawnień do emisji trafia do unijnych funduszy celowych (Funduszu Modernizacyjnego i Funduszu Innowacyjnego), których zadaniem jest wspieranie transformacji energetycznej mniej zamożnych i bardziej emisyjnych gospodarek. Poszczególne państwa sprzedają uprawnienia na regularnie organizowanych aukcjach (uzyskane w ten sposób środki finansowe stanowią dochód sektora finansów publicznych danego kraju). Jednocześnie istotna część uprawnień jest przydzielana bezpłatnie wybranym przedsiębiorstwom. Z kolei popyt na uprawnienia jest zgłaszany przez przedsiębiorstwa posiadające instalacje emitujące gazy cieplarniane⁶ (są one prawnie zobowiązane do umarzania co roku uprawnień w ilości odpowiadającej ich emisji) oraz przez pozostałych uczestników rynku uprawnionych do udziału w aukcjach (m.in. instytucje finansowe pełniące rolę pośredników). Uprawnienia do emisji są również przedmiotem obrotu na rynku wtórnym – zarówno giełdowym, jak i nieregulowanym rynku pozagiełdowym.

Pula uprawnień jest stopniowo zmniejszana w tempie określonym administracyjnie. Mechanizm ten ma na celu wzrost ceny uprawnień, co powinno sprzyjać obniżeniu opłacalności wykorzystania wysokoemisyjnych technologii, wzmacniając bodźce dla przedsiębiorstw do rozwijania i wykorzystania technologii niskoemisyjnych. W praktyce system w obecnej formie prowadzi również do znacznego wzrostu kosztów wytwarzania w sektorach wysokoemisyjnych oraz zachęca do tzw. ucieczki emisji, czyli przenoszenia produkcji do krajów z łagodniejszymi normami dotyczącymi emisji zanieczyszczeń (ang. *carbon leakage*).

Ceny uprawnień do emisji a koszty zmienne wytwarzania energii

Ceny uprawnień do emisji w UE do końca 2017 r. – przy relatywnie wysokiej podaży – nie przekraczały 40 PLN/t (Wykres R.1.1). Natomiast w kolejnych latach ceny te wyraźnie wzrosły, czemu sprzyjały działania ukierunkowane na silniejsze ograniczanie emisji gazów cieplarnianych w ramach polityki klimatyczno-energetycznej UE. W szczególności od 2019 r. funkcjonuje mechanizm rezerwy stabilności rynkowej (ang. *Market Stability Reserve*) wycofujący część uprawnień do emisji CO₂ z rynku w celu przyspieszenia ograniczania śladu węglowego, a od 2021 r. rozpoczęła się 4. faza systemu EU ETS, przez co tempo ograniczania dostępnych uprawnień zostało zwiększone z 1,74% do 2,2% rocznie. W rezultacie w lutym 2022 r. ceny uprawnień wynosiły około 415 PLN/t, czyli 2,5-krotnie więcej niż rok wcześniej i około 15-krotnie więcej niż w 2017 r.⁷

W związku ze wzrostem cen, koszt zakupu i umorzenia uprawnień do emisji CO₂ stał się w ostatnich latach jednym z istotnych elementów kosztów zmiennych wytwarzania energii ze źródeł konwencjonalnych. Przełożyło się to na silny wzrost kosztów wytwarzania m.in. energii elektrycznej w szczególnie wysokoemisyjnych elektrowniach. Przykładowo, w przypadku elektrowni, których emisyjność przekracza 1000 kg ekwiwalentu CO₂/MWh, koszt uprawnień do emisji CO₂ stanowi obecnie nawet ponad 60% hurtowej ceny energii elektrycznej⁸. W związku z tym wyraźny wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ w ostatnich latach w połączeniu z wysokim udziałem w miksie energetycznym węglowych źródeł energii w części gospodarek sprzyja szybszemu wzrostowi

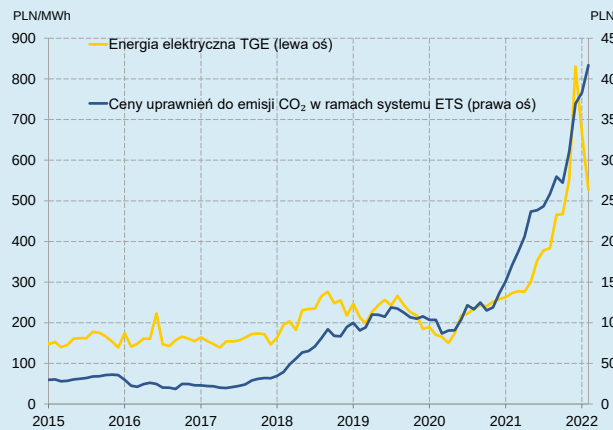
⁶ Są to przede wszystkim instalacje wytwarzania energii elektrycznej i ciepłej oraz instalacje wykorzystywane w energochłonnych sektorach przemysłu.

⁷ Po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę ceny uprawnień do emisji CO₂ wyraźnie się obniżyły (do 324 PLN/t 2 marca 2022 r.).

⁸ Dotyczy to części elektrowni opalanych węglem brunatnym oraz elektrowni o niskiej wydajności, uruchamianych w okresach wysokiego zapotrzebowania na energię elektryczną. Średnia emisyjność elektrowni węglowych w Polsce wynosi około 710 kg ekwiwalentu CO₂/MWh i jest znacznie wyższa niż w Niemczech czy UE (Wykres R.1.2). Jednakże, zgodnie z tzw. *Merit Order* giełdowa cena energii elektrycznej jest ustalana poprzez elektrownie o najwyższych kosztach krańcowych, stąd w analizach tego typu należy rozpatrywać emisyjność dla najmniej wydajnych instalacji.

hurtowych cen energii elektrycznej, co w konsekwencji prowadzi również do istotnego wzrostu kosztów produkcji przedsiębiorstw oraz taryf dla gospodarstw domowych (Wykres R.1.1).

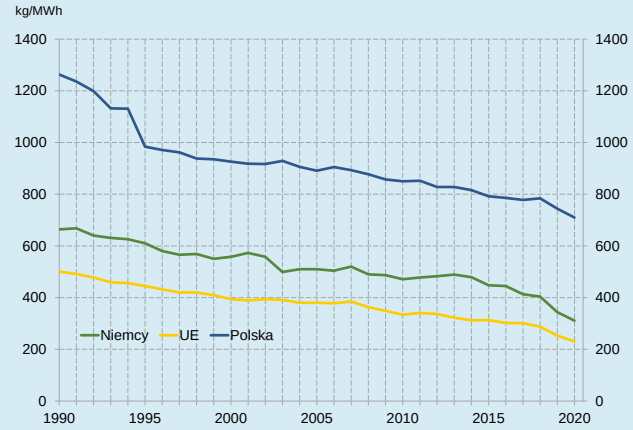
Wykres R.1.1 Hurtowe ceny energii elektrycznej w Polsce oraz ceny uprawnień do emisji CO₂



Źródło: dane Refinitiv i Towarowej Giełdy Energii (TGE), obliczenia NBP.

Uwaga: Na wykresie przedstawiono średnie miesięczne.

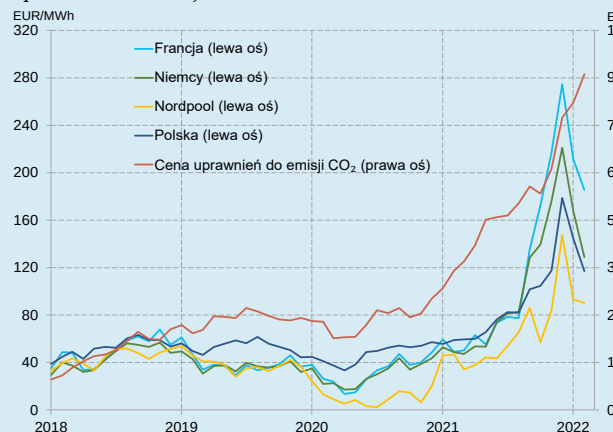
Wykres R.1.2 Średnia emisyjność produkcji energii elektrycznej



Źródło: dane European Environment Agency.

Przed 2021 r. wysoki udział energetyki opartej na węglu w Polsce prowadził do wyższych niż w większości państw europejskich hurtowych cen energii elektrycznej. Z kolei w ciągu 2021 r., hurtowe ceny energii elektrycznej w większości krajów UE bardzo silnie wzrosły (Wykres R.1.3). W krajach o wysokim udziale węglowych źródeł energii w miksie energetycznym, w tym w Polsce, przyczynił się do tego głównie wzrost cen uprawnień do emisji CO₂. Natomiast w krajach o wysokim znaczeniu energetyki gazowej rosnącym cenom hurtowym energii elektrycznej sprzyjał przede wszystkim bardzo silny wzrost cen gazu ziemnego. W tych warunkach produkcja energii elektrycznej ze źródeł węglowych stała się relatywnie bardziej opłacalna niż ze źródeł gazowych, pomimo utrzymywania się cen uprawnień do emisji CO₂ na historycznie wysokim poziomie (Wykres R.1.4). W związku z tym w ostatnich miesiącach hurtowa cena energii elektrycznej w Polsce – pomimo silnego wzrostu – należała do najniższych w UE.

Wykres R.1.3 Hurtowe ceny energii elektrycznej w UE oraz ceny uprawnień do emisji CO₂



Źródło: dane Refinitiv, obliczenia NBP.

Uwaga: Nordpool przybliża ceny energii elektrycznej w krajach skandynawskich. Na wykresie przedstawiono średnie miesięczne.

Wykres R.1.4 Koszt produkcji energii elektrycznej w UE w zależności od paliwa



Źródło: dane Refinitiv.

Wybrane, proponowane zmiany w EU ETS w ramach pakietu „Gotowi na 55” i ich wpływ na ceny

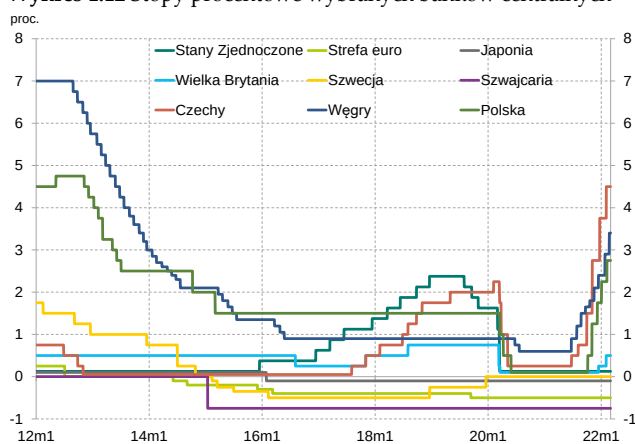
Można oczekiwać, że transformacja energetyczna przyspieszy w efekcie zaproponowanych przez Komisję Europejską zmian w ramach pakietu „Gotowi na 55” (ang. „Fit for 55”), czego rezultatem będzie najprawdopodobniej dalszy wzrost cen energii⁹. Komisja Europejska proponuje, aby emisja w ramach systemu obniżyła się co najmniej o 61% do 2030 r. (wobec wcześniejszego celu 43%) w stosunku do 2005 r. Według nowych założeń pula dostępnych uprawnień do emisji co roku ma zmniejszać się o 4,2%, czyli niemal dwukrotnie szybciej niż w 2021 r. Dodatkowo w ramach tego pakietu jest proponowana jednorazowa redukcja całkowitej puli uprawnień do emisji oraz stopniowe wygaszanie przyznawania bezpłatnych uprawnień, a także wdrożenie dodatkowych mechanizmów rynkowych przeciwdziałających ucieczce emisji zanieczyszczeń. Planowane są także zmiany w mechanizmie rezerwy stabilności rynkowej sprzyjające szybszej absorpcji nadwyżki uprawnień. Realizacja takiego scenariusza oznaczałaby najprawdopodobniej dalszy wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ i w efekcie cen energii w kolejnych latach.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji na świecie wiele banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Główne banki centralne ograniczają skalę lub kończą skup netto aktywów, a Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) zapowiada także rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie w części pozostałych gospodarek rozwiniętych oraz w wielu gospodarkach wschodzących banki centralne w ostatnich miesiącach podnosiły stopy procentowe (Wykres 1.12). Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że również w głównych gospodarkach stopy procentowe w najbliższych latach wyraźnie wzrosną, przy czym w strefie euro nastąpi to później niż w Stanach Zjednoczonych (Wykres 1.13).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje ujemną stopę depozytową na poziomie -0,50%¹⁰. Pod koniec 2021 r. EBC zdecydował jednak,

Wykres 1.12 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.

⁹ W związku z silnym wzrostem cen surowców energetycznych po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę wznowiono dyskusję nad potrzebą łagodzenia polityki klimatycznej UE. W efekcie wzrosła niepewność związana z wdrożeniem pakietu „Gotowi na 55”.

¹⁰ Jednocześnie w komunikacie po posiedzeniu Rady Prezesów EBC w dniu 3.02.2022 r. został zachowany następujący fragment odnoszący się do przewidywanego poziomu stóp procentowych w przyszłości: „Żeby wesprzeć swój symetryczny 2-procentowy cel inflacyjny i zgodnie ze strategią polityki pieniężnej, Rada Prezesów przewiduje, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, aż Rada stwierdzi, że inflacja osiąga 2% znacznie przed końcem horyzontu projekcji i pozostaje na tym poziomie przez pozostałą część horyzontu projekcji, oraz oceni dotychczasowy postęp inflacji bazowej jako wystarczający, żeby uznać go za spójny ze stabilizacją inflacji na poziomie 2% w średnim okresie. Może to również oznaczać, że będzie przejściowy okres, podczas którego inflacja znajdzie się umiarkowanie powyżej celu.”.

że wraz z końcem marca 2022 r. zakończy skup netto w ramach pandemicznego programu skupu aktywów (PEPP). Jednocześnie EBC zapowiedział, że w celu częściowego łagodzenia efektów wygaszania programu PEPP, przejściowo zwiększy skalę programu skupu aktywów (APP)¹¹.

Fed utrzymuje docelowy przedział dla stopy *fed funds* na poziomie 0,00%-0,25%. W grudniu ub.r. Fed zdecydował o zakończeniu skupu netto aktywów w marcu br. Na początku 2022 r. Fed sygnalizował, że do pierwszej podwyżki stóp procentowych dojdzie w marcu br. Mediana oczekiwań przedstawicieli Fed i oczekiwania uczestników rynku wskazują na kilka podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w bieżącym roku.

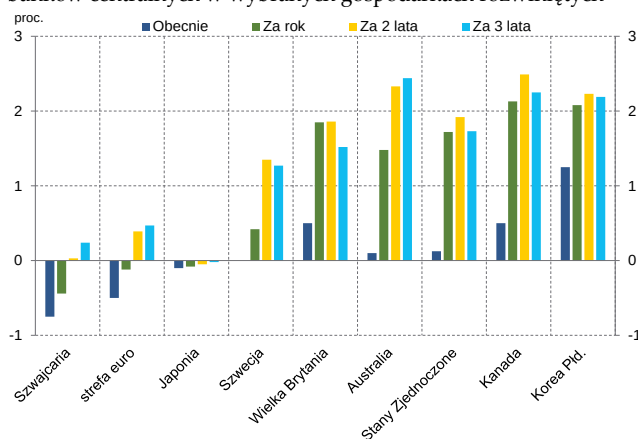
Część z pozostałych banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, w tym w Japonii, Szwajcarii, Szwecji i Australii również utrzymuje stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie w większości z tych gospodarek – z wyjątkiem Japonii – banki centralne zakończyły w ostatnich miesiącach skup netto aktywów.

Natomiast banki centralne Norwegii, Wielkiej Brytanii, Kanady, Korei i Nowej Zelandii oraz regionu Europy Środkowo-Wschodniej, a także wielu pozaeuropejskich gospodarek wschodzących w ostatnich miesiącach podwyższały stopy procentowe.

1.5 Światowe rynki finansowe

Wyraźny wzrost inflacji w wielu gospodarkach, któremu towarzyszyło zacieśnianie polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych, wpływał niekorzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych w ostatnich miesiącach (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą* i rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Na pogorszenie

Wykres 1.13 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; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*; dla Korei – *Base Rate*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 2 marca 2022 r.

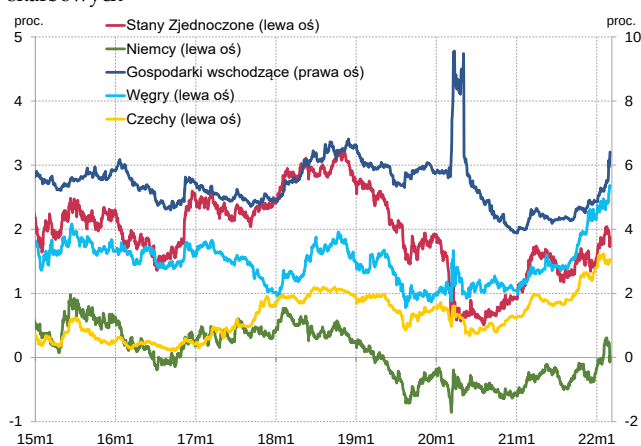
¹¹ Według komunikatu EBC miesięczna skala zakupów aktywów netto w ramach APP ma wynosić w I kw. br. 20 mld EUR, w II kw. br. 40 mld EUR, w III kw. br. 30 mld EUR, a od IV kw. br. 20 mld EUR.

nastrojów wyraźnie wpływały również napięcia geopolityczne – szczególnie po ich znacznym nasileniu pod koniec lutego 2022 r. w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę – a w mniejszym stopniu także utrzymujące się ograniczenia podaży na części rynków i trwająca pandemia. Oddziaływanie tych czynników na nastroje rynkowe było łagodzone przez pozytywnie wpływającą na sentyment korzystną koniunkturę gospodarczą na świecie na przełomie lat 2021 i 2022 (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych silnie wzrosły, osiągając w głównych krajach poziomy zbliżone do notowanych przed wybuchem pandemii, a w niektórych gospodarkach, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, wyższe od wieloletnich średnich (Wykres 1.14). Towarzyszył temu wyraźny spadek cen akcji na głównych rynkach światowych (Wykres 1.15).

Jednocześnie dolar amerykański umocnił się w ostatnich miesiącach wobec wielu innych walut, w tym euro, czemu oprócz wzrostu napięć geopolitycznych sprzyjał oczekiwany szybszy i silniejszy wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro (Wykres 1.16).

Wykres 1.14 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.16 Kurs dolara amerykańskiego względem walut gospodarek wschodzących oraz euro (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

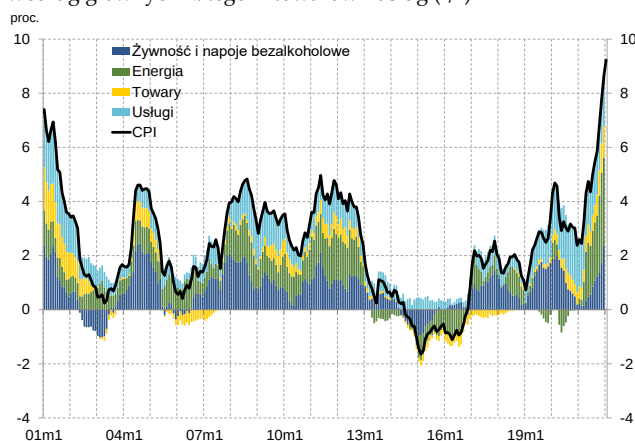
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Od połowy 2021 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce wyraźnie wzrosła, podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI w styczniu 2022 r. wyniosła 9,2% r/r (wobec 5,9% r/r we wrześniu 2021 r.; Wykres 2.1). Wzrost inflacji od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* (tj. względem danych za wrzesień 2021 r.) wynikał w dużej mierze z bezpośredniego oddziaływania wzrostu cen surowców – przede wszystkim energetycznych, ale także rolnych – na rynkach światowych, który znalazł odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen energii oraz żywności (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Dodatkowo utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw przyczyniały się do dalszego wzrostu cen towarów nieżywnościowych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Czynniki te powodowały wzrost kosztów przedsiębiorstw¹², które – w warunkach korzystnej koniunktury gospodarczej oraz realizacji odłożonego popytu po złagodzeniu restrykcji epidemicznych – były stopniowo przekładane na ceny wielu towarów i usług, wskutek czego nastąpił wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę

Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

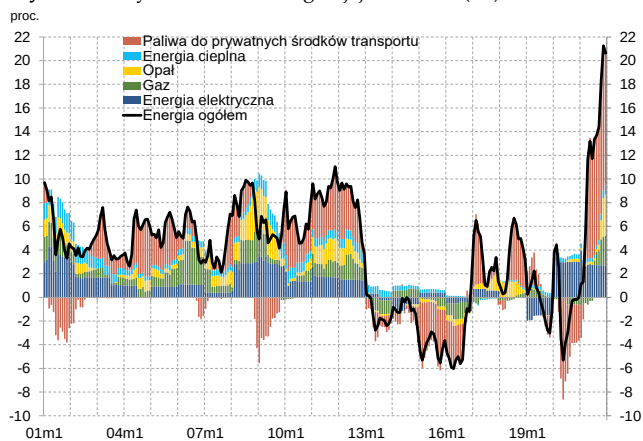
¹² W warunkach globalnego wzrostu cen surowców i wielu dóbr pośrednich dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – w ostatnich miesiącach wzrosła (do 14,8% r/r w styczniu 2022 r. z 10,3% r/r we wrześniu 2021 r.; Wykres 2.4).

CPI – od stycznia 2022 r. – oddziaływała tzw. Tarcza Antyinflacyjna¹³.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce w ostatnich miesiącach silnie wzrosła (do 9,4% r/r w styczniu 2022 r. wobec 4,4% r/r we wrześniu 2021 r.). Złożył się na to wzrost dynamiki cen żywności przetworzonej, jak i nieprzetworzonej, w warunkach silnie rosnących kosztów produkcji i dystrybucji żywności oraz drożących surowców rolnych na rynkach światowych.

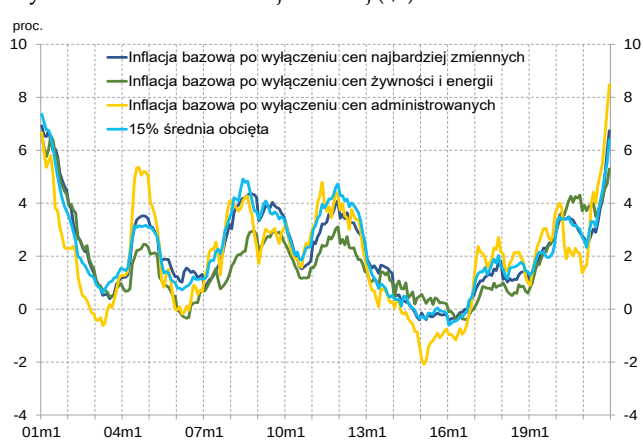
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* przyspieszył także wzrost cen energii (do 20,1% r/r w styczniu 2022 r. z 14,4% r/r we wrześniu 2021 r.; Wykres 2.2). Silny wzrost cen gazu ziemnego na rynkach światowych przełożył się na wyższe taryfy na sprzedaż i dystrybucję tego surowca dla gospodarstw domowych oraz wzrost cen gazu ciekłego. Od stycznia 2022 r. wyraźnie wzrosły również taryfy na sprzedaż i dystrybucję energii elektrycznej, czemu sprzyjał silny wzrost hurtowych cen energii elektrycznej i uprawnień do emisji CO₂ w ciągu 2021 r. (por. Ramka 1: *Unijny system uprawnień do emisji gazów cieplarnianych i jego wpływ na ceny energii*). W ostatnich miesiącach istotnie wzrosła również dynamika cen opału. W warunkach wyższych niż przed rokiem cen ropy naftowej roczna dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu była nadal wysoka, choć w kierunku jej stopniowego obniżenia oddziaływał statystyczny efekt bazy. W styczniu 2022 r. wzrost cen energii był ograniczany przez obniżenie części stawek podatkowych dotyczących energii elektrycznej i cieplej, gazu ziemnego oraz paliw silnikowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej.

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



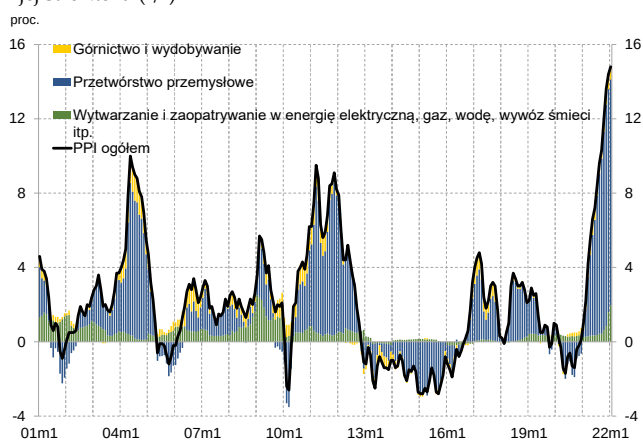
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

¹³ Tarcza Antyinflacyjna to pakiet rozwiązań z zakresu polityki fiskalnej, który ma ograniczać wzrost inflacji CPI oraz przeciwdziałać jej negatywnym skutkom. W ramach tych działań zostało przewidziane m.in. czasowe obniżenie stawek VAT na energię elektryczną, ciepłą, gaz ziemny i podstawowe produkty żywnościowe, zniesienie akcyzy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, a w przypadku paliw silnikowych obniżenie jej do minimalnego poziomu przewidzianego przepisami UE oraz rekompensaty dla sprzedawców gazu ziemnego w związku z ograniczeniem skali wzrostu cen tego surowca dla odbiorców taryfowych. Większość z uchwalonych rozwiązań będzie obowiązywać do lipca 2022 r. Obniżone stawki akcyzy na paliwa silnikowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej obowiązywały od 20 grudnia 2021 r., jednak ze względu na metodykę wyliczania indeksu CPI ich spadek nie wpłynął znacząco na poziom inflacji w grudniu 2021 r.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w grudniu 2021 r. wzrosła do 5,3% r/r (wobec 4,2% r/r we wrześniu 2021 r.; Wykres 2.3) w warunkach dobrej koniunktury i wysokiego popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Na wzrost tego wskaźnika złożyły się zarówno wyższa roczna dynamika cen towarów nieżywnościowych, jak i cen usług. Towarzyszył temu wzrost pozostałych miar inflacji bazowej.

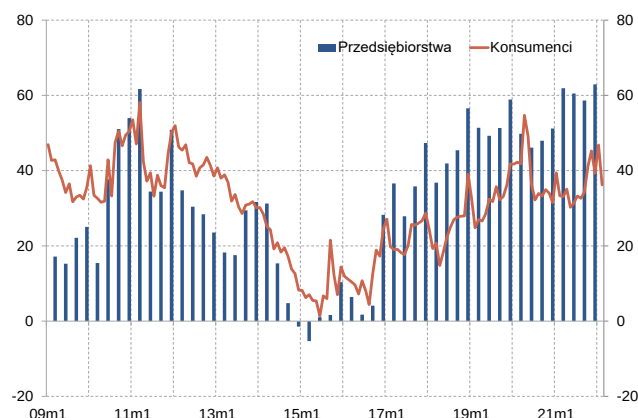
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wyraźnie wzrosły oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ankietowanych przez Refinitiv oraz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (Tabela 2.1). Wciąż wskazują one na stopniowe obniżanie się inflacji w latach 2022-2023. W IV kw. ub.r. ankietywane opinie przedsiębiorstw i konsumentów mierzone statystyką bilansową przesunęły się w kierunku wyższej inflacji (Wykres 2.5)¹⁴.

2.2 Popyt i produkcja

W II połowie 2021 r. w Polsce trwało ożywienie aktywności gospodarczej. Wzrost PKB wyniósł 5,3% r/r w III kw. i 7,3% r/r w IV kw.¹⁵ (wobec 11,2% r/r w II kw.¹⁶; Wykres 2.6). Istotny dodatni wkład do dynamiki PKB w II połowie ub.r. miał wzrost konsumpcji i inwestycji oraz przyrost zapasów (Tabela 2.2). Z kolei wkład eksportu netto był wyraźnie ujemny.

W II połowie ub.r. utrzymał się wzrost popytu konsumpcyjnego (o 4,7% r/r w III kw. i 7,9% r/r w IV kw.; Wykres 2.7), czemu sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i wyraźnym wzroście wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Wzrost konsumpcji następował

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:				
	21q1	21q2	21q3	21q4	22q1
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,7	3,4	3,5	5,9	7,4
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	3,1 (2,4-3,7)	3,4 (2,7-3,9)	4,1 (3,3-4,8)	5,9 (4,7-7,2)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	3,0 (2,2-3,6)	3,1 (2,3-3,8)	3,4 (2,4-4,3)	3,8 (2,8-5,2)	-

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu danego kwartału, za wyjątkiem I kw. 2022, dla którego pokazano prognozę z lutego. 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 co do zasady zachodzi na kolejne dwa dni robocze kolejnego kwartału.

¹⁴ W styczniu 2022 r. nastąpił dalszy wzrost statystyki bilansowej oczekiwań inflacyjnych konsumentów, po czym w lutym 2022 r. obniżyła się ona do najniższego poziomu od września 2021 r.

¹⁵ W kierunku przyspieszenia dynamiki PKB w ujęciu rocznym w IV kw. 2021 r. oddziaływał m.in. efekt niskiej bazy statystycznej związany z obniżeniem popytu konsumpcyjnego w IV kw. 2020 r. wobec fali wzrostu zachorowań na COVID-19 i zaostrzenia restrykcji epidemicznych.

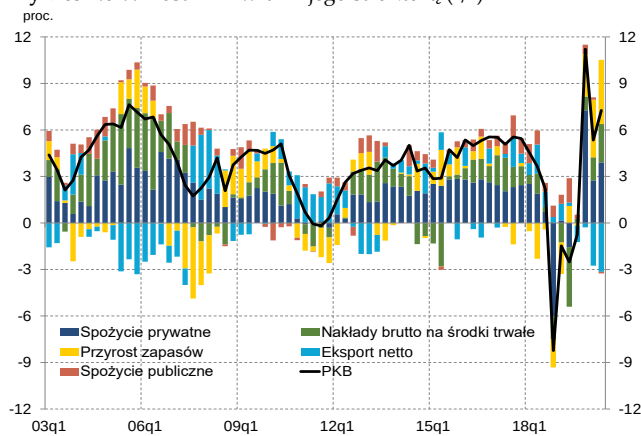
¹⁶ W II kw. 2021 r. dynamika PKB była istotnie podwyższana przez efekt niskiej bazy statystycznej związany z głębokim spadkiem PKB w II kw. 2020 r.

pomimo pewnego pogorszenia nastrojów konsumenckich w IV kw. oraz zaostrzenia sytuacji epidemicznej pod koniec roku, której jednak towarzyszyły łagodniejsze restrykcje niż w poprzednich falach wzrostu zachorowań (Wykres 2.8, Wykres 2.9).

W II połowie 2021 r. aktywność inwestycyjna przyspieszyła do 9,3% r/r w III kw. oraz 11,7% r/r w IV kw. 2021 r. (wobec 5,6% r/r w II kw.; Wykres 2.10). Szacunki NBP wskazują, że po raz pierwszy od wybuchu pandemii zwiększyły się nakłady inwestycyjne we wszystkich kategoriach inwestycji, przy czym największy wkład do rocznej dynamiki miały inwestycje przedsiębiorstw. Aktywność inwestycyjna firm była wspierana przez wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych, które – zgodnie z danymi ankietowymi NBP¹⁷ – dotyczyło większości klas przedsiębiorstw (według przeznaczenia produkcji i usług). Wzrostowi inwestycji sprzyjały również korzystne perspektywy popytowe oraz bardzo dobra sytuacja finansowa firm. Zagregowany zysk brutto sektora przedsiębiorstw w III kw. 2021 r. był wyraźnie wyższy niż rok wcześniej, a rentowność działalności firm pozostawała wysoka¹⁸. Na początku br. perspektywy inwestycji przedsiębiorstw były nadal relatywnie dobre¹⁹, choć ograniczająco na aktywność inwestycyjną mogło oddziaływać deklarowane przez firmy pogorszenie sytuacji finansowej związane m.in. z wysoką dynamiką kosztów w warunkach wysokich cen surowców i energii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*)²⁰.

Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w II połowie 2021 r. był wyraźnie ujemny (wyniósł -2,8 pkt proc. w III kw. i w IV kw. obniżył się do -3,2 pkt proc. wobec -0,3 pkt proc. w II kw. 2021 r.).

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



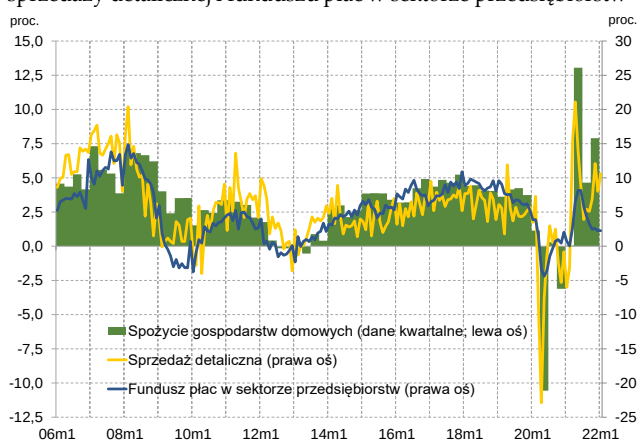
Źródło: dane GUS, NBP.

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	q2	q3	q4
PKB	5,5	5,4	4,6	3,7	2,2	-8,2	-1,5	-2,5	-0,8	11,2	5,3	7,3
Spożycie prywatne	2,3	2,4	2,5	1,9	0,7	-6,0	0,2	-1,6	0,0	7,3	2,7	3,9
Spożycie publiczne	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,7	0,6	1,6	0,3	0,6	0,1	-0,1
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	1,2	0,6	1,3	0,3	-1,4	-1,3	-3,8	0,2	0,9	1,5	2,5
Przyrost zapasów	-1,4	0,2	-0,5	-2,3	-0,4	-1,8	-2,0	1,1	-0,2	2,8	3,7	4,1
Eksport netto	1,8	0,6	0,8	1,9	1,0	0,4	1,1	0,2	-1,1	-0,3	-2,8	-3,2

Źródło: dane GUS, NBP.

Wykres 2.7 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022.

¹⁸ Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w III kw. 2021 r. wyniósł 68,23 mld zł wobec 41,70 mld zł w III kw. 2020 r. Wskaźnik rentowności sprzedaży wyniósł 5,6% (był wyższy od wieloletniej średniej) a odsetek firm rentownych po odsezonowaniu wzrósł do rekordowo wysokiego poziomu 79,1%.

¹⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022.

²⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022.

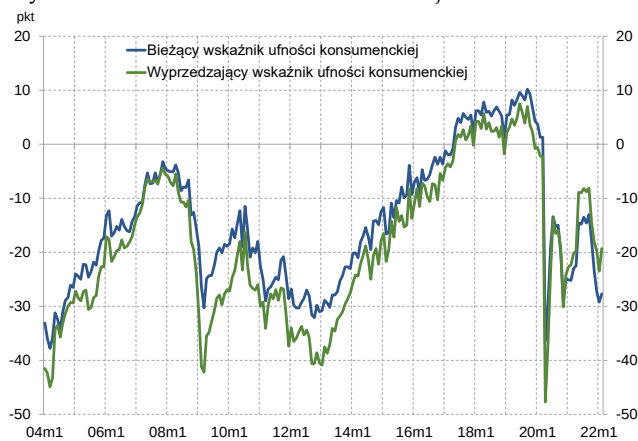
Ujemny wkład eksportu netto do dynamiki PKB wynikał z wyraźnie silniejszego wzrostu wartości importu niż eksportu. Wartość importu wyraźnie wzrosła w warunkach silnego popytu krajowego oraz wysokich globalnych cen surowców, które wpływały przede wszystkim na wzrost wartości importu dóbr pośrednich (Wykres 2.11). Jednocześnie ograniczająco na wzrost eksportu oddziaływał spadek wolumenu eksportu samochodów osobowych w warunkach zaburzeń w sieciach dostaw.

W II połowie 2021 r. aktywność gospodarcza rosła w ujęciu rocznym we wszystkich sektorach gospodarki (łączna wartość dodana brutto wzrosła o 5,1% r/r w III kw. i 7,1% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 2.12). Najsilniejsze ożywienie aktywności odnotowano w przemyśle²¹. Stopniowo rosła także dynamika roczna produkcji budowlano-montażowej chociaż jej poziom pozostaje niższy niż przed pandemią²². Relatywnie niski poziom restrykcji przeciwepidemicznych i wysoki stopień dostosowania konsumentów do funkcjonowania w warunkach pandemii miały korzystne przełożenie na aktywność w usługach rynkowych, której dynamika wzrosła pod koniec 2021 r.

2.3 Sektor finansów publicznych

W 2021 r. sytuacja sektora finansów publicznych istotnie się poprawiła. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 za pierwsze trzy kwartały 2021 r. wyniósł 0,1% PKB (3,2 mld zł), wobec 5,3% PKB (122,6 mld zł) w analogicznym okresie 2020 r. (Wykres 2.13)²³. Wyraźna poprawa wyniku sektora była przede wszystkim rezultatem wygaszania wsparcia antykryzysowego dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw związanego z pandemią COVID-19. Koszt tego wsparcia w pierwszych

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



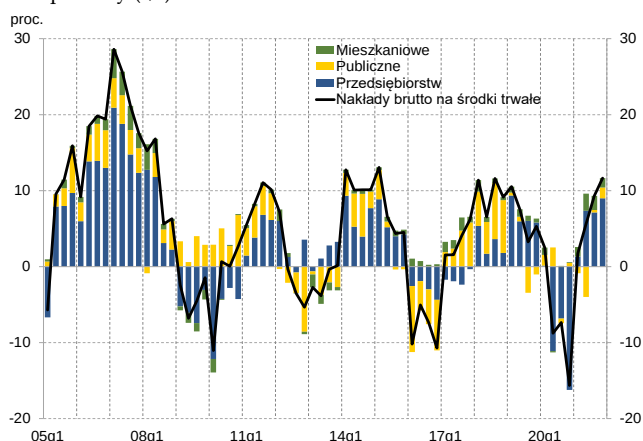
Źródło: dane GUS.

Wykres 2.9 Sytuacja epidemiczna w Polsce



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia i University of Oxford Coronavirus Government Response Tracker, obliczenia NBP. Wskaźnik restrykcji epidemicznych przyjmuje wartość 100 dla całkowitego lockdownu.

Wykres 2.10 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

²¹ W III i IV kw. 2021 r. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o odpowiednio 10,5% r/r i 13,2% r/r, z kolei w styczniu br. o 19,2% r/r.

²² W III i IV kw. ub.r. produkcja budowlano-montażowa wzrosła o odpowiednio 5,8% r/r i 6,1% r/r. Natomiast w styczniu br. odnotowano wzrost o 20,8% r/r, choć wysoka dynamika w części wynikała z efektu niskiej bazy (spadek w ub.r. o 10,1% r/r).

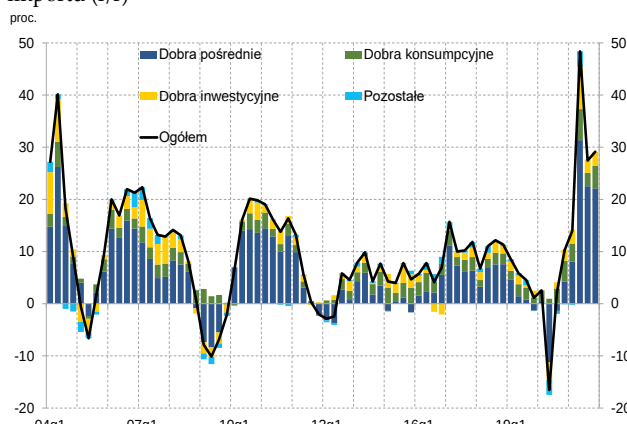
²³ Uwzględniając cząstkowe dane za IV kw. 2021 r., deficyt sektora w całym 2021 r. ukształtował się prawdopodobnie na poziomie wyraźnie niższym niż wskazany w notyfikacji fiskalnej z jesieni 2021 r. (5,3% PKB).

trzech kwartałach 2021 r. wyniósł 0,9% PKB, w porównaniu z 3,9% PKB w tym samym okresie 2020 r. (szacunki NBP). Ponadto istotnym czynnikiem wspierającym poprawę wyniku sektora w 2021 r. było ożywienie gospodarcze przyczyniające się do wzrostu dochodów podatkowych.

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa na koniec 2021 r. wyniósł 26,3 mld zł (1,1% PKB), wobec 85,0 mld zł (3,7% PKB) w 2020 r. Poprawa sytuacji budżetu państwa była rezultatem m.in. wysokiego tempa wzrostu dochodów podatkowych (o 16,7% r/r, tj. o 61,9 mld zł), któremu sprzyjało ożywienie gospodarcze i korzystna sytuacja na rynku pracy, oraz wyższe niż w 2020 r. wpływy ze sprzedaży praw do emisji CO₂²⁴. Ponadto poprawie wyniku budżetu państwa w 2021 r. sprzyjało niskie tempo wzrostu wydatków (3,3% r/r), które w istotnej mierze było rezultatem prefinansowania części z nich w grudniu 2020 r.

W pierwszych trzech kwartałach 2021 r. dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 przyrósł o 82,2 mld zł, a więc znacznie wyraźniej niż wynika to jedynie z odnotowanego w tym okresie deficytu (3,2 mld zł; Wykres 2.14). Różnicę między tymi wartościami wyjaśnia przede wszystkim wyraźny wzrost środków na rachunkach jednostek sektora (o 106,6 mld zł). Mimo istotnego przyrostu zadłużenia w ujęciu nominalnym, obserwowane dynamiczne ożywienie gospodarcze powinno przełożyć się na spadek relacji długu do PKB na koniec 2021 r., względem poziomu 57,4% PKB z końca 2020 r.

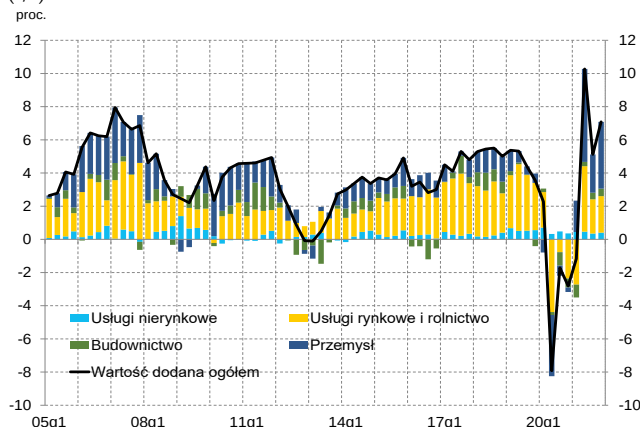
Wykres 2.11 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

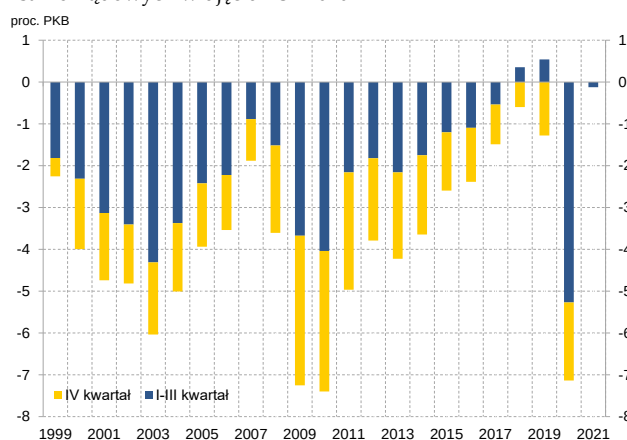
Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

Wykres 2.12 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat i GUS, obliczenia NBP.

²⁴ W pierwszych jedenastu miesiącach 2021 r. dochody w części budżetowej „51.Klimat”, których zdecydowaną większość stanowią dochody ze sprzedaży uprawnień do emisji CO₂, wyniosły 22,3 mld zł, wobec 9,3 mld zł w tym samym okresie 2020 r.

2.4 Rynek pracy

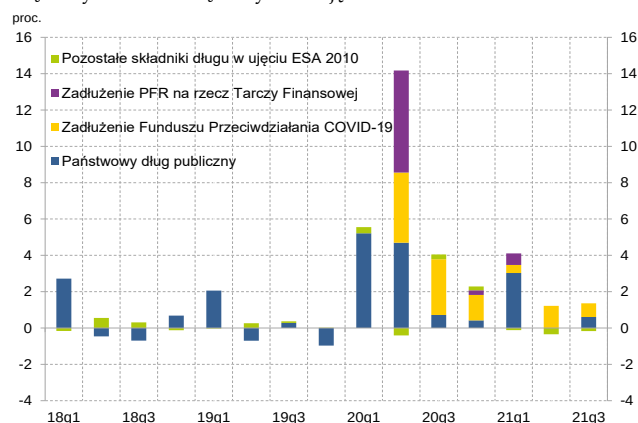
Wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego, w III i IV kw. ub.r. następował dalszy wzrost popytu na pracę. W IV kw. 2021 r. ponownie wzrosła liczba pracujących²⁵, co – zgodnie z danymi BAEL – wynikało ze zwiększonego zatrudnienia w usługach i przemyśle, przy niewielkim obniżeniu się liczby pracujących w rolnictwie (Wykres 2.15, Wykres 2.16). Dane z sektora przedsiębiorstw (SP), wskazują na dalszy wzrost popytu na pracę w styczniu 2022 r. O wysokim popycie świadczy także silny wzrost liczby ofert pracy w urzędach pracy: na koniec stycznia 2022 r. ich liczba była o blisko 1/4 wyższa niż rok wcześniej i o 1/4 wyższa niż bezpośrednio przed wybuchem pandemii (tj. na koniec lutego 2020 r.).

Wzrostowi popytu na pracę towarzyszył dalszy spadek stopy bezrobocia, która kształtowała się w pobliżu rekordowo niskiego poziomu. Stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się w IV kw. 2021 r. do 3,0% z 3,2% w III kw. 2021 r. (dane odsezonowane; Wykres 2.17). W II połowie ub.r. stopniowo obniżała się także stopa bezrobocia rejestrowanego i w styczniu 2022 r. wyniosła 5,2% (wobec 6,2% w czerwcu, dane odsezonowane).

Korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy znajdowała odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wynagrodzeń. W IV kw. 2021 r. przeciętne wynagrodzenie nominalne w GN wzrosło o 9,8% r/r (wobec 9,4% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.18). Dane miesięczne z SP wskazują na utrzymanie się wyraźnego wzrostu wynagrodzeń także w styczniu 2022 r.

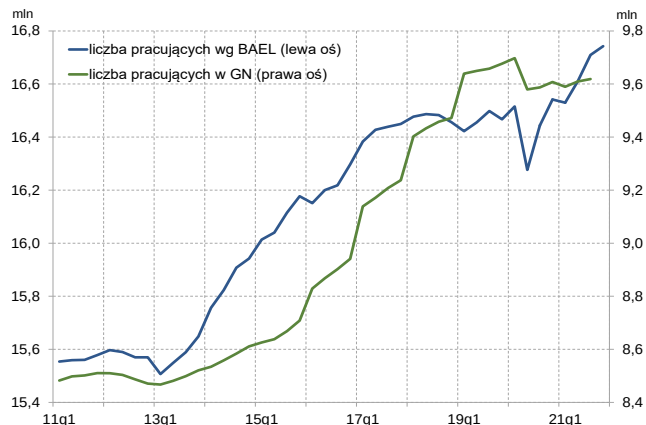
Wyniki *Szybkiego Monitoringu NBP* sugerują, że szybki wzrost wynagrodzeń może utrzymać się także w I kw. 2022 r. Odsetek firm planujących podwyżki płac w tym okresie pozostał bowiem zbliżony do notowanego w poprzednim kwartale

Wykres 2.14 Kwartalny przyrost długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010



Źródło: dane Ministerstwa Finansów, obliczenia NBP.

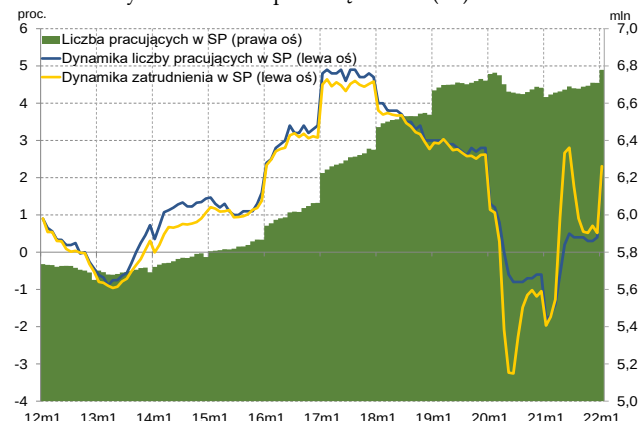
Wykres 2.15 Liczba pracujących wg BAEL i wg danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN), dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowy cywilnoprawne. Dane BAEL za I-IV kw. 2021 r. nie są porównywalne z danymi z poprzednich okresów, z powodu zmian metodyki badania.

Wykres 2.16 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

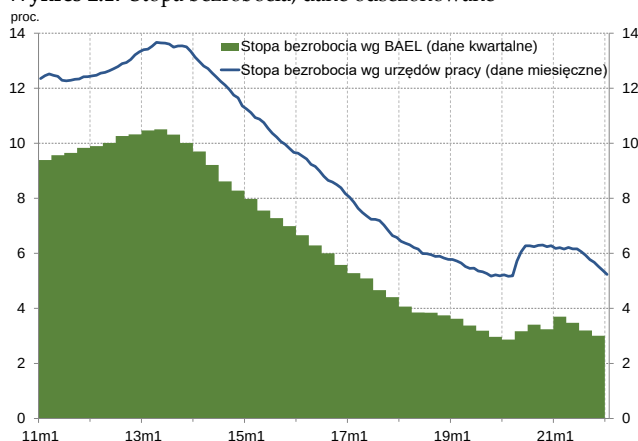
Liczba pracujących w SP, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

²⁵ Wzrost liczby pracujących widoczny był zarówno w danych BAEL, jak i danych dotyczących liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw.

(około 47% wobec 45%), przy wzroście przeciętnej skali planowanej podwyżki płac (6,9% wobec 5,5%)²⁶.

Pomimo utrzymującego się wyraźnego wzrostu wynagrodzeń, dynamika jednostkowych kosztów pracy w GN obniżyła się w IV kw. 2021 r. do 3,6% r/r (z 5,6% r/r w III kw.). Jednocześnie w sektorze przemysłowym pozostała ona ujemna, zarówno w IV kw. ub.r., jak i styczniu 2022 r.

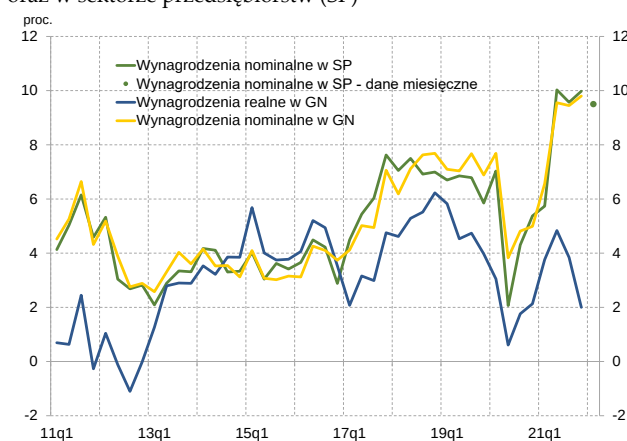
Wykres 2.17 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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. Dane BAEL za I-IV kw. 2021 r. nie są porównywalne z danymi z poprzednich okresów, z powodu zmian metodyki badania.

Wykres 2.18 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za styczeń 2022 r. (kropka).

Ramka 2: Rynek pracy w Polsce w okresie pandemii COVID-19

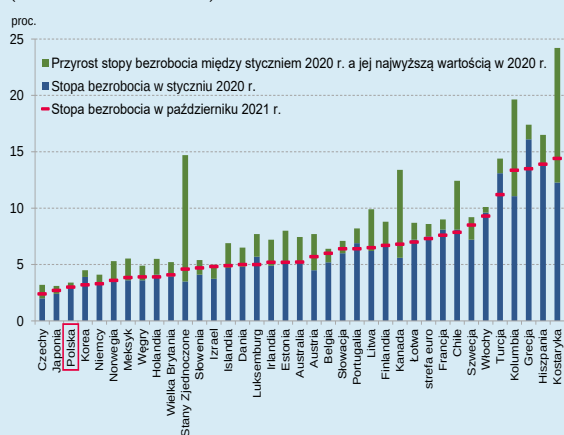
W związku z wybuchem pandemii COVID-19 w pierwszych miesiącach 2020 r. w wielu gospodarkach świata doszło do zamrożenia aktywności gospodarczej w części branż i silnego wzrostu niepewności. Przełożyło się to na pogorszenie sytuacji na rynku pracy, w tym w części gospodarek wystąpił bardzo silny wzrost stopy bezrobocia w pierwszych miesiącach pandemii (Wykres R.2.1). Po niemal dwóch latach w wielu gospodarkach sytuacja na rynku pracy pozostaje gorsza niż przed pandemią, o czym świadczy m.in. utrzymująca się niższa niż przed pandemią liczba pracujących. Natomiast Polska należy do nielicznych krajów OECD, w których wzrost bezrobocia był jedynie nieznaczny i przejściowy, a liczba pracujących już pod koniec 2020 r. przekroczyła poziom

²⁶ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022 r. Dane dotyczące odsetka firm planujących podwyżki są odsezonowane.

sprzed pandemii²⁷. Jednocześnie wynagrodzenia w Polsce (w ujęciu rocznym) nieprzerwanie rosły. W niniejszej Ramce dokonano analizy sytuacji na rynku pracy w Polsce w okresie pandemii.

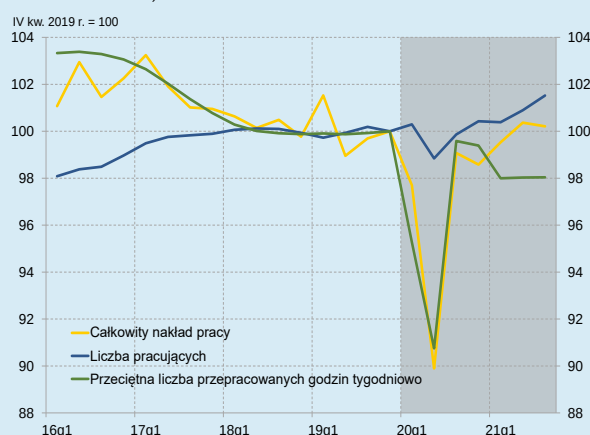
W Polsce po wybuchu pandemii, tj. w I i II kw. 2020 r., w warunkach silnego spadku aktywności gospodarczej i silnych restrykcji epidemicznych, nastąpiło wyraźne zmniejszenie popytu na pracę, jak również częstsze absencje pracowników²⁸. W konsekwencji obniżył się całkowity nakład pracy, czyli łączna liczba przepracowanych godzin w gospodarce. Spadek całkowitego nakładu pracy nastąpił jednak przede wszystkim poprzez wyraźne obniżenie przeciętnej liczby przepracowanych godzin (o 9,5% w okresie IV kw. 2019 r. – II kw. 2020 r., po odsezonowaniu), natomiast skala ograniczenia liczby pracujących była zdecydowanie mniejsza (o 1,4% w tym samym okresie, po odsezonowaniu; Wykres R.2.2). Liczba pracowników objętych dofinansowaniem Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych z tytułu obniżonego wymiaru czasu pracy podczas początkowej fazy pandemii osiągnęła blisko 800 tys.²⁹.

Wykres R.2.1 Miesięczna stopa bezrobocia w styczniu 2020 r. i październiku 2021 r. oraz jej przyrost między styczniem 2020 r. a najwyższą wartością w 2020 r. w krajach OECD (dane odsezonowane)



Źródło: dane OECD, obliczenia NBP.

Wykres R.2.2 Całkowity tygodniowy nakład pracy w gospodarce, liczba pracujących oraz przeciętna liczba przepracowanych w tygodniu godzin wg BAEL (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Przeciętna liczba przepracowanych godzin tygodniowo obliczona została jako iloraz liczby łącznie przepracowanych godzin w gospodarce oraz liczby pracujących wg BAEL. W związku z tym, różni się ona od publikowanej przez GUS przeciętnej liczby godzin pracy wg BAEL. W przeciwieństwie do publikowanego wskaźnika, uwzględnia ona bowiem również te osoby, które w badanym tygodniu nie przepracowały żadnej godziny, a które zachowują jednak na rynku pracy status pracującego. Zacieniowany obszar oznacza okres pandemii.

Utrzymywaniu liczby pracujących pomimo kryzysu pandemicznego sprzyjały działania po stronie polityki gospodarczej. W zakresie polityki fiskalnej podstawowym instrumentem wsparcia były działania w ramach Tarczy Antykryzysowej. Wpływały one bezpośrednio na ochronę miejsc pracy i dochodów pracujących poprzez zapewnienie dofinansowania wynagrodzeń pracowników, świadczeń postojowych dla osób prowadzących działalność gospodarczą i na umowach cywilnoprawnych oraz zwolnień ze składek na ubezpieczenia społeczne dla firm. Drugim instrumentem pośrednio wspierającym rynek pracy była Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu

²⁷ Liczba pracujących (powyżej 15 lat) w IV kw. 2020 r. była wyższa niż w IV kw. 2019 r. jedynie w 5 z 38 krajów OECD, tj. w Polsce, Luksemburgu, Nowej Zelandii, Słowenii i Szwajcarii.

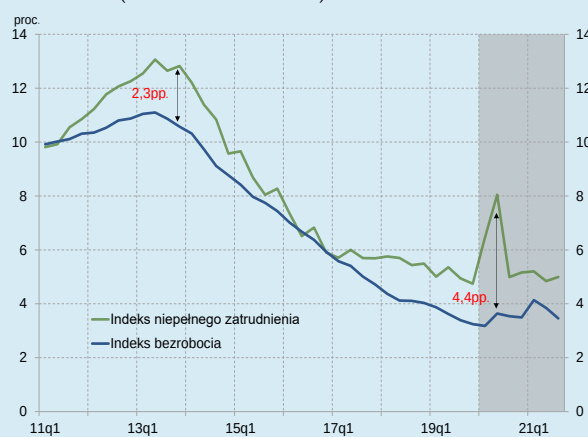
²⁸ W trakcie pierwszej fali pandemii absencje pracownicze wynikały przy tym głównie ze wzrostu liczby osób przebywających na dodatkowych zasiłkach opiekuńczych w związku z zamknięciem instytucji opiekuńczych i edukacyjnych dla dzieci w wieku do lat 8, a w mniejszym stopniu również ze wzrostu nieobecności spowodowanych chorobami własnymi lub objęciem kwarantanną.

²⁹ Liczba osób z dofinansowaniem z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych w związku z obniżonym wymiarem czasu pracy w czerwcu 2020 r. szacowana przez NBP. Zmniejszenie przeciętnego czasu pracy obejmuje przy tym zarówno ograniczenie intensywności czasu pracy pracownika, bez formalnej redukcji jego etatu, jak również redukcję etatu w ramach wykorzystania instrumentów Tarczy Antykryzysowej.

Rozwoju, która, zapewniając sektorowi przedsiębiorstw płynność, również sprzyjała utrzymaniu stanu zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Jednocześnie wyraźne poluzowanie polityki pieniężnej przez NBP w reakcji na wybuch pandemii z jednej strony wspierało sytuację na rynku pracy poprzez pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą, a z drugiej strony oddziaływało w kierunku zwiększenia przestrzeni fiskalnej dla realizacji działań antykryzysowych. Skłonność przedsiębiorstw do redukcji zatrudnienia była także ograniczana przez fakt, że przed pandemią firmy odczuwały braki kadrowe.

W związku z ograniczoną skłonnością firm do zwalniania pracowników, wzrost bezrobocia w następstwie wybuchu pandemii był jedynie nieznaczny (odsezonowana stopa bezrobocia BAEL wyniosła w II kw. 2020 r. 3,2% wobec 3,0% w IV kw. 2019 r.). Analiza z wykorzystaniem tzw. indeksu niepełnego zatrudnienia (ang. *underemployment index*)³⁰ wskazuje, że gdyby dostosowanie rynku pracy odbyło się w całości poprzez zmniejszenie liczby pracujących przy braku zmiany przeciętnej liczby przepracowanych godzin, to stopa bezrobocia według BAEL w Polsce byłaby wyższa od standardowego wskaźnika nawet o 4,4 pkt proc. (Wykres R.2.3). Jednocześnie utrzymanie stosunkowo stabilnej liczby pracowników na początku pandemii, sprzyjało szybkiej odbudowie całkowitego nakładu pracy wraz z ożywieniem aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Już w III kw. 2020 r. przeciętna liczba przepracowanych godzin silnie wzrosła i zbliżyła się do poziomu sprzed pandemii³¹. W warunkach stopniowej odbudowy aktywności gospodarczej również liczba pracujących wg BAEL już w III kw. 2020 r. zaczęła ponownie rosnąć i już w IV kw. tego roku osiągnęła poziom sprzed pandemii. W III kw. 2021 r. liczba pracujących wg BAEL była o 1,5% wyższa niż przed pandemią³². W konsekwencji całkowity nakład pracy w III kw. ub.r. w Polsce był niższy niż przed pandemią zaledwie o 0,3%, podczas gdy średnio w UE był niższy o 3,2% (Wykres R.2.4).

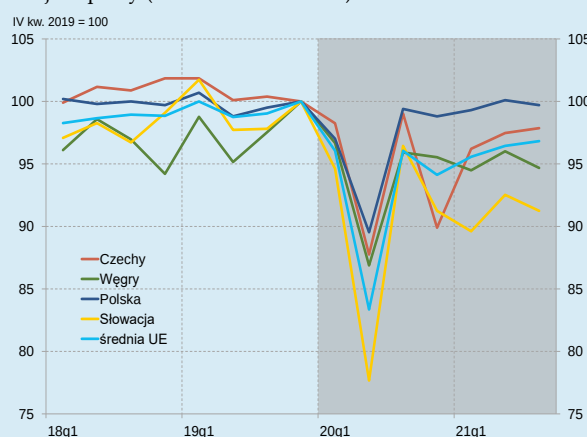
Wykres R.2.3 Indeks niepełnego zatrudnienia na tle indeksu bezrobocia (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Indeks bezrobocia oznacza tu stopę bezrobocia w przeliczeniu na godzinę (szerzej w Wyszyński 2016). Zaciemniony obszar oznacza okres pandemii.

Wykres R.2.4 Indeks całkowitego nakładu pracy w głównym miejscu pracy (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Indeks odnosi się do osób w wieku 15-74 lata. Zaciemniony obszar oznacza okres pandemii.

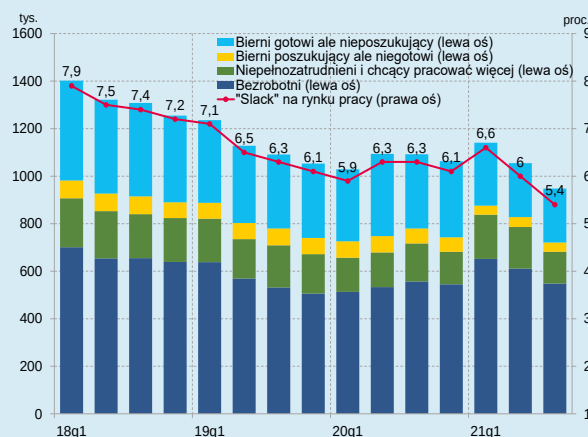
³⁰ Miara ta – podobnie jak stopa bezrobocia – mierzy wielkość wolnych zasobów pracy w relacji do aktywnych zawodowo, korygując ją jednak dodatkowo o różnicę pomiędzy czasem pracy preferowanym przez pracowników w danym okresie a czasem pracy faktycznie przepracowanym (tzw. lukę godzinową). Indeks ten pozwala na pełniejszą ocenę niedopasowania popytu i podaży na rynku pracy, uwzględniając zarówno liczbę osób pozostających bez pracy, jak i intensywność wykorzystania osób pracujących (szerzej w Bell i Blanchflower (2011, 2013)).

³¹ Po silnym wzroście w III kw. 2020 r. przeciętna liczba przepracowanych godzin w kolejnych kwartałach kształtowała się nieco poniżej poziomu sprzed pandemii, na co wpływ mogły mieć zarówno czynniki zdrowotne, utrzymanie obostrzeń epidemicznych w wybranych branżach, jak również zmiany organizacji pracy w firmach w porównaniu z sytuacją sprzed pandemii (np. większy udział pracy zdalnej).

³² Dane BAEL dla Polski oraz dane LFS w przypadku pozostałych krajów UE za okres I-III kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z danymi historycznymi z powodu zmian metodyki badania (zarówno w zakresie definicji podstawowych zmiennych, jak i konstrukcji kwestionariusza ankietowego).

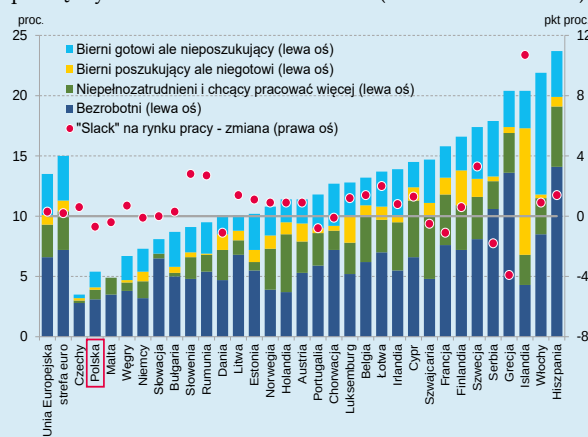
Na szybką odbudowę popytu na pracę wskazuje również analiza stopnia niewykorzystania potencjalnych zasobów pracy (ang. labour market slack)³³. W II kw. 2020 r. wskaźnik ten wzrósł jedynie nieznacznie, a w III kw. 2021 r. obniżył się do najniższego poziomu w historii (Wykres R.2.5)³⁴. Zarówno poziom, jak i zmiana tego wskaźnika w okresie pandemii były więc w Polsce relatywnie niskie w porównaniu z innymi krajami UE (Wykres R.2.6). W tych warunkach w Polsce w okresie pandemii wynagrodzenia systematycznie rosły, podążając za zmianami wydajności pracy. Łącznie wzrost wynagrodzeń w Polsce w okresie od IV kw. 2019 r. do III kw. 2021 r. należał do najszybszych w UE i wyniósł 13,8% w porównaniu do 5,2% średnio w UE^{35, 36}.

Wykres R.2.5 Niewykorzystane potencjalne zasoby pracy w Polsce (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.
Wskaźniki odnoszą się do osób w wieku 15-74 lata.

Wykres R.2.6 Niewykorzystane potencjalne zasoby pracy w krajach UE – poziom w III kw. 2021 r. oraz zmiana pomiędzy IV kw. 2019 r. a III kw. 2021 (dane odsezonowane)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Slack na rynku pracy mierzony jest w procentach rozszerzonego zasobu pracy. Rozszerzony zasób pracy oznacza natomiast łączną liczbę osób aktywnych zawodowo, biernych zawodowo poszukujących pracy, ale niegotowych do jej podjęcia oraz biernych zawodowo nieposzukujących pracy, ale gotowych do jej podjęcia. Wskaźniki odnoszą się do osób w wieku 15-74 lata.

Literatura:

Bell D.N.F., Blanchflower D.G. (2011), *Youth Underemployment in the UK in the Great Recession*, National Institute Economic Review No. 215, January 2011.

Bell D.N.F., Blanchflower D.G. (2013), *Underemployment in the UK Revisited*, National Institute Economic Review No. 224, January 2013.

Wyszyński R. (2016), *Zjawisko niepełnego wykorzystania zasobu pracy – czym jest i co mówi o rynku pracy w Polsce*, Bank i Kredyt 47(3).

³³ Labour market slack zdefiniowany jest jako łączna liczba osób (w wieku 15-74 lat): (i) bezrobotnych, (ii) biernych zawodowo poszukujących pracy, ale niegotowych do jej podjęcia, (iii) biernych zawodowo gotowych do jej podjęcia, ale nieposzukujących pracy, oraz (iv) osób niepełnozatrudnionych, które mogłyby i chciałyby pracować w większym wymiarze czasu pracy.

³⁴ Labour market slack w Polsce osiągnął w III kw. 2021 r. najniższy poziom w historii pomimo, że zmiany metodyki badania BAEL wprowadzone od początku 2021 r. (nowa konstrukcja kwestionariusza, jak i zmiany definicji pracującego/bezrobotnego) doprowadziły do wzrostu (w ujęciu statystycznym) liczby osób bezrobotnych oraz biernych nieposzukujących pracy, ale gotowych do jej podjęcia, a więc oddziaływały w kierunku wzrostu tego wskaźnika w porównaniu do poziomów z poprzednich lat.

³⁵ W tym okresie wynagrodzenia wzrosły szybciej niż w Polsce jedynie w czterech krajach UE: na Litwie, w Bułgarii oraz na Węgrzech i Malcie. Dane odnoszą się do komponentu dotyczącego wynagrodzeń w ramach wskaźnika Labour Cost Index (LCI), który jest liczony przez Eurostat na podstawie wyników międzynarodowego badania kosztów pracy i obejmuje sekcje gospodarki od B do N (czyli z wyłączeniem rolnictwa, gospodarstw domowych zatrudniających pracowników oraz organizacji eksterytorialnych). Dane odsezonowane.

³⁶ Wyrażnemu wzrostowi wynagrodzeń w Polsce towarzyszył wzrost wydajności pracy, który w okresie od IV kw. 2019 r. do IV kw. 2021 r. wyniósł łącznie 2,7% (obliczenia NBP na podstawie danych GUS, dane odsezonowane).

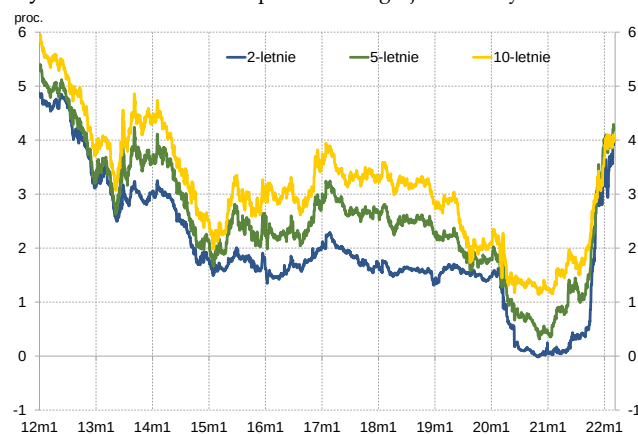
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

Rentowności obligacji skarbowych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – w ostatnich miesiącach istotnie wzrosły (Wykres 2.19; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). W okresie od końca listopada 2021 r. do początku lutego 2022 r. towarzyszyło temu pewne umocnienie złotego wobec głównych walut (Wykres 2.20). W kierunku wzrostu rentowności obligacji i umocnienia złotego oddziaływała przede wszystkim korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce oraz zacieśnienie polityki pieniężnej NBP i oczekiwania dotyczące dalszych podwyżek stóp procentowych (Wykres 2.21; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Jednocześnie na ceny krajowych aktywów finansowych wpływało wycofywanie akomodacji monetarnej przez banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

Jednak na przełomie lutego i marca br. nastąpiła istotna deprecjacja kursu złotego w związku z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Towarzyszył temu wyraźny spadek cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

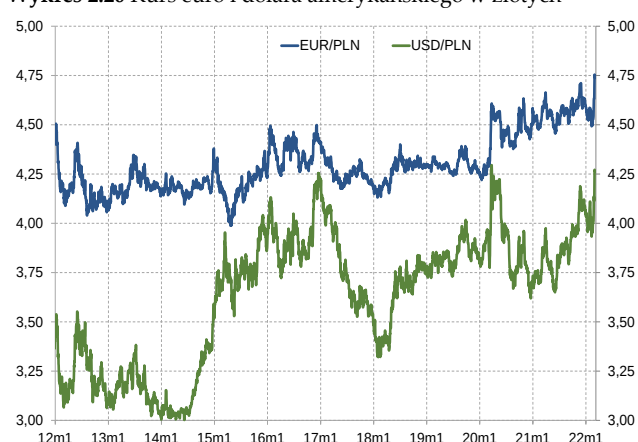
Z kolei ceny transakcyjne na rynku mieszkaniowym³⁷ w IV kw. 2021 r.³⁸ w dalszym ciągu rosły w związku z utrzymującym się wysokim popytem i rosnącymi kosztami budowy (Wykres 2.22). Według danych NBP dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wzrosła do 13,5% r/r (wobec 9,8% w III kw. 2021 r.)³⁹.

Wykres 2.19 Rentowności polskich obligacji skarbowych



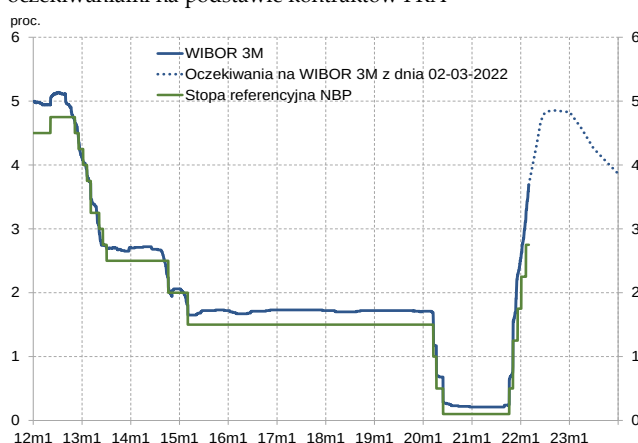
Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.20 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.21 Stopa referencyjna NBP oraz WIBOR 3M wraz z oczekiwaniami na podstawie kontraktów FRA



Źródło: dane NBP i Bloomberg.

³⁷ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku nieruchomości znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP na ten temat: kwartalnych *Informacjach o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce* oraz rocznych *Raportach o sytuacji na rynkach nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

³⁸ Omawiane dane dotyczące cen mieszkań obejmują transakcje zawarte w okresie wrzesień 2021 r. – listopad 2021 r.

³⁹ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen wyniosła w IV kw. 2021 r. 4,9% (wobec 2,4% w III kw. 2021 r.).

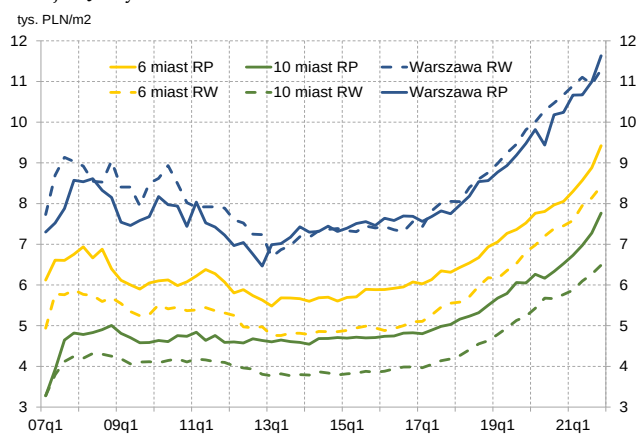
2.6 Pieniądz i kredyt⁴⁰

Tempo wzrostu agregatu M3 w IV kw. 2021 r. ustabilizowało się, kształtując się na poziomie zbliżonym do notowanego przed wybuchem pandemii (wyniosło 8,9% w IV kw. wobec 8,5% w III kw. 2021 r. i 9,0% w IV kw. 2019 r.; Wykres 2.23). Pewnemu spowolnieniu tempa wzrostu gotówki w obiegu (do 11,8% w IV kw. z 15,6% w III kw. 2021 r.), towarzyszył wzrost dynamiki depozytów przedsiębiorstw (do 9,1% w IV kw. z 6,8% w III kw. 2021 r.), wynikający przede wszystkim ze zwiększenia depozytów terminowych. Natomiast dynamika depozytów gospodarstw domowych ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie (wyniosła 6,9% w IV kw. wobec 6,5% w III kw. 2021 r.)⁴¹.

W warunkach trwającego ożywienia gospodarczego dynamika kredytów i innych należności w IV kw. 2021 wzrosła, oddziałując w kierunku szybszego wzrostu pieniądza M3 (Wykres 2.24). Jednocześnie zmniejszały się wkłady do dynamiki pieniądza M3 pozostałych czynników jego kreacji. W szczególności, wobec korzystnej sytuacji sektora finansów publicznych i wysokiego stopnia zaspokojenia potrzeb pożyczkowych, obniżyło się zadłużenie netto instytucji rządowych szczebla centralnego (por. rozdz. 2.3 *Sektor finansów publicznych*).

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w IV kw. ub.r. – po istotnym wzroście w poprzednich kwartałach – ustabilizowała się (wyniosła 4,9% r/r), przy umiarkowanym wzroście kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.25). Choć roczna dynamika kredytów mieszkaniowych w IV kw. ub.r. pozostała relatywnie stabilna, to dostępne dane⁴² wskazują na obniżenie się

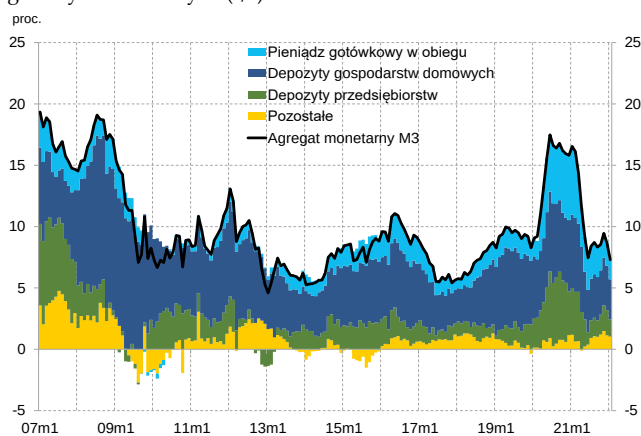
Wykres 2.22 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 2.23 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).

⁴⁰ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

⁴¹ Z kolei w styczniu 2022 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 7,3% r/r. Dynamika gotówki w obiegu wyniosła 9,4% r/r, depozytów gospodarstw domowych 6,1% r/r, a depozytów przedsiębiorstw 6,9% r/r.

⁴² *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2022r.*, NBP, luty 2022 r.; Informacje prasowe BIK (<https://media.bik.pl/>).

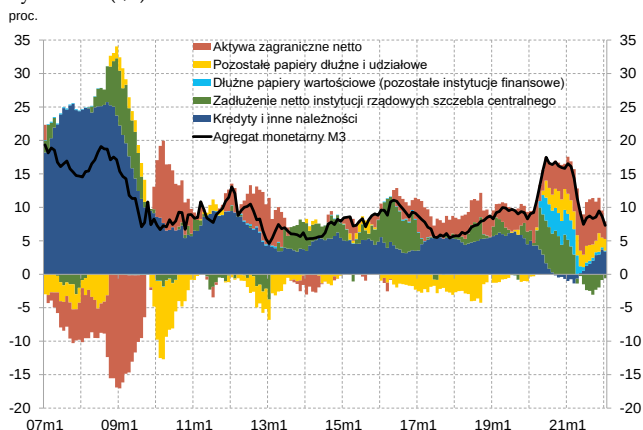
popytu (w IV kw. liczba złożonych wniosków kredytowych i wartość przyznanych kredytów były niższe niż w III kw. ub.r.) oraz pewne zaostrenie kryteriów polityki kredytowej⁴³. Następowo to w warunkach wzrostu oprocentowania kredytów mieszkaniowych.

Z kolei roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w IV kw. 2021 r. wyraźnie wzrosła i po raz pierwszy od wybuchu pandemii była dodatnia (wyniosła 2,2% r/r w IV kw. wobec -1,7% r/r w III kw. 2021 r.; Wykres 2.26). Do wyższej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw przyczyniło się w szczególności wyraźne przyspieszenie wzrostu kredytów o charakterze bieżącym (do 9,0% w IV kw. 2021 r. z -0,2% w III kw. 2021 r.) pod wpływem zwiększonego pod koniec 2021 r. zapotrzebowania na finansowanie m.in. zapasów i innych składników kapitału obrotowego ze strony dużych przedsiębiorstw. Jednocześnie dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym była nadal ujemna, choć wyższa niż kwartał wcześniej (wyniosła -2,3% r/r w IV kw. wobec -3,0% r/r w III kw. 2021 r.)⁴⁴.

2.7 Bilans płatniczy⁴⁵

W IV kw. 2021 r. saldo na rachunku obrotów bieżących obniżyło się (do -0,9% PKB w IV kw. ub.r. z 0,7% PKB w III kw. ub.r.), co wynikało przede wszystkim ze spadku salda na rachunku obrotów towarowych (do -0,1% PKB w IV kw. ub.r. z 1,4% PKB w III kw. ub.r.; Wykres 2.27). Pogorszenie salda obrotów towarowych wynikało głównie ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych, które znalazło odzwierciedlenie we wzroście wartości importu paliw i towarów

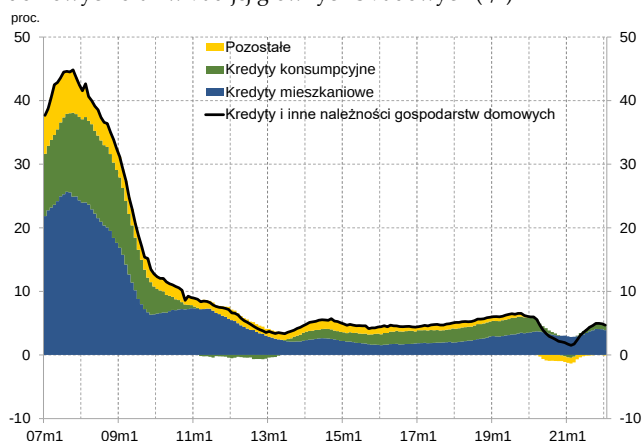
Wykres 2.24 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.25 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

⁴³ Z kolei w styczniu 2022 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 4,7% r/r. Wzrost kredytów mieszkaniowych nieco spowolnił (do 6,5% r/r w styczniu br. z 6,8% r/r w IV kw. 2021 r.) przy relatywnie stabilnej dynamice kredytów konsumpcyjnych.

⁴⁴ W styczniu 2022 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 4,1% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyniosła 13,3% r/r, a kredytów o charakterze inwestycyjnym -2,0% r/r.

⁴⁵ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla IV kw. 2021 prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym.

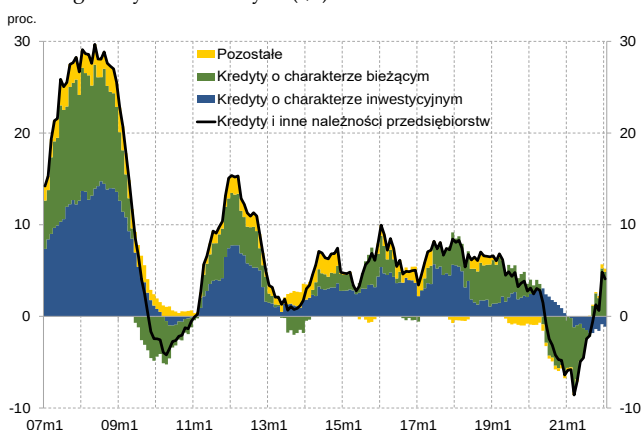
zaopatrzeniowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Jednocześnie wzrost wartości eksportu był ograniczany przez zaburzenia w funkcjonowaniu łańcuchów dostaw, powodujące w szczególności spowolnienie produkcji w branży motoryzacyjnej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

Do obniżenia salda na rachunku bieżącym przyczyniło się także – choć w mniejszym stopniu – zwiększenie deficytu dochodów pierwotnych (w IV kw. ub.r. wyniosło 4,4% PKB), ze względu na wysokie reinwestowane zyski zagranicznych inwestorów bezpośrednich. Stabilizująco na saldo rachunku obrotów bieżących oddziaływała natomiast utrzymująca się wysoka nadwyżka w handlu usługami (4,3% PKB w IV kw. ub.r.)⁴⁶.

Saldo rachunku finansowego w ostatnim okresie obniżyło się (do 1,0% PKB w IV kw. ub.r. z 2,5% PKB w III kw. ub.r., Wykres 2.28). Na zmniejszenie salda rachunku finansowego w porównaniu z III kw. ub.r. wpłynęło przede wszystkim zmniejszenie salda oficjalnych aktywów rezerwowych i pozostałych inwestycji.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.3). W III kw. 2021 r. ponownie poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (liczona w relacji do PKB), a poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB kształtował się w pobliżu najniższego poziomu od 2008 r.

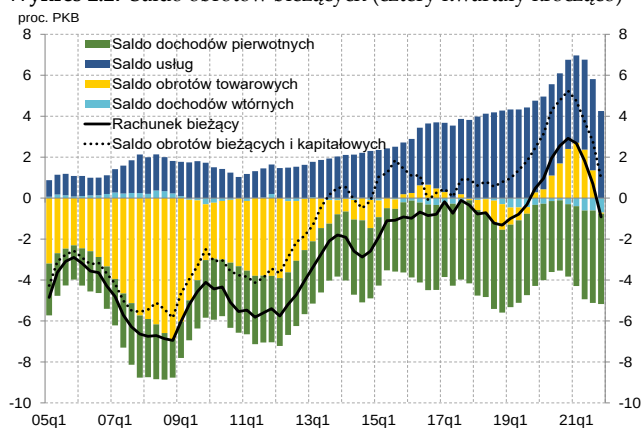
Wykres 2.26 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



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.

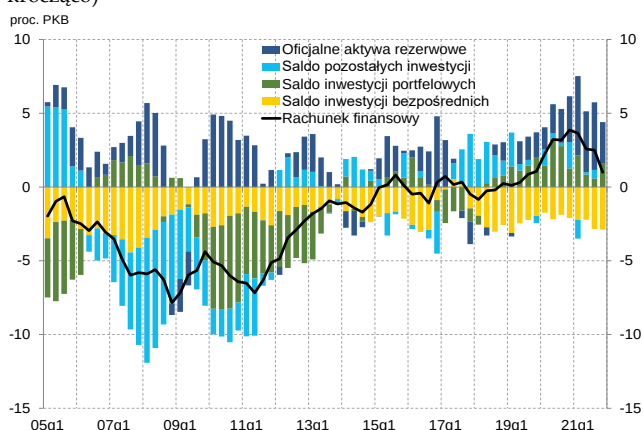
Wykres 2.27 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za IV kw. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2021 r.

Wykres 2.28 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski). Dane za IV kw. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2021 r.

⁴⁶ Jednocześnie utrzymywała się nadwyżka na rachunku kapitałowym, wynikająca z napływu środków z UE (w IV kw. ub.r. wyniosła 1,9% PKB).

Tabela 2.3 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
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,5	1,0	2,0	2,6	2,9	2,7	1,8	0,7	-0,9
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	2,4	3,1	4,3	4,8	5,2	4,7	3,7	2,8	1,0
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	4,8	5,0	5,6	6,1	6,8	7,0	6,8	5,8	4,2
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,0	5,1	5,5	5,8	6,1	6,4	5,6	5,8	5,5
Zadłużenie zagr./PKB	59	59	58	59	61	61	57	58	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-50	-47	-46	-45	-45	-43	-42	-41	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	140	138	135	124	119	112	105	111	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	117	117	121	119	125	125	123	131	-

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu. Dane za IV kw. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2021 r.

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2021 r. – marzec 2022 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada 2021 r. do lutego 2022 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br.

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

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Podkreślano, że dzięki postępującemu wzrostowi aktywności wiele gospodarek odrobiło pandemiczne straty. Zaznaczano, że wstępne dane o PKB za III kwartał wskazują na utrzymującą się korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych, a także w strefie euro, gdzie wzrost gospodarczy był wyraźnie wyższy od prognoz. Podkreślano, że dobra sytuacja gospodarcza w strefie euro utrzymywała się mimo negatywnego wpływu zaburzeń podażowych na koniunkturę w przemyśle i była wspierana przez wyraźne ożywienie aktywności w sektorze usługowym. Podkreślano, że aktualne prognozy wskazują na dalszy wzrost aktywności w gospodarce globalnej w przyszłym roku. Jednocześnie oceniano, że dominuje ryzyko niższej od obecnie prognozowanej dynamiki światowego PKB. W tym kontekście wskazywano, że utrzymująca się w wielu krajach trudna sytuacja epidemiczna wraz z ograniczeniami podażowymi na części rynków i silnym wzrostem cen surowców oddziałują negatywnie na aktywność w niektórych gospodarkach. Zwracano także uwagę na obniżenie dynamiki PKB w Chinach w III kw., związane z zaburzeniami pandemicznymi oraz

realizowaną przez chińskie władze polityką gospodarczą.

Wskazywano, że ceny surowców na rynkach światowych pozostają znacznie wyższe niż przed rokiem. Ceny gazu – mimo pewnej korekty w ostatnim czasie – nadal kilkakrotnie przewyższają poziomy notowane jesienią 2020 r. Droższa pozostaje także ropa naftowa oraz węgiel. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wzrostu cen surowców energetycznych oddziałują zarówno czynniki popytowe – tj. postępująca odbudowa gospodarki globalnej po kryzysie pandemicznym – jak też ograniczenia podażowe wynikające z polityki OPEC+ dotyczącej produkcji ropy oraz polityki Rosji w zakresie dostaw gazu ziemnego. Zaznaczano, że w Europie dodatkowym czynnikiem podwyższającym ceny energii jest także silny wzrost cen uprawnień do emisji CO₂. Wskazywano także na wzrost cen żywności, które są podbijane przez rosnące ceny części surowców rolnych na rynkach światowych.

Podkreślano, że czynniki te wraz z zaburzeniami w globalnych łańcuchach podaży i silnym wzrostem cen transportu międzynarodowego przyczyniają się do istotnego wzrostu inflacji w wielu gospodarkach. Zwracano uwagę, że dynamika cen w wielu krajach, w tym w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro, wyraźnie przekracza cele inflacyjne banków centralnych,

kształtując się na poziomach najwyższych od dekad. Zaznaczano także, że prognozy wskazują, że dynamika cen na świecie pozostanie podwyższona także w 2022 r., czego nie przewidywano jeszcze latem br.

Podkreślano, że pomimo wzrostu inflacji główne banki centralne utrzymują niskie stopy procentowe oraz prowadzą skup aktywów. Jednocześnie ze względu na rosnące ryzyko, że podwyższona inflacja może utrzymać się dłużej niż dotychczas prognozowano, część z tych banków sygnalizuje ograniczenie skali akomodacji monetarnej. W szczególności Rezerwa Federalna sygnalizuje rozpoczęcie stopniowego zmniejszenia skali skupu netto aktywów jeszcze w bieżącym roku. Jednocześnie zwracano uwagę, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej i w niektórych gospodarkach rozwiniętych podnoszą już stopy procentowe.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę na trwające ożywienie aktywności gospodarczej. Napływające dane i szacunki sugerują, że w III kw. utrzymał się relatywnie szybki – przekraczający 5 procent – wzrost gospodarczy. Wzrost PKB wspierany był przez silny popyt konsumpcyjny, któremu sprzyja korzystna dla pracowników sytuacja na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń. Dobra koniunktura – mimo negatywnego wpływu ograniczeń w dostępności części półproduktów na aktywność niektórych branż – utrzymuje się także w polskim przemyśle.

Oceniano, że korzystna sytuacja gospodarcza utrzyma się prawdopodobnie także w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że na taki scenariusz wskazują wyniki listopadowej projekcji NBP. Jednocześnie wskazywano, że wśród czynników niepewności dla przyszłej koniunktury dominują czynniki o potencjalnie negatywnym wpływie na aktywność gospodarczą, w tym efekty pandemii, a także oddziaływanie ograniczeń podażyowych

oraz wysokich cen surowców energetycznych na globalną koniunkturę.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce według szybkiego szacunku GUS wzrosła w październiku br. do 6,8% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. Większość członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja wynika nadal w głównej mierze z oddziaływania czynników zewnętrznych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, w tym istotnie wyższych niż przed rokiem cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynkach światowych, wcześniejszych podwyżek cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci oraz globalnych zaburzeń w transporcie i funkcjonowaniu łańcuchów dostaw. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że dodatnio na dynamikę cen oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, w tym popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że znajduje to odzwierciedlenie w podwyższonym poziomie inflacji bazowej. Członkowie ci zwracali także uwagę na wyższy niż w poprzednich latach poziom oczekiwań inflacyjnych, w szczególności oczekiwań formułowanych przez przedsiębiorstwa. Podkreślali oni również znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Analizując perspektywy inflacji członkowie Rady zwracali uwagę, że obserwowany w bieżącym roku istotny wzrost światowych cen surowców, a także przedłużające się globalne zaburzenia podażyowe spowodowały istotne podwyższenie prognoz inflacji na najbliższe kwartały na świecie i w Polsce. Członkowie Rady oceniali, że przy oczekiwanej kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy tworzyłoby to ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Na takie ryzyko wskazywały także wyniki listopadowej projekcji NBP, zgodnie z którą bez dalszego

dostosowania polityki pieniężnej dynamika cen mogłaby nawet po wygaśnięciu wpływu obecnych szoków surowcowo-pandemicznych kształtować się powyżej celu inflacyjnego NBP. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że ryzyko utrzymywania się podwyższonej dynamiki cen może być także zwiększane przez osłabienie czynników strukturalnych, które we wcześniejszych latach ograniczały tempo wzrostu cen w Polsce, takich jak proces globalizacji, czy zmiana struktury rynkowej w handlu detalicznym.

Odnosząc się do sytuacji na rynku kredytowym niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw, a także kredytów konsumpcyjnych pozostaje ograniczony. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na wysoką dynamikę kredytów hipotecznych.

Członkowie Rady uznali, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy podwyższyć stopy procentowe NBP. W związku z tym Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt proc., tj. do poziomu 1,25% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 1,75%; stopa depozytowa 0,75%; stopa redyskontowa weksli 1,30%; stopa dyskontowa weksli 1,35%.

Członkowie Rady wskazywali, że ze względu na zewnętrzne przyczyny podwyższonej dynamiki cen, w tym wzrost cen paliw, a także prognozowany dalszy wzrost cen energii elektrycznej – w najbliższym czasie inflacja będzie nadal istotnie przekraczała cel inflacyjny. Jednocześnie zaznaczyli oni, że podwyższenie stóp w październiku i listopadzie ograniczy ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w średnim okresie, a także będzie działało ograniczająco na oczekiwania inflacyjne. Członkowie Rady stwierdzili, że kolejne decyzje w zakresie polityki pieniężnej będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących

sytuacji gospodarczej, w tym perspektyw inflacji i koniunktury.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 grudnia 2021 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie. Wzrost PKB w strefie euro w III kw. 2021 r. przyspieszył w ujęciu kwartalnym, a ostatnie dane o bezrobociu wskazują, że spadło ono do poziomów notowanych przed pandemią. W Stanach Zjednoczonych w III kw. wzrost PKB spowolnił w ujęciu kwartalnym, natomiast w październiku przyspieszył wzrost zatrudnienia, a poprawiająca się sytuacja na amerykańskim rynku pracy prowadzi do przyspieszenia wzrostu płac. Oceniano, że o ile rosnący popyt jest czynnikiem wspierającym wzrost globalnego PKB, to negatywnie na aktywność gospodarczą oddziałują utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków oraz wysokie ceny surowców. Jednocześnie ważnym czynnikiem ryzyka w niektórych gospodarkach, w tym w strefie euro, jest ponowne nasilenie się pandemii oraz zacieśnienie antypandemicznych ograniczeń, przy czym nie jest jeszcze jasne jak niebezpieczna okaże się nowa mutacja koronawirusa Omikron. Członkowie Rady zaznaczyli jednak, że dotychczasowe doświadczenia wskazywały na coraz mniejszy wpływ kolejnych fal pandemii na koniunkturę, a według aktualnych prognoz w 2022 r. wzrost globalnego PKB pozostanie relatywnie wysoki, choć niższy niż w 2021 r.

Wskazywano, że ceny surowców są nadal znacznie wyższe niż rok wcześniej, co dotyczy w szczególności gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, a także części surowców rolnych. Zwracano uwagę, że mimo pewnego obniżenia się cen ropy naftowej w reakcji na pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych i wzrost awersji do ryzyka po pierwszych informacjach o Omikronie, średnia cena ropy w listopadzie była o

ponad 80% wyższa niż przed rokiem, węgiel był ponad dwu-i-pół-krotnie droższy, a gaz ziemny ponad pięciokrotnie droższy. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wzrostu cen surowców energetycznych oddziałują z jednej strony czynniki popytowe, a z drugiej strony polityka OPEC+ w zakresie wielkości produkcji ropy naftowej oraz polityka Rosji w zakresie dostaw gazu ziemnego. Jednocześnie w Europie, oprócz skokowego i bardzo silnego wzrostu cen gazu, czynnikiem podwyższającym ceny energii jest bardzo silny wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ związany z polityką klimatyczną UE.

Członkowie Rady zaznaczali, że wysokie ceny surowców w połączeniu z przedłużającymi się zaburzeniami w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów podaży i nadal wysokimi cenami transportu międzynarodowego, przyczyniają się do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie, którą wspiera także dalsze ożywienie popytu. W efekcie w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych, inflacja osiąga najwyższe poziomy od dekad. Podkreślano również, że rośnie także inflacja bazowa, a prognozy inflacji na kolejne kwartały są podwyższane, co wskazuje na ryzyko dłuższego niż wcześniej oceniano wpływu szoku pandemicznego na procesy cenowe, na który w Europie nakładają się silnie negatywne efekty polityki podażowej Rosji na rynku gazu. Zwracano uwagę, że o globalnym charakterze obecnego wzrostu inflacji świadczą także bardzo wysokie wskaźniki PPI. W tym kontekście wskazywano w szczególności, że w strefie euro w październiku inflacja PPI wyniosła blisko 22%. Ponadto wskazywano, że aż w 20 krajach UE inflacja PPI jest wyższa niż w Polsce, w tym w Irlandii wyniosła prawie 90%, w Danii blisko 40%, a w Belgii i Hiszpanii – ponad 30%.

Wskazywano, że rosnąca globalnie inflacja skłania część banków centralnych do wycofywania akomodacji monetarnej, choć zaznaczano, że decyzje władz monetarnych są dostosowywane do uwarunkowań prowadzenia polityki

pieniężnej w poszczególnych gospodarkach, co oznacza, że niektóre banki centralne kontynuują ekspansywną politykę pieniężną. W tym kontekście zwracano uwagę, że EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe oraz nadal skupuje aktywa na dużą skalę, natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych utrzymuje stopy zbliżone do zera, sygnalizując jednocześnie możliwość ogłoszenia w grudniu szybszego ograniczania tempa skupu aktywów, co wraz ze wzrostem awersji do ryzyka powodowało presję na aprecjację dolara na rynkach międzynarodowych. Z kolei banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej i w niektórych gospodarkach rozwiniętych podnoszą stopy procentowe.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo kolejnej fali wzrostu zachorowań koniunktura pozostaje bardzo dobra. Świadczy o tym wstępny szacunek PKB, zgodnie z którym wzrost gospodarczy w III kw. 2021 r. wyniósł 5,3%, a więc okazał się wyższy niż oczekiwano. Podkreślano przy tym, że w III kw. odnotowano znaczące przyspieszenie inwestycji, których dynamika wzrosła do 9,3%. Zaznaczano ponadto, że zarówno dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej za październik, jak i dane o wysokiej częstotliwości oraz wskaźniki koniunktury za listopad wskazują na szybki wzrost aktywności gospodarczej także w IV kw. Podkreślano, że wciąż poprawia się też sytuacja na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w zwiększaniu się zatrudnienia, spadku bezrobocia i wyraźnym wzroście przeciętnych wynagrodzeń. To z kolei jest czynnikiem wspierającym konsumpcję. Oceniano, że w kolejnych kwartałach sytuacja gospodarcza pozostanie korzystna, choć czynnikiem niepewności jest rozwój pandemii i jej przełożenie się na koniunkturę, a także utrzymywanie się globalnych ograniczeń podażowych oraz wysokich cen surowców

energetycznych, które są negatywnym szokiem podaźowym dla gospodarki.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce według szybkiego szacunku GUS wzrosła w listopadzie 2021 r. do 7,7% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. Podkreślano, że nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu cen energii, w tym paliw, ale także cen żywności. Prawdopodobnie wzrosła także dynamika cen pozostałych towarów, w tym przede wszystkim tych, których proces produkcji i dystrybucji jest warunkowany niekorzystną sytuacją w ramach globalnych sieci podaży i zaburzeniami w transporcie. Jednocześnie wskazywano, że prawdopodobnie nieznacznie obniżyła się dynamika cen usług.

Członkowie Rady podkreślali, że podwyższona inflacja wynika w głównej mierze z oddziaływania czynników zewnętrznych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, w tym istotnie wyższych niż przed rokiem cen surowców energetycznych i żywnościowych na rynkach światowych, wcześniejszych podwyżek cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci oraz rosnących cen towarów podatnych na globalne zaburzenia pandemiczne. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że dodatkowo na dynamikę cen oddziałuje trwające ożywienie gospodarcze, w tym popyt stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali na wzrost wskaźników inflacji bazowej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na podwyższenie się w ostatnim okresie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że podwyższenie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia tych oczekiwań. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że dostępne informacje świadczą o tym, że o ile dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP przekładają się na wzrost oprocentowania kredytów, to ich wpływ na oprocentowanie

depozytów bankowych jest jak na razie słabszy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Analizując perspektywy inflacji członkowie Rady zwracali uwagę, że w 2022 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzyma się na podwyższonym poziomie, co będzie głównie wynikiem dalszego wzrostu cen gazu, prądu, energii cieplnej oraz opału, a więc efektem negatywnych szoków podaźowych, które są niezależne od krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali wpływu czynników regulacyjnych na inflację, w tym decyzji Prezesa URE w zakresie taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą w 2022 r. Podkreślano, że w obecnych uwarunkowaniach, wzrost cen energii i pozostałych kosztów będzie się stopniowo przekładał na ceny innych towarów i usług w koszyku CPI. Jednocześnie wskazywano, że rząd zdecydował się na wprowadzenie tzw. Tarczy Antyinflacyjnej, w ramach której zostaną obniżone niektóre stawki podatkowe, co będzie ograniczać inflację w okresie obowiązywania obniżenia tych stawek. Oceniano, że w dłuższej perspektywie nastąpi obniżenie dynamiki cen, do czego przyczyni się oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie inflację, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Członkowie Rady oceniali jednak, że przy oczekiwanej kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz korzystnej sytuacji na rynku pracy – mimo dokonanych już podwyżek stóp NBP – utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Członkowie Rady uznali, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia

oczekiwań inflacyjnych. Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu 1,75% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 2,25%; stopa depozytowa 1,25%; stopa redyskontowa weksli 1,80%; stopa dyskontowa weksli 1,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje dotyczące perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że utrzymująca się znacząca niepewność jest nadal istotnym uwarunkowaniem decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 stycznia 2022 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie, choć negatywnie na koniunkturę oddziałują ograniczenia podażowe na części rynków, wysokie ceny surowców, a w niektórych gospodarkach ponowne nasilenie się pandemii. Wskazywano, że wzrost zachorowań osłabia aktywność sektora usług w strefie euro, w tym w Niemczech. Natomiast koniunktura w przemyśle strefy euro pozostaje relatywnie dobra. Odnosząc się do perspektyw globalnej koniunktury, zaznaczano, że aktualne prognozy wskazują na utrzymanie się w 2022 r. relatywnie szybkiego –

choć wolniejszego niż w 2021 r. – wzrostu globalnego PKB. Zwracano przy tym uwagę, że czynnikiem niepewności dla tempa wzrostu gospodarczego na świecie pozostaje sytuacja pandemiczna, w szczególności skutki rozprzestrzeniania się wariantu Omikron koronawirusa. Podkreślano jednak, że według aktualnych ocen jego wpływ na aktywność gospodarczą może być ograniczony.

Wskazywano, że ceny surowców energetycznych, a także części surowców rolnych, kształtują się na znacznie wyższych poziomach niż rok wcześniej. Zaznaczano, że w grudniu 2021 r. następowały silne wahania cen gazu ziemnego w Europie związane głównie z polityką Rosji w zakresie dostaw tego surowca, a pod koniec grudnia jego ceny były 5-krotnie wyższe niż rok wcześniej. Podkreślano, że w Europie dodatkowym czynnikiem podwyższającym ceny nośników energii są bardzo wysokie ceny uprawnień do emisji CO₂ związane z zaostrzeniem polityki klimatycznej UE. Jednocześnie przedłużają się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, a ceny transportu międzynarodowego są nadal podwyższone. Zdaniem członków Rady wymienione czynniki – wraz z silnym ożywieniem popytu – przyczyniają się do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie. W szczególności wskazywano, że w listopadzie inflacja HICP w strefie euro sięgnęła 4,9%, czyli najwięcej w historii tego obszaru walutowego, a w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI wyniosła w listopadzie 6,8%, czyli najwięcej od około 40 lat. Podwyższane są także prognozy inflacji na kolejne kwartały, co w opinii Rady wskazuje na ryzyko dłuższego niż wcześniej oceniano wpływu szoku pandemicznego na procesy inflacyjne.

Członkowie Rady zaznaczali, że w warunkach silnego wzrostu bieżącej, jak i oczekiwanej inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną, choć decyzje władz monetarnych nie są jednorodne i uwzględniają uwarunkowania prowadzenia polityki pieniężnej w

poszczególnych gospodarkach. Zwracano uwagę, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą stopy procentowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych przyspieszyła ograniczanie miesięcznej skali skupu aktywów i oczekiwania rynkowe wskazują, że pierwsza podwyżka stóp procentowych w tej gospodarce może nastąpić już w I połowie 2022 r. Z kolei EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, choć zapowiedział zmniejszenie skali skupu aktywów w 2022 r.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że – mimo jesiennej fali wzrostu zachorowań – trwa ożywienie aktywności gospodarczej. Wskazywały na to dane miesięczne za listopad 2021 r., zgodnie z którymi produkcja sprzedana przemysłu zwiększyła się o 15,2% r/r, a jej wzrost objął niemal wszystkie działy, w tym motoryzację. Zwracano także uwagę na wyraźny wzrost produkcji budowlanomontażowej oraz sprzedaży detalicznej. Podkreślano również, że utrzymuje się silny popyt na rynku pracy, co znajduje odzwierciedlenie w spadku bezrobocia i rosnącym zatrudnieniu. Zwracano uwagę, że towarzyszył temu silny wzrost liczby ofert pracy, co może wskazywać na rosnące trudności przedsiębiorstw z zapewnieniem wakatów, ze względu na niedobór pracowników. W takich warunkach dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Większość członków Rady oceniła, że dalszy wzrost popytu na pracę mógłby przekładać się w większym stopniu na podwyżki wynagrodzeń niż na wzrost zatrudnienia. Jednocześnie większość członków Rady wskazywała na ryzyko możliwego nasilenia się presji płacowej w związku z podwyższoną inflacją.

Odnosząc się do perspektyw koniunktury oceniano, że w najbliższych kwartałach sytuacja gospodarcza pozostanie korzystna. Zwracano jednak uwagę, że czynnikiem niepewności dla tempa wzrostu aktywności jest wpływ pandemii

na globalną i krajową koniunkturę, a także oddziaływanie ograniczeń podaży oraz wysokich cen surowców energetycznych, które są negatywnym szokiem podaży dla gospodarki.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce wzrosła w listopadzie 2021 r. do 7,8% w ujęciu rok do roku, a w ujęciu miesięcznym wyniosła 1,0%. W ocenie Rady, do wzrostu inflacji w znacznym stopniu przyczyniły się czynniki zewnętrzne, w tym obserwowany w II połowie 2021 r. wzrost światowych cen surowców energetycznych i rolnych, rekordowy wzrost cen uprawnień do emisji CO₂, rosnące ceny towarów, których podaż jest ograniczana przez globalne zaburzenia pandemiczne, a także dokonane wcześniej podwyżki cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci. Oceniano, że w kierunku wyższej inflacji oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. W tym kontekście zwracano uwagę na wzrost wskaźników inflacji bazowej oraz rosnący udział produktów i usług, których ceny rosną w podwyższonym tempie. Oceniano, że może to oddziaływać w kierunku wyższych oczekiwań inflacyjnych.

Analizując perspektywy inflacji, członkowie Rady podkreślali, że według prognoz dynamika cen w 2022 r. będzie nadal istotnie podwyższona. Wraz z dalszym wpływem wyższych cen surowców energetycznych i rolnych oraz uprawnień do emisji CO₂, a także towarów, których podaż ograniczana jest przez światowe zaburzenia pandemiczne, na utrzymanie się podwyższonej inflacji w 2022 r. będzie oddziaływał znaczny wzrost regulowanych taryf na nośniki energii, w tym energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych. Podkreślano także, że w warunkach korzystnej koniunktury, wzrost cen energii i pozostałych kosztów będzie się stopniowo przekładał na ceny innych towarów i usług w koszyku CPI. W opinii większości

członków Rady główne czynniki wpływające na podwyższoną inflację w 2022 r. mają charakter negatywnych szoków podaźowych. Natomiast niektórzy członkowie Rady podkreślali rosnące znaczenie czynników krajowych. Zaznaczano jednocześnie, iż ograniczając na inflację w 2022 r. wpłynęło obniżenie części stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. Wskazywano także na znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Zwracano uwagę, że w dłuższej perspektywie nastąpi obniżenie inflacji, do czego przyczyni się oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także dotychczasowe podwyższenie stóp procentowych NBP. Większość członków Rady oceniała jednak, że wobec kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz oczekiwanego utrzymywania się korzystnej sytuacji na rynku pracy, a także prawdopodobnie dłuższego oddziaływania zewnętrznych szoków na dynamikę cen, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Większość członków Rady oceniła, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Zdaniem członków Rady podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że ponowna podwyżka stóp procentowych – przekładając się na dalszy wzrost kosztów obsługi kredytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw – stwarza ryzyko negatywnego wpływu tego czynnika na koniunkturę gospodarczą.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu 2,25% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 2,75%; stopa depozytowa 1,75%;

stopa redyskontowa weksli 2,30%; stopa dyskontowa weksli 2,35%.

Na posiedzeniu odrzucono wniosek o podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 2,0% do 3,5% oraz wniosek o zmianę oprocentowania środków utrzymywanych w formie rezerwy obowiązkowej z poziomu stopy referencyjnej NBP do poziomu stopy depozytowej NBP.

Członkowie Rady wskazywali, że decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje dotyczące perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że utrzymująca się znacząca niepewność jest nadal istotnym uwarunkowaniem decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lutego 2022 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że po silnym wzroście aktywności w gospodarce światowej w 2021 r., nastąpiło pewne pogorszenie koniunktury w części krajów, co w znacznej mierze wynikało z nasilenia się pandemii na przełomie roku. Zwracano jednocześnie uwagę, że w najbliższych miesiącach sytuacja epidemiczna powinna się ustabilizować, na co wskazują doświadczenia krajów najwcześniej zainfekowanych wariantem Omikron koronawirusa. Oceniano, że przełoży się to na ponowne przyspieszenie dynamiki

globalnego PKB, któremu będzie sprzyjać dalsze ożywienie konsumpcji. Członkowie Rady zauważali jednak, że – oprócz ponownego nasilenia się pandemii – na aktywność gospodarczą wciąż negatywnie oddziałują ograniczenia podażowe na części rynków oraz wysokie ceny surowców, a ważnymi czynnikami niepewności pozostają dalsza sytuacja epidemiczna oraz napięcia geopolityczne związane z agresją Rosji wobec Ukrainy, a także kształtowanie się polityki gospodarczej w największych krajach. Podkreślano, że zgodnie z aktualnymi prognozami w 2022 r. wzrost globalnego PKB będzie niższy niż w 2021 r., jednak pozostanie relatywnie wysoki.

Zwracano uwagę, że ceny surowców energetycznych oraz części surowców rolnych są wciąż znacznie wyższe niż rok wcześniej, co przyczynia się do wzrostu inflacji w skali globalnej. W tym samym kierunku oddziałują przedłużające się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów podaży oraz nadal wysokie ceny transportu międzynarodowego. W Unii Europejskiej ważnym czynnikiem dodatkowo podwyższającym ceny jest polityka klimatyczna. Członkowie Rady wskazywali, że w wielu krajach inflacja jest najwyższa od dekad, w tym w strefie euro w styczniu br. inflacja HICP przyspieszyła do 5,1%, a w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w grudniu ub.r. osiągnęła 7,0%. Co więcej, rosną także wskaźniki inflacji bazowej na świecie, czemu sprzyja korzystna koniunktura i poprawa sytuacji pracowników na rynkach pracy. W efekcie prognozy inflacji są rewidowane w górę i wskazują, że w wielu krajach w 2022 r. dynamika cen pozostanie wyższa od celów banków centralnych.

Członkowie Rady zaznaczali, że wobec powyższych uwarunkowań, a więc korzystnej koniunktury i podwyższonej inflacji, wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną. Wskazywano w szczególności, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej

podnoszą stopy procentowe. Z kolei EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, zmniejszając jednak stopniowo skalę skupu aktywów. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje zakończenie skupu aktywów w marcu i gotowość rozpoczęcia podwyższania stóp procentowych. Zaznaczono, że prawdopodobny jest scenariusz co najmniej czterech podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w 2022 r. Członkowie Rady wskazywali, że jest to czynnik, który w połączeniu z trwającymi napięciami geopolitycznymi, oddziaływał w kierunku osłabienia kursów walutowych krajów wchodzących, w tym złotego. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali natomiast, że część banków centralnych – zarówno z krajów wysokorozwiniętych, jak i rozwijających się – z ostrożnością podchodzi do zacieśniania polityki pieniężnej.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że według wstępnego szacunku GUS, wzrost PKB w 2021 r. wyniósł 5,7%, co świadczy o istotnym przyspieszeniu rocznej dynamiki PKB w IV kw. ub.r., mimo jesiennej fali wzrostu zachorowań. Dane miesięczne za grudzień dotyczące produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej również wskazują, że koniunktura pozostaje bardzo dobra. Zaznaczano, że nadal poprawia się też sytuacja na rynku pracy, co znalazło odzwierciedlenie w spadku odsezonowanej stopy bezrobocia, wzroście zatrudnienia oraz wyraźnym przyspieszeniu przeciętnych wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w grudniu. Część członków Rady wskazywała przy tym, że choć do przyspieszenia płac mogło się przyczynić przesunięcie wypłat zmiennych składników wynagrodzeń, to dynamika płac jest od dłuższego czasu wysoka, a firmy planują istotne podwyżki wynagrodzeń także w 2022 r. Równocześnie większość członków Rady wskazywała na ryzyko możliwego nasilenia się presji płacowej w związku z podwyższoną inflacją. Niektórzy członkowie Rady zwracali w

tym kontekście uwagę na wyniki badań ankietowych, w których istotnie wzrósł odsetek firm deklarujących wzrost presji płacowej. Inni członkowie Rady podkreślali, że odsetek przedsiębiorstw, w których płace rosły szybciej niż wydajność, wciąż jest niższy niż przed pandemią.

Odnosząc się do perspektyw koniunktury oceniano, że w najbliższych kwartałach sytuacja gospodarcza pozostanie korzystna. Zwracano jednak uwagę, że czynnikiem niepewności jest wpływ pandemii na globalną i krajową koniunkturę, a także oddziaływanie ograniczeń podażowych oraz wysokich cen surowców energetycznych, które są negatywnym szokiem podażowym dla gospodarki. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że w ostatnim okresie nastąpiło pewne pogorszenie nastrojów konsumentów oraz obniżenie wskaźników koniunktury przedsiębiorstw. Zdaniem tych członków Rady dynamika PKB będzie się obniżać, choć raczej stopniowo.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na tempo przyrostu kredytów w gospodarce, które jest relatywnie szybkie. Zdaniem tych członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej będzie czynnikiem ograniczającym wzrost zadłużenia, co wydaje się uzasadnione zwłaszcza w odniesieniu do zadłużenia gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce wzrosła w grudniu 2021 r. do 8,6%. Podkreślano, że wzrost inflacji w 2021 r. nastąpił przede wszystkim pod wpływem czynników zewnętrznych, na które polityka pieniężna nie ma wpływu. Do czynników tych należały wzrosty światowych cen surowców, rekordowy wzrost cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla, rosnące ceny towarów, których podaż jest ograniczana przez globalne zaburzenia pandemiczne, a także dokonane w 2021 r. podwyżki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego będące w znacznej mierze efektem przełożenia sytuacji na globalnych rynkach surowcowych oraz polityki klimatycznej

Unii Europejskiej. Członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wyższej inflacji oddziałuje także trwające ożywienie gospodarcze, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście wskaźników inflacji bazowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że korzystna koniunktura sprzyja przenoszeniu na ceny konsumpcyjne wyższych kosztów, które widoczne są w rosnących cenach produkcji sprzedanej przemysłu oraz rosnących płacach. Wskazywano przy tym na bardzo wysoką dynamikę PPI za granicą, która – ze względu na powiązania handlowe – przyczynia się do silnego wzrostu PPI także w Polsce.

Oceniano, że czynniki te wraz ze wzrostem regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą będą oddziaływały w kierunku utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie również w 2022 r. oraz – biorąc pod uwagę dostępne prognozy – w 2023 r. W opinii większości członków Rady główne czynniki wpływające na podwyższoną inflację mają obecnie charakter negatywnych szoków podażowych, choć niektórzy członkowie Rady podkreślali znaczenie czynników krajowych, na co ich zdaniem wskazuje m.in. wysoka dynamika cen usług. Jednocześnie wskazywano, że obniżenie części stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej wpłynie ograniczająco na inflację, choć obecnie trudno określić horyzont tego wpływu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że uruchomienie Tarczy wraz z innymi działaniami fiskalnymi oznacza relatywne złagodzenie polityki fiskalnej, przez co większy ciężar zacieśnienia polityki makroekonomicznej musi ponosić polityka pieniężna. Wskazywano także na znaczenie kanału kursowego w mechanizmie transmisji monetarnej.

Zwracano uwagę, że oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także podwyższenie stóp procentowych NBP przyczyni się do obniżenia inflacji w dłuższej perspektywie. Większość

członków Rady oceniała jednak, że wobec kontynuacji ożywienia krajowej aktywności gospodarczej oraz oczekiwanego utrzymywania się korzystnej sytuacji na rynku pracy, a także prawdopodobnie dłuższego oddziaływania zewnętrznych szoków na dynamikę cen, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Większość członków Rady oceniła, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Zdaniem członków Rady podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie podkreślano, że aprecjacja złotego byłaby spójna z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że ponowna podwyżka stóp procentowych – przekładając się na dalszy wzrost kosztów obsługi kredytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw – stwarza ryzyko negatywnego wpływu tego czynnika na koniunkturę gospodarczą.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu 2,75% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 3,25%; stopa depozytowa 2,25%; stopa redyskontowa weksli 2,80%; stopa dyskontowa weksli 2,85%. Jednocześnie Rada podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 2,0% do 3,5%.

Członkowie Rady wskazywali, że decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą nadal nakierowane na obniżenie inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP w średnim okresie, przy uwzględnieniu kształtowania się sytuacji koniunkturalnej, tak aby zapewnić średniookresową stabilność cen, a jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy po globalnym szoku pandemicznym. Ocena Rady

dotycząca skali łącznego zacieśnienia monetarnego niezbędnego dla realizacji powyższych celów będzie uwzględniała napływające informacje dotyczące perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego, w tym perspektyw sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że utrzymująca się znacząca niepewność jest nadal istotnym uwarunkowaniem decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 marca 2022 r.

Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt proc., tj. do poziomu 3,50%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,00%; stopa depozytowa 3,00%; stopa redyskontowa weksli 3,55%; stopa dyskontowa weksli 3,60%.

Po silnym wzroście gospodarki światowej w 2021 r., na przełomie roku nastąpiło pewne spowolnienie dynamiki aktywności w niektórych krajach. Jednocześnie wraz z poprawą sytuacji pandemicznej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w ostatnim okresie poprawiały się wskaźniki koniunktury w tych gospodarkach.

Po rozpoczęciu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie wyraźnie wzrosła niepewność dotycząca dalszego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie, w tym w Europie. Znalazło to odzwierciedlenie w istotnym pogorszeniu nastrojów na rynkach finansowych oraz deprecjacji części walut. Ponownie wzrosły ceny gazu ziemnego, ropy naftowej i węgla, oraz części surowców rolnych. Jednocześnie przedłużają się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, a ceny transportu międzynarodowego są nadal podwyższone. Przyczyni się to najprawdopodobniej do dalszego wzrostu inflacji na świecie, która w wielu krajach

osiągała wysokie poziomy jeszcze przed rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę.

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej podnoszą stopy procentowe. EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak zmniejsza skalę skupu aktywów. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje zakończenie skupu aktywów w marcu i rozpoczęcie podwyższania stóp procentowych.

Dostępne dane wskazują, że w Polsce utrzymuje się korzystna koniunktura gospodarcza. Wzrost PKB w IV kw. 2021 r. wyniósł według wstępnego szacunku GUS 7,3%. Dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w styczniu świadczą o utrzymaniu się korzystnej koniunktury także na początku 2022 r. Jednocześnie nadal rośnie zatrudnienie, czemu towarzyszy wyraźny wzrost wynagrodzeń. Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie i związane z nią sankcje gospodarcze stanowią istotny czynnik niepewności dla kształtowania się przyszłej aktywności gospodarczej na świecie i w Polsce. Niemniej jednak, m.in. ze względu na niewielki udział eksportu do Rosji i Ukrainy w polskiej sprzedaży zagranicznej, można oczekiwać utrzymywania się korzystnej krajowej koniunktury w kolejnych kwartałach.

Inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w styczniu 2022 r. do 9,2%. W kierunku istotnie podwyższonej inflacji oddziałuje przede wszystkim znaczący wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie dodatnio na ceny wpływa także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. W 2022 r. inflacja pozostanie jednak istotnie podwyższona, do czego – oprócz

czynników dotychczas podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki rosyjskiej inwazji na Ukrainę. W kolejnych latach, wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny, inflacja będzie się obniżać. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać umocnienie złotego, gdyż w ocenie Rady obserwowana w ostatnim okresie rynkowa presja na osłabienie złotego nie ma uzasadnienia w fundamentach gospodarczych Polski.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 7 marca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 9,3-12,2% w 2022 r. (wobec 5,1–6,5% w projekcji z listopada 2021 r.), 7,0-11,0% w 2023 r. (wobec 2,7–4,6%) oraz 2,8-5,7% w 2024 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4-5,3% w 2022 r. (wobec 3,8–5,9% w projekcji z listopada 2021 r.), 1,9-4,1% w 2023 r. (wobec 3,8–6,1%) oraz 1,4-4,0% w 2024 r.

Rada oceniła, że utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Aby ograniczyć to ryzyko, a więc dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania w celu zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – marzec 2022*.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) 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 i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DABE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2022 r. do IV kw. 2024 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2021 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 7 marca 2022 r. (*cut-off date*).

4.1 Synteza

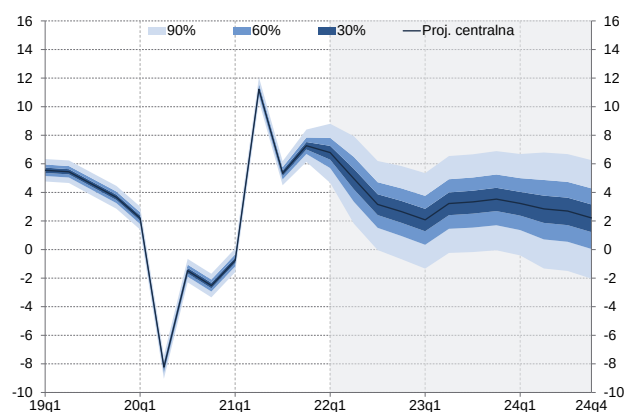
Na centralny scenariusz bieżącej projekcji w znacznym stopniu wpływają makroekonomiczne skutki agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie i związanych z tym sankcji nakładanych na Rosję. Przyjęto założenie, że w perspektywie projekcji zostanie utrzymana co najmniej część sankcji nakładanych przez państwa zachodnie na Rosję, a co za tym idzie w relacjach gospodarczych nie nastąpi powrót do *status quo* sprzed agresji.

Bezpośrednim skutkiem rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie są wyraźnie wyższe notowania cen surowców energetycznych i części surowców rolnych na rynkach światowych, których ceny już wcześniej dynamicznie rosły. Na krajowe procesy cenotwórcze w 2022 r. nadal oddziałują również wysokie koszty uprawnień do emisji CO₂ oraz przedłużające się napięcia w globalnych sieciach dostaw. W warunkach silnej odbudowy popytu w gospodarce po okresie obowiązywania istotnych obostrzeń wprowadzonych w związku z wybuchem pandemii powyższe okoliczności skutkują niebilansowaniem wielu rynków, prowadząc do nasilenia presji cenowej i wyraźnego wzrostu inflacji CPI w 2022 r. W I poł. br. skalę wzrostu inflacji cen energii i żywności przejściowo ogranicza oddziaływanie Tarczy Antyinflacyjnej.

W latach 2023-2024, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br., inflacja CPI obniży się, jednak do końca horyzontu projekcji będzie przekraczać 3,5% r/r. Za stopniowym obniżaniem się inflacji przemawia spowolnienie wzrostu łącznego popytu w gospodarce, założone stopniowe obniżanie się cen surowców na rynkach światowych oraz ustępowanie cenowych efektów napięć w sieciach dostaw.

Po okresie silnej odbudowy aktywności gospodarczej w 2021 r., w horyzoncie projekcji

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



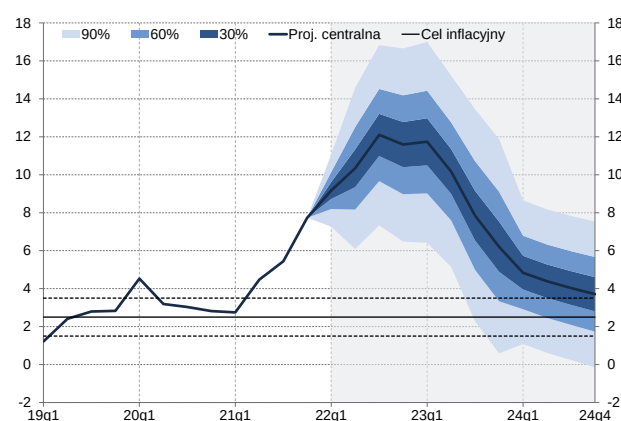
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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, wariację oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariacja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

wzrośnie oddziaływanie czynników ograniczających tempo wzrostu PKB, które w rezultacie ulegnie wyhamowaniu. W najbliższych kwartałach krajowa koniunktura będzie bowiem pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego odzwierciedlonego w wyraźnym wzroście inflacji CPI. W dalszym horyzoncie projekcji w większym stopniu niekorzystnie na perspektywy wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie aktywności za granicą oraz istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020. Skalę obniżenia dynamiki krajowego PKB będą przy tym łagodzić zmiany polityki fiskalnej wprowadzone w ramach Tarczy Antyinflacyjnej i Polskiego Ładu oraz zwiększony napływ migrantów do Polski z Ukrainy.

Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w największym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie oraz pandemią COVID-19. Ze względu na bardzo wysoką niepewność przyjęte w projekcji założenia, które mają charakter pozaekonomiczny, należy traktować jako pewnego rodzaju warunki brzegowe dla projekcji. Brak ich spełnienia może prowadzić do odmiennych scenariuszy makroekonomicznych niż przedstawione w projekcji. Dodatkowym istotnym źródłem ryzyka dla inflacji jest możliwe przedłużenie okresu obowiązywania Tarczy Inflacyjnej. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Pogorszenie sytuacji pandemicznej, w warunkach utrzymujących się ograniczeń podażyowych i wysokich cen surowców, przyczyniło się do spowolnienia ożywienia w głównych gospodarkach rozwiniętych na przełomie roku. W kolejnych kwartałach oczekuje się spadku liczby zakażeń, ale skalę ożywienia w gospodarkach europejskich będą nadal ograniczać bardzo wysokie ceny surowców energetycznych oraz dodatkowo wzrost zaburzeń w handlu, spowodowany zbrojną agresją Rosji przeciw Ukrainie. W konsekwencji w całym 2022 r. wzrost w głównych gospodarkach rozwiniętych będzie wyraźnie niższy niż w 2021 r., a w kolejnych latach będzie się dalej obniżać.

Odbudowa aktywności po kryzysie pandemicznym w części gospodarek wschodzących będzie przebiegać wolniej niż w krajach rozwiniętych za sprawą mniej zaawansowanej akcji szczepień, mniejszej skali wsparcia ze strony polityki gospodarczej oraz silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w warunkach podwyższonej inflacji. Dodatkowo polityka silnych lokalnych restrykcji epidemicznych w Chinach (tzw. „zero Covid”) może powodować przedłużanie się zakłóceń w łańcuchach dostaw w najbliższych kwartałach.

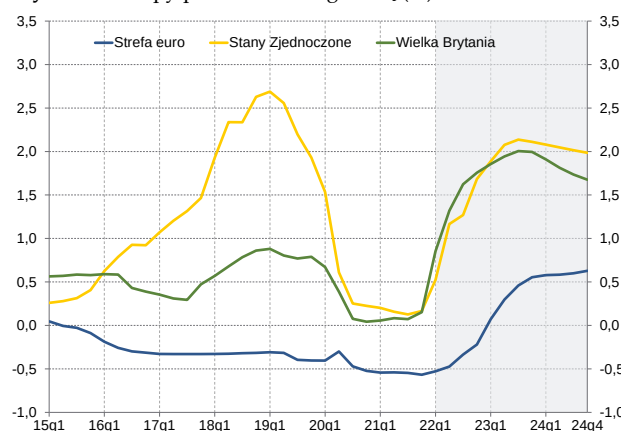
Ocenia się, że niepewność dotycząca wpływu pandemii na światową aktywność gospodarczą obniżyła się, choć nadal pozostaje wysoka. Znacząco wzrosło natomiast ryzyko geopolityczne w Europie i na świecie związane z agresją Rosji przeciw Ukrainie. Związany z tym wzrost napięcia politycznego powoduje zaburzenia w funkcjonowaniu światowej gospodarki i zwiększa niepewność związaną z kształtowaniem się cen i podaży surowców energetycznych oraz polityką gospodarczą, w tym pieniężną,

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



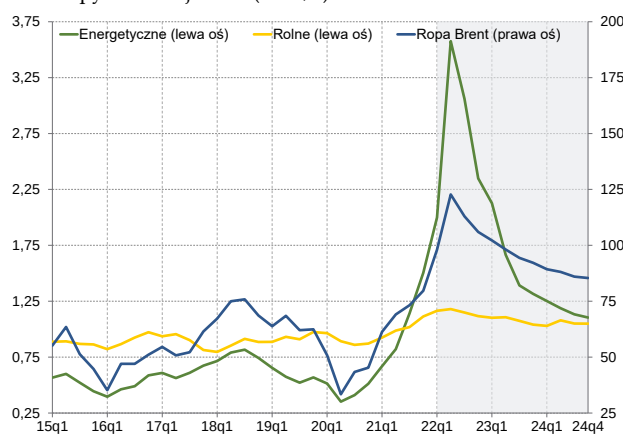
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

w największych krajach (por. rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*).

Inflacja i rynki surowców

Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie spowodowała silny wzrost notowań ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych (Wykres 4.4). Na wysoki poziom cen surowców energetycznych wpływ ma także ich ograniczona podaż, przy jednoczesnej szybkiej odbudowie popytu na energię w ślad za ożywieniem w gospodarce światowej. Na ceny gazu ziemnego dodatkowo oddziałują niskie zapasy tego surowca w Europie i dotychczasowa polityka klimatyczna Unii Europejskiej nakierowana na ograniczenie emisji CO₂, skutkująca zwiększonym zapotrzebowaniem na ten surowiec. Można oczekiwać, że w perspektywie najbliższych miesięcy ceny surowców energetycznych zaczną się obniżać, ale w całym horyzoncie projekcji będą one kształtować się powyżej poziomu sprzed wybuchu pandemii⁴⁷ (Wykres 4.4). Scenariusz spadku ceny ropy naftowej w dalszym horyzoncie projekcji wspiera spodziewane zwiększenie wydobycia w krajach OPEC oraz Stanach Zjednoczonych, które będzie oddziaływać w kierunku przywrócenia równowagi między podażą i popytem. Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego również będą się obniżać w latach 2023-2024, ale pozostaną wyraźnie wyższe niż przed 2021 r. Spadkowi cen węglowodorów będzie sprzyjać także zwiększanie wykorzystania odnawialnych źródeł energii w celu zmniejszania zależności UE od importu surowców z Rosji. Prognozy cen surowców energetycznych obciążone są jednak wysoką niepewnością związaną z przebiegiem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, nakładanymi w związku z tym na Rosję sankcjami i konsekwencjami

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, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

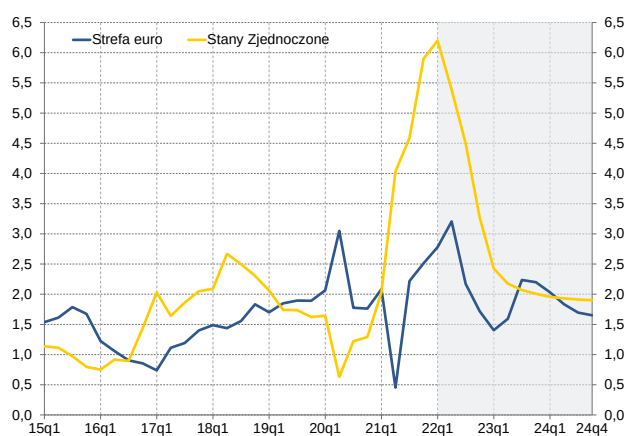
⁴⁷ Prognoza światowych cen ropy naftowej, gazu ziemnego oraz węgla kamiennego jest oparta na notowaniach kontraktów terminowych na dostawę tych surowców na giełdzie ICE w Londynie.

geopolitycznymi. Niepewność rodzą także kształtowanie się popytu na surowce energetyczne w najbliższych latach, przyszłe decyzje krajów grupy OPEC i innych producentów dotyczące wielkości wydobycia oraz zmiany regulacji w obszarze polityki klimatycznej.

W ostatnich miesiącach miał również miejsce wysoki wzrost cen większości surowców rolnych w warunkach zwiększonego popytu i ograniczonej podaży przy rosnących kosztach produkcji (Wykres 4.4). Do wzrostu cen pszenicy przyczyniła się dodatkowo agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie i obawy o podaż surowca z tych kluczowych dla handlu międzynarodowego obszarów. W dalszym horyzoncie projekcji, wraz ze spadkiem cen ropy naftowej i gazu ziemnego, wpływającym na koszty transportu, energii elektrycznej oraz ceny nawozów sztucznych, ceny surowców rolnych na rynkach światowych będą się stopniowo obniżać (Wykres 4.4). Główne ryzyko dla przyjętej prognozy, poza niepewnością dotyczącą kształtowania się popytu, kosztów i sytuacji geopolitycznej, stanowią nowe ogniska chorób zwierzęcych oraz przyszłe warunki agrometeorologiczne.

W IV kw. ub.r. w gospodarce światowej odnotowano wyraźne przyspieszenie dynamiki cen konsumpcyjnych i cen producenta. Przyczyniły się do tego rosnące ceny surowców energetycznych oraz niedobory towarów wynikające z zakłóceń w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw, przy wciąż wysokim popycie na dobra trwałego użytku (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Wzrost deflatora wartości dodanej w strefie euro w 2021 r. był natomiast ograniczony ze względu na jego podwyższony poziom w trakcie realizowanych w 2020 r. programów ochronnych (Wykres 4.5). W dalszym horyzoncie projekcji wpływ czynników podwyższających inflację będzie stopniowo wygasał, czemu towarzyszyć będzie

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

zacieśnianie globalnych warunków monetarnych (Wykres 4.3).

4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2024

Założenia dotyczące rozwoju pandemii i zakresu restrykcji administracyjnych

Restrykcje wprowadzone podczas czwartej i piątej fali pandemii były relatywnie niewielkie w zestawieniu z obostrzeniami obowiązującymi w poprzednich okresach wzrostu zachorowań. W największym stopniu dotyczyły one dostosowania działalności kulturalno-rozrywkowej do warunków ścisłego reżimu sanitarnego. Do mniejszej skali restrykcji przyczynił się pozytywny wpływ szczepień oraz mniejsza patogenność wariantu Omikron – dominującej obecnie odmiany koronawirusa. Pozwala to podtrzymać założenie przyjęte w poprzedniej projekcji, że przyszłe obostrzenia nie będą już w istotnym stopniu wpływać na popyt i możliwość jego realizacji w krajowej gospodarce.

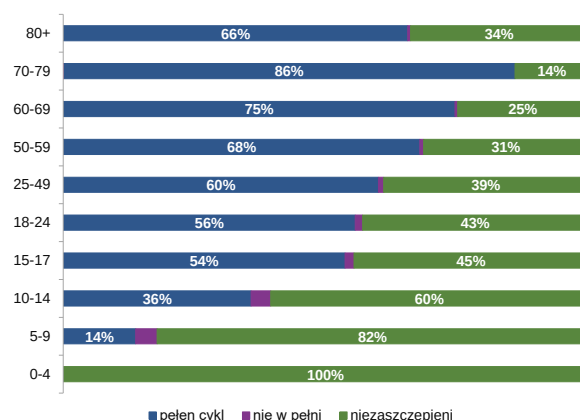
Jednocześnie pandemia może wciąż w relatywnie większym stopniu ograniczać potencjał gospodarczy na skutek izolacji pracowników oraz obejmowania ich kwarantanną, jak również ze względu na możliwość występowania zakłóceń w globalnych sieciach dostaw. Może ona również utrudniać realokację zasobów – pracy i kapitału – między sektorami, co w horyzoncie projekcji jest odzwierciedlone w wyższej niż przed pandemią stopie bezrobocia równowagi (NAWRU) oraz ograniczonej odbudowie stopy inwestycji.

Nowe instrumenty polityki fiskalnej

Na prognozowaną ścieżkę krajowego wzrostu gospodarczego oraz inflacji CPI istotny wpływ mają zmiany polityki fiskalnej obejmujące uchwalenie Tarczy Antyinflacyjnej oraz Polskiego Ładu.

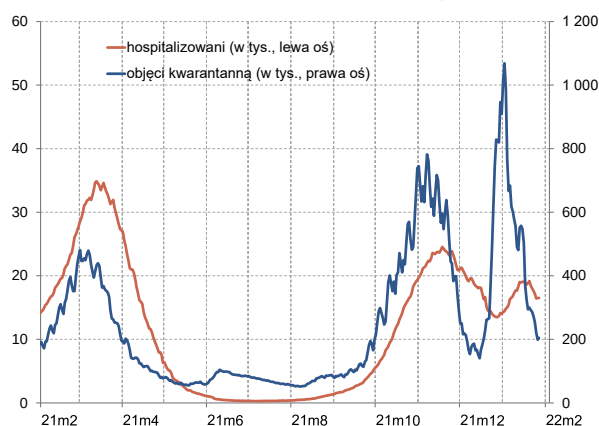
Na przełomie 2021 i 2022 r. uchwalono pakiet ustaw mających na celu ograniczenie wzrostu

Wykres 4.6 Odsetek zaszczepionych osób w poszczególnych kohortach wiekowych w Polsce



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Europejskie Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób, obliczenia NBP.

Wykres 4.7 Liczba osób na kwarantannie i w szpitalu (w tys.)



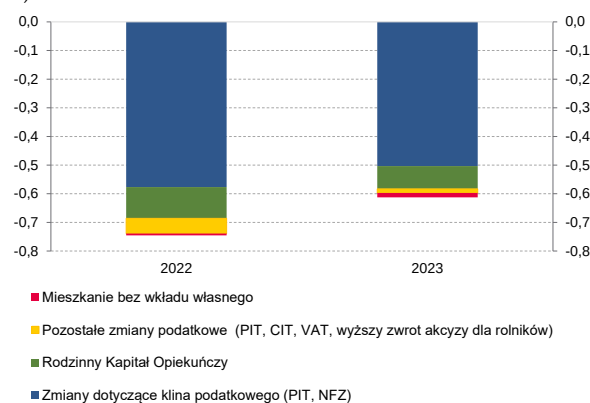
Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Europejskie Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób, obliczenia NBP.

inflacji oraz przeciwdziałanie jej negatywnym skutkom. W szczególności w ramach Tarczy Antyinflacyjnej 1.0 oraz 2.0 zniesiono akcyzę na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, obniżono stawkę akcyzy na paliwa silnikowe do minimum wymaganego przepisami UE, jak również dokonano obniżki stawki VAT na energię elektryczną, ciepłą, gaz oraz paliwa. Rządowy pakiet objął również zwolnienie sprzedaży paliw z podatku od sprzedaży detalicznej oraz obniżkę stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, dotychczas opodatkowane preferencyjną stawką w wysokości 5%. Przewidziano także dodatki osłonowe dla uboższych gospodarstw domowych oraz rekompensaty dla sprzedawców gazu ziemnego w związku z ograniczeniem skali wzrostu cen tego surowca dla niektórych odbiorców taryfowych. Większość uchwalonych rozwiązań ma obowiązywać od stycznia do lipca 2022 r., przy czym istotnym źródłem niepewności projekcji jest możliwość wydłużenia przez rząd okresu obowiązywania uchwalonych ustaw.

Ocenia się, że w wyniku oddziaływania Tarczy Antyinflacyjnej tempo wzrostu cen konsumenta w 2022 r. obniży się w ujęciu średniorocznym o 2,1 pkt proc. względem scenariusza nieuwzględniającego tego pakietu. Spadek dotyczyć będzie inflacji cen energii (średniorocznie o 9,7 pkt proc.) oraz cen żywności (o 1,6 pkt proc., przy założeniu, że wprowadzone zmiany mają natychmiastowe ale niepełne przełożenie na ceny tych dóbr). Koszt uchwalonego pakietu ustaw dla finansów publicznych jest szacowany na ok. 30 mld zł, tj. 1,1% PKB.

W projekcji marcowej uwzględniono również skutki wejścia w życie od 2022 r. programu Polski Ład, wprowadzającego zasadnicze zmiany w polskim systemie podatkowym (Wykres 4.8). Obejmują one podwyższenie kwoty wolnej od podatku dla osób fizycznych oraz progu dochodowego PIT przy jednoczesnej likwidacji odliczenia od podatku znacznej części składki

Wykres 4.8 Wpływ na saldo sektora finansów publicznych najważniejszych zmian zawartych w Polskim Ładzie (pkt proc. PKB)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

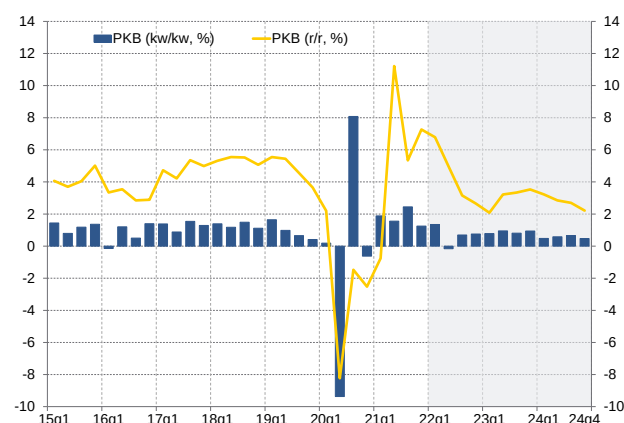
zdrowotnej. Wśród pozostałych elementów programu istotną pozycję stanowi zwiększenie transferów dla rodzin w ramach Rodzinnego Kapitału Opiekuńczego, a także wsparcie dla zakupów mieszkań poprzez gwarantowanie wkładu własnego oraz spłaty części kredytu. Spadek obciążeń podatkowych w ramach „Polskiego Ładu” obejmie osoby o niższych dochodach i wyższej skłonności do konsumpcji, a wzrośnie dla grup charakteryzujących się średnio korzystniejszą sytuacją finansową oraz posiadających większy zasób oszczędności. W efekcie zmiany podatkowe będą prowadzić do przesunięcia popytu w kierunku grup o niższych dochodach, przyczyniając się do relatywnie silnej reakcji łącznego spożycia gospodarstw domowych. Szacuje się, że program Polski Ład przyczyni się do obniżenia salda sektora finansów publicznych w 2022 r. o 21 mld zł, tj. o ok. 0,75% PKB (Wykres 4.8).

Aktywność gospodarcza

W scenariuszu centralnym projekcji założono, że w horyzoncie projekcji zostanie utrzymana co najmniej część sankcji nakładanych na Rosję, a co za tym idzie w relacjach gospodarczych nie nastąpi powrót do *status quo* sprzed agresji. Utrzyma się zatem negatywne oddziaływanie konfliktu na polską gospodarkę poprzez zaburzenia w handlu zagranicznym oraz podwyższoną zmienność cen surowców na rynkach światowych (por. Rozdział 1.2 *Otoczenie polskiej gospodarki*). Jednocześnie w najbliższym okresie istotnie wzrośnie napływ uchodźców z Ukrainy do Polski. Konsekwencją ich napływu będzie wzrost popytu, który w zależności od formy wydatków może być klasyfikowany jako spożycie (prywatne i publiczne), eksport netto oraz inwestycje.

Uwzględniając jednak wpływ pozostałych czynników, które oddziałują w kierunku ograniczenia dynamiki PKB, w horyzoncie projekcji nastąpi spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego po okresie silnej odbudowy w 2021 r. (por. Wykres 4.9, Wykres 4.10).

Wykres 4.9 Wzrost gospodarczy

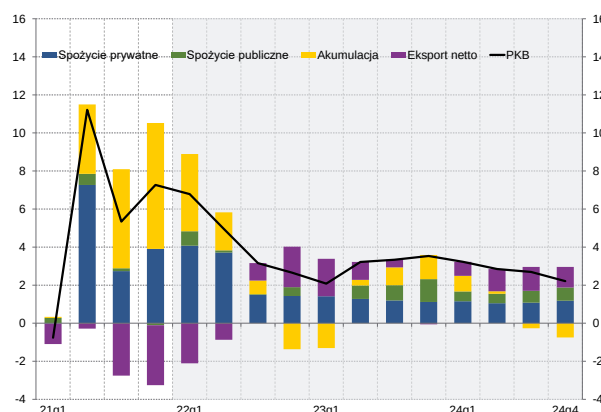


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W najbliższych kwartałach krajowa koniunktura będzie pod wpływem negatywnego szoku podażowego będącego efektem nałożenia skutków agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na wcześniejsze wzrosty cen surowców energetycznych na rynkach światowych i uprawnień do emisji CO₂ oraz zaburzeń w łańcuchach dostaw. W dalszym horyzoncie w większym stopniu niekorzystnie na perspektywy wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie aktywności za granicą oraz istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020. Skalę obniżenia dynamiki krajowego PKB będą przy tym łagodzić zmiany polityki fiskalnej wprowadzone w ramach Tarczy Antyinflacyjnej i Polskiego Ładu (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*) oraz zwiększony napływ migrantów do Polski z Ukrainy.

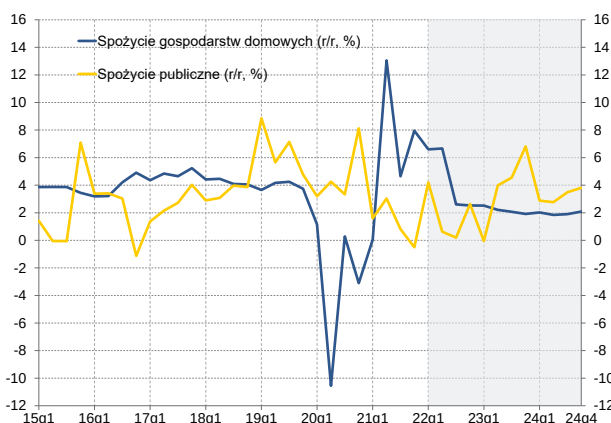
W najbliższych latach oczekiwany jest stopniowy spadek dynamiki spożycia sektora gospodarstw domowych względem wysokich wartości odnotowanych w ub.r. (Wykres 4.11). Odłożony w okresie obowiązywania restrykcji sanitarnych popyt w znacznym stopniu już się bowiem zrealizował, co wpłynęło na ograniczenie zwiększonego w okresie pandemii zasobu oszczędności gospodarstw domowych. Jednocześnie przewidywany wysoki wzrost inflacji CPI oraz dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP będą w coraz większym stopniu ograniczać wydatki konsumentów poprzez zmniejszenie siły nabywczej gospodarstw domowych oraz zwiększenie ich skłonności do oszczędzania. W kierunku obniżenia spożycia prywatnego może także oddziaływać pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych w wyniku rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Z drugiej strony, wydatki konsumpcyjne nowych migrantów z Ukrainy będą podnosić ścieżkę tej kategorii w horyzoncie projekcji (przy czym, ze względu na metodykę rachunków narodowych, wydatki te będą klasyfikowane również jako inne

Wykres 4.10 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



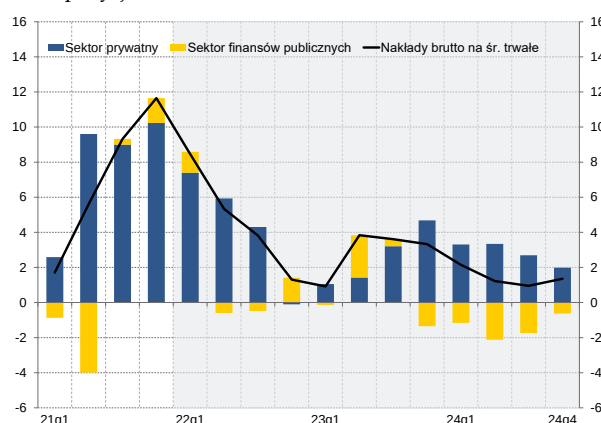
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

składowe PKB). Korzystnie na perspektywy wzrostu spożycia prywatnego będą także oddziaływać zmiany podatkowe wynikające z wdrożenia programu Polski Ład, a w najbliższych kwartałach dodatkowo czasowa obniżka podatków pośrednich i dodatki osłonowe w ramach Tarcz Antyinflacyjnych (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*).

W latach 2022-2024 przewiduje się dalszy wzrost, choć w wolniejszym niż w 2021 r. tempie, nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw (Wykres 4.12). O oczekiwanej kontynuacji odbudowy popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw świadczą wyniki badań ankietowych (przeprowadzone jeszcze przed agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie), zgodnie z którymi nastroje inwestycyjne firm – mimo pewnego pogorszenia – były lepsze niż odnotowane przed rokiem. W szczególności na wysokim poziomie kształtuje się nadal wskaźnik obrazujący plany wzrostu inwestycji na bieżący rok.⁴⁸ Jednocześnie w IV kw. ub.r. w większości grup przedsiębiorstw stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych ukształtował się na zbliżonym poziomie w porównaniu do wielkości odnotowanej przed wybuchem pandemii⁴⁹. Zwiększeniu nakładów kapitałowych firm powinien sprzyjać niski wyjściowy stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnące koszty czynnika pracy. Negatywnie na perspektywy krajowych inwestycji wpłyną natomiast implikacje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, skutkujące podwyższonym poziomem niepewności oraz wzrostem cen surowców. W tym samym kierunku będzie oddziaływać podwyższona zmienność kursu walutowego oraz przedłużające się zaburzenia w łańcuchach dostaw.

W horyzoncie projekcji oczekuje się osłabienia wysokiego dotychczas popytu na mieszkania.

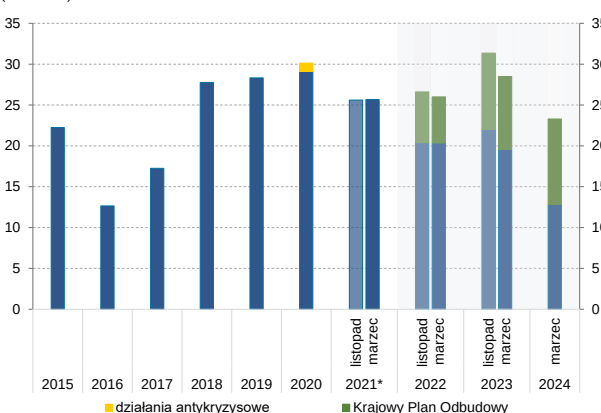
Wykres 4.12 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami 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 4.13 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

* szacunki NBP.

⁴⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022 r.

⁴⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022 r.

Będzie to wynikiem podniesienia w ostatnim okresie stóp procentowych NBP, co przekłada się na dostępność i koszt kredytu. Pozytywnie na ścieżkę inwestycji, łagodząc negatywny wpływ wymienionych powyżej czynników, będzie natomiast oddziaływać uruchomienie od 2022 r. dedykowanego wsparcia dla rodzin na zakup mieszkania w ramach nowego programu Polski Ład (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*).

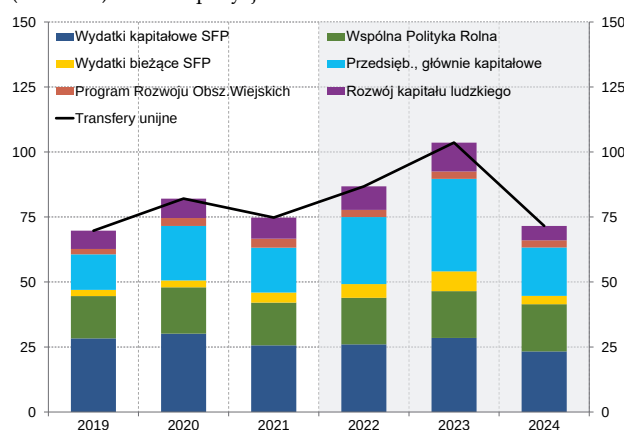
Przewidywane obniżenie aktywności gospodarczej za granicą wpłynie na spowolnienie tempa wzrostu eksportu w horyzoncie projekcji (Wykres 4.15). W szczególności sankcje nałożone na Rosję przyczynią się do silnego spadku w 2022 r. polskiego eksportu do tego kraju, natomiast w dłuższym horyzoncie istotniejszy będzie wpływ spowolnienia dynamiki popytu ze strefy euro. Jednocześnie jednak, ze względu na istotne wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, w latach 2022-2024 kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB ulegnie poprawie, kształtując się średnio na dodatnim poziomie.

Produkt potencjalny i luka popytowa

Dynamika potencjalnego PKB w 2022 r. ulegnie poprawie pod wpływem procesów związanych ze zmniejszeniem negatywnego wpływu pandemii na produktywność polskiej gospodarki. W kolejnych latach wpływ tego efektu będzie wygasał, a tempo wzrostu potencjału obniży się (Wykres 4.17).

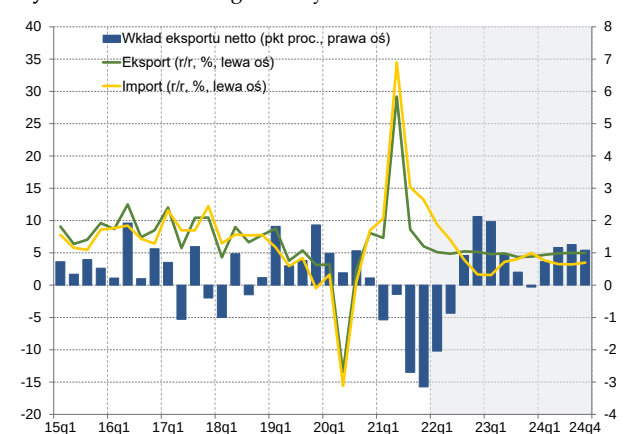
W szczególności, zakłada się, że w latach 2022-2023 dynamika łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) powróci do poziomów zbliżonych do wartości sprzed pandemii COVID-19. Jednocześnie kontynuowany będzie systematyczny spadek stopy bezrobocia równowagi (NAWRU), choć pozostanie ona na wyższym poziomie niż przed wybuchem pandemii. Przy znaczącym zwiększeniu zakresu pracy zdalnej w niektórych sektorach, postępująca adaptacja do jej wykonywania oraz przyspieszenie procesów cyfryzacji będzie oddziaływało

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



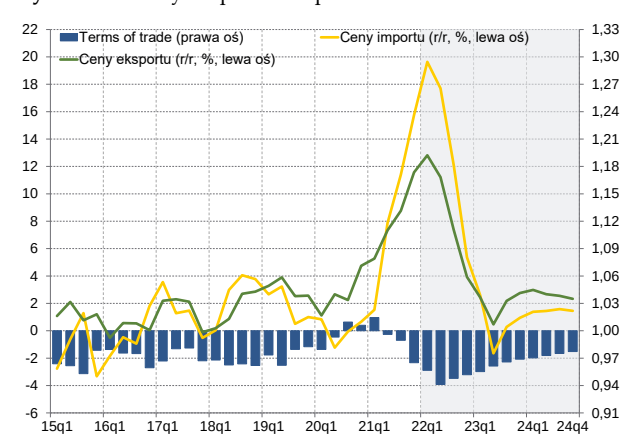
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.16 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

w kierunku wzrostu wydajności pracy. Jednocześnie kolejne etapy znoszenia restrykcji gospodarczych przełożą się na dalsze zwiększanie stopnia wykorzystania środków trwałych i czynnika pracy oraz zmniejszenia kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw związanych z koniecznością zachowywania reżimu sanitarnego.

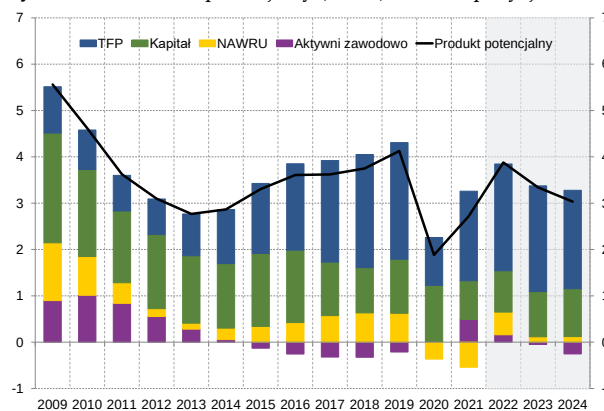
Skalę spadku tempa wzrostu potencjału polskiej gospodarki w latach 2023-2024 będzie natomiast ograniczać odbudowa aktywności inwestycyjnej i wzrost zasobu kapitału wytwórczego. Ze względu na stopniowe przekształcanie się inwestycji w środki trwałe proces ten będzie rozłożony w czasie, skutkując systematycznie rosnącą w horyzoncie projekcji dynamiką zasobu kapitału. W tym samym kierunku będzie oddziaływać napływ imigrantów z Ukrainy, który przełoży na wzrost dostępnego zasobu pracy.

Wraz z odbudową aktywności gospodarczej w II poł. ub.r. luka popytowa powróciła do dodatnich poziomów, nieco powyżej 1% produktu potencjalnego, a w 2022 r. nastąpi jej dalszy wzrost (Wykres 4.19). W kolejnych latach spowolnienie dynamiki bieżącej aktywności gospodarczej przełoży się na ponowne obniżenie luki popytowej, która w końcu horyzontu projekcji będzie bliska domknięcia. Taki kształt luki popytowej oznacza, że czynniki popytowe będą oddziaływać w kierunku wyższej inflacji CPI w 2022 r. i jej spadku w kolejnych dwóch latach.

Rynek pracy

Według metodyki BAEL aktywność zawodowa i liczba pracujących w IV kw. ub.r. przewyższały odczyty sprzed pandemii (Wykres 4.20, Wykres 4.21)⁵⁰. Jednocześnie intensywność pracy mierzona

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



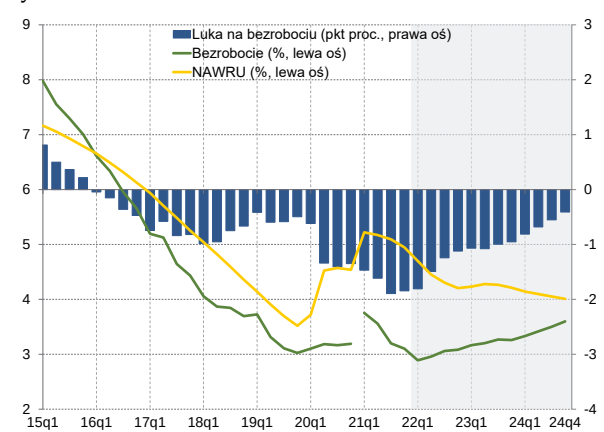
Źródło: obliczenia NBP.

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 Cobb-Douglasa w postaci:

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

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

Wykres 4.18 Bezrobocie



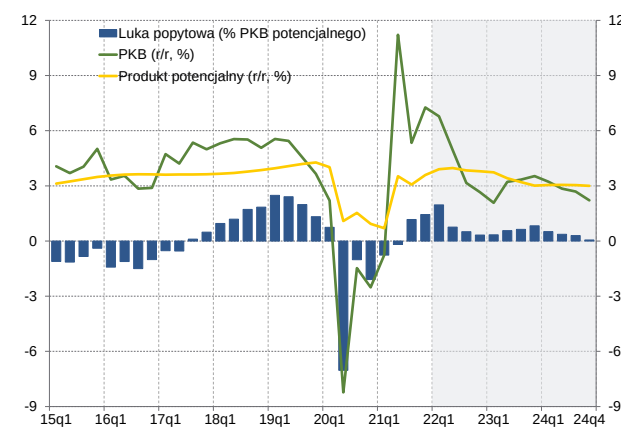
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

$NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac. Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 50.

⁵⁰ Na statystyki rynku pracy wpływ ma zmiana metodyki BAEL przeprowadzona przez GUS, powodująca, że dane za 2021 r., jak również prognozy NECMOD dotyczące liczby ludności, aktywnych zawodowo oraz pracujących i bezrobotnych nie są porównywalne z wynikami poprzednich edycji tego badania. Jednocześnie, ze względu na ograniczony zakres opublikowanych przez GUS skorygowanych danych historycznych z BAEL dla lat 2010–2020 opracowanych z zastosowaniem zmieniionych od 2021 r. definicji wyznaczania głównych kategorii osób na rynku pracy w projekcji wykorzystano dane BAEL sprzed korekty.

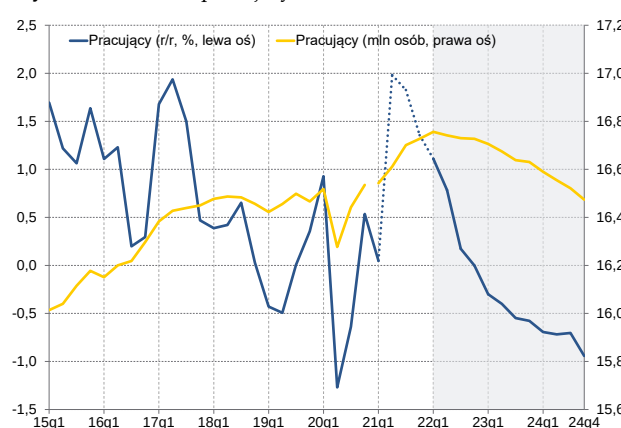
liczbą przepracowanych godzin pozostawała niższa niż w IV kw. 2019 r. (por. Ramka *Rynek pracy w Polsce w okresie pandemii COVID-19*). W projekcji zakłada się, że w 2022 r. kontynuowany będzie wzrost popytu na pracę w gospodarce. Świadczy o tym m.in. wysoki odsetek firm deklarujących wakaty oraz optymistyczne prognozy zatrudnienia firm działających w sektorze przedsiębiorstw. W szczególności różnica pomiędzy odsetkiem firm prognozujących zwiększenie i zmniejszenie zatrudnienia w badaniu NBP osiągnęła w I kw. br. swoje historyczne maksimum⁵¹. W dalszym horyzoncie projekcji – wraz z obniżaniem się dynamiki PKB – oczekuje się stopniowego ograniczenia tempa wzrostu popytu na pracę. Czynnikiem hamującym prognozowany wzrost zatrudnienia będzie także ograniczony krajowy zasób osób aktywnych zawodowo. Z drugiej strony, w horyzoncie projekcji oczekiwany jest istotny napływ imigrantów z Ukrainy. Napływ ten może łagodzić spadek krajowego zasobu pracy, choć – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL.

W IV kw. ub.r. przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej wzrosło o 9,8% r/r. W warunkach wysokiego popytu na pracę oraz odczuwalnych niedoborów kadrowych, można oczekiwać, że w 2022 r. dynamika wynagrodzeń utrzyma się na wysokim poziomie (Wykres 4.22). W tym kierunku oddziaływać będzie także wysoka dynamika indeksu cen konsumenta. Potwierdzeniem tych tendencji są wyniki badań przedsiębiorstw wskazujące na narastanie nacisków płacowych odzwierciedlone m.in. we wzroście wysokości średniej podwyżki płac planowanej na I kw. br., przy względnie wysokim odsetku firm deklarujących, że żądania pracowników są motywowane inflacją⁵². Z drugiej strony, presję płacową ogranicza wysoka liczba

Wykres 4.19 Luka popytowa


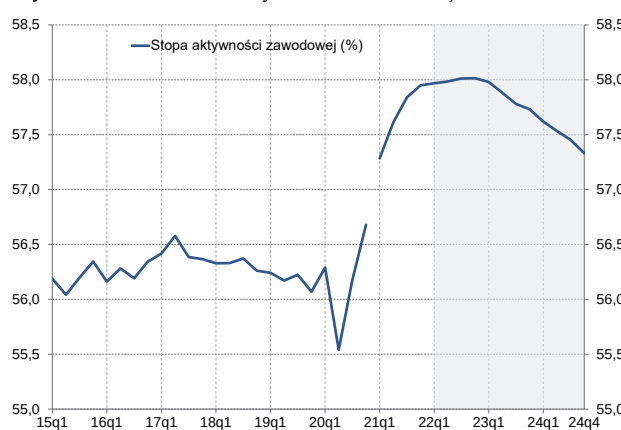
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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 Liczba pracujących


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 50.

Wykres 4.21 Wskaźnik aktywności zawodowej


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis 50.

⁵¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022 r.

⁵² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2022 r.

imigrantów zarobkowych, których liczba, po spadku w początkowym okresie po wybuchu pandemii, w IV kw. ub.r. przewyższała stan sprzed 2020 r., a w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej znacznie wzrośnie, ze względu na agresję zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. W latach 2023-2024, wraz ze wzrostem stopy bezrobocia i spadkiem stopy inflacji, dynamika wynagrodzeń będzie się stopniowo obniżać.

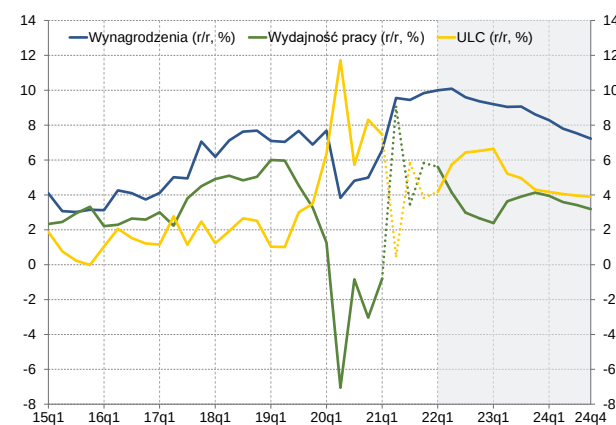
Inflacja CPI

W warunkach dynamicznego wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, w wyniku sankcji nałożonych na Rosję, obserwowany obecnie wysoki poziom inflacji wzrośnie w najbliższych kwartałach osiągając 12,1% r/r w III kw. br. W dalszym horyzoncie – wraz ze spowolnieniem dynamiki PKB – tempo wzrostu indeksu CPI będzie się już obniżać. Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 2,75%), nie powróci jednak ono do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.23, Wykres 4.24, Wykres 4.25).

Procesy cenotwórcze znajdują się obecnie pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego powiązanego z wysokimi cenami surowców energetycznych – oraz rolnych – na rynkach światowych, silnym wzrostem cen uprawnień do emisji CO₂ oraz przedłużającymi się napięciami w globalnych sieciach dostaw. W warunkach odbudowy popytu w gospodarce po okresie obowiązywania istotnych obostrzeń wprowadzonych w związku z wybuchem pandemii powyższe okoliczności skutkują niebilansowaniem wielu rynków, prowadząc do nasilenia presji cenowej.

W 2022 r. wysokie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych – których poziom wzrósł jeszcze w konsekwencji agresji zbrojnej przeciw Ukrainie oraz sankcji nałożonych z tego powodu

Wykres 4.22 Jednostkowe koszty pracy



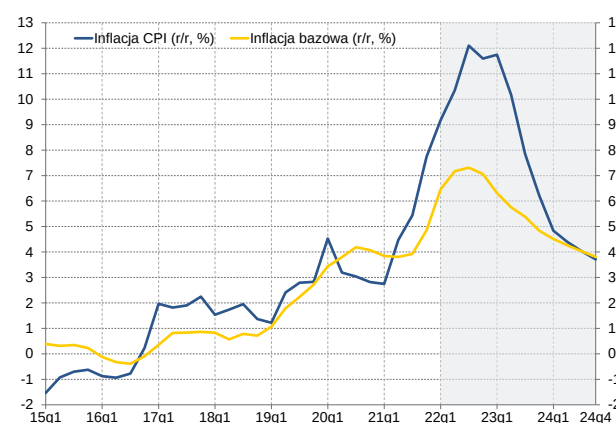
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) 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.

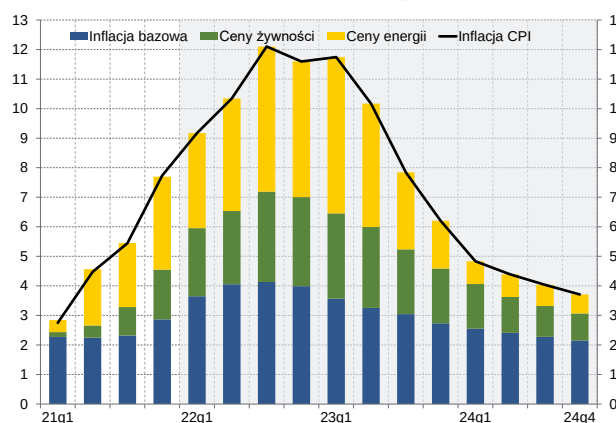
Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane dotyczące dynamik r/r jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wydajności pracy w 2021 r. należy traktować z ostrożnością – por. przypisy 50.

Wykres 4.23 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



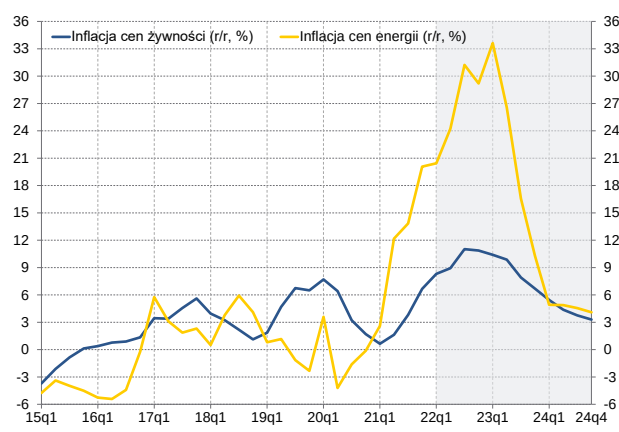
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

na Rosję – przekładają się zarówno na krajowe ceny paliw do prywatnych środków transportu, jak i wyższe rachunki za gaz i energię elektryczną dla gospodarstw domowych. W tym samym kierunku oddziaływać będą podwyżki stawki opłaty mocowej oraz kogeneracyjnej od stycznia br. oraz wyższy poziom cen uprawnień do emisji CO₂. Wzrost regulowanych cen energii (tj. taryf na gaz ziemny, energię elektryczną i ciepłą) jest natomiast przejściowo – tj. w horyzoncie I poł. br. – ograniczany poprzez oddziaływanie Tarczy Antyinflacyjnej (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*).

Wysoka dynamika cen żywności w 2022 r. również wynika z podwyższonych kosztów jej produkcji i dystrybucji oraz ograniczonej podaży niektórych surowców i produktów rolnych, w tym pszenicy, której kluczowymi eksporterami są Ukraina i Rosja (por. rozdz. 1.1 *Ceny dóbr i usług*). Szybko rośnie dynamika cen żywności przetworzonej, co związane jest m.in. z rosnącymi kosztami energii i pracy w przetwórstwie spożywczym oraz drożącymi surowcami rolnymi na rynkach światowych. Presja kosztowa oraz niedostateczna podaż sprzyja również wzrostowi dynamiki cen żywności nieprzetworzonej. Wpływ powyższych czynników na inflację cen żywności również przejściowo łagodzi jednak obniżenie stawki VAT na produkty żywnościowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

W warunkach odbudowy popytu w gospodarce po okresie obowiązywania istotnych obostrzeń wprowadzonych w związku z wybuchem pandemii wzrost kosztów działalności przedsiębiorstw jest przenoszony na ceny finalne dóbr i usług, co znajduje odzwierciedlenie w rosnącej dynamice inflacji bazowej. Do przyspieszenia wzrostu cen bazowych w 2022 r. przyczynia się także wzrost inflacji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, skutkujący wysoką dynamiką cen importu. Na wzrost cen towarów nieżywnościowych wpływają także bariery

Wykres 4.25 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

podażowe w części branż spowodowane utrudnieniami w ramach globalnych łańcuchów dostaw, które mogą dodatkowo nasilić się w wyniku agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, ze względu na znaczny udział tych krajów w eksporcie metali wykorzystywanych m.in. w przemyśle samochodowym. Z kolei ceny usług – w szczególności związanych z wypoczynkiem, restauracyjnych i hotelarskich – zwiększa realizacja odłożonego popytu, po poluzowaniu restrykcji wprowadzonych we wcześniejszym okresie pandemii.

Wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br. inflacja CPI w latach 2023-2024 obniży się, jednak do końca horyzontu projekcji będzie przekraczać 3,5% r/r.

Za stopniowym obniżaniem się inflacji przemawia - obok spowolnienia wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce, czego wyrazem jest obniżenie się luki popytowej - kształtowanie się cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych, które zgodnie z przyjętymi w projekcji założeniami, w latach 2023-2024 obniżą się, choć wciąż będą przewyższać poziom sprzed pandemii. Ze względu na proces taryfikacji i dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców i uprawnień do emisji CO₂ spadek dynamiki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych będzie rozłożony w czasie. Roczną dynamikę cen energii – i żywności – w 2023 r. podwyższać będzie przy tym efekt bazy tych kategorii związany z jedynie przejściowym oddziaływaniem Tarczy Antyinflacyjnej na poziom cen w br.

Spadkowa tendencja inflacji CPI w latach 2023-2024 wynikać będzie również z ustępowania cenowych efektów otwierania kolejnych branż w ramach luzowania obostrzeń w życiu społecznym i gospodarczym oraz napięć w sieciach dostaw. Tempo wzrostu cen ograniczać będzie również stopniowo obniżająca się

Tabela 4.2 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2021	2022	2023
PKB (r/r, %)			
III 2022	5,7	4,4	3,0
XI 2021	5,3	4,9	4,9
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2022	5,1	10,8	9,0
XI 2021	4,9	5,8	3,6

Źródło: obliczenia NBP.

dynamika kosztów związanych z zatrudnieniem oraz zakładane spowolnienie inflacji za granicą.

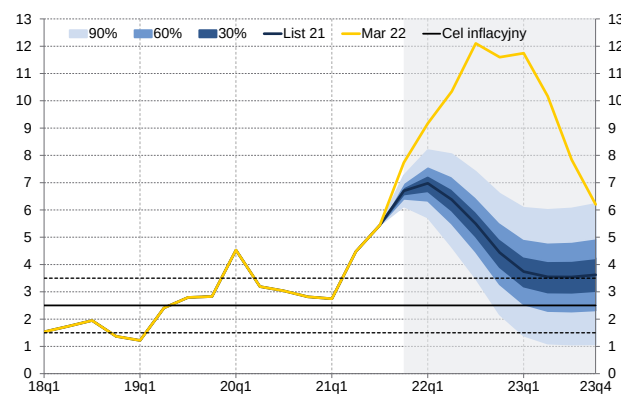
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji listopadowej przyczyniły się do istotnego podwyższenia prognozy inflacji CPI na lata 2022-2023. Prognozowane tempo wzrostu PKB w latach 2022-2023 uległo natomiast rewizji w dół. (Tabela 4.2, Wykres 4.26, Wykres 4.27, Wykres 4.28, Wykres 4.29).

W przypadku inflacji CPI najsilniejsza korekta w górę dotyczy cen energii i żywności, a w mniejszym stopniu – inflacji bazowej. W I połowie 2022 r. wzrost tych pierwszych dwóch komponentów będzie ograniczać wejście w życie rządowej Tarczy Antyinflacyjnej (por. punkt *Nowe instrumenty polityki fiskalnej*). Ze względu jednak na założone jej wygaśnięcie w III kw. 2022 r. Tarcza Antyinflacyjna będzie podnosić dynamikę cen energii i żywności w 2023 r., zwiększając skalę rewizji inflacji CPI w tym okresie w porównaniu do projekcji listopadowej.

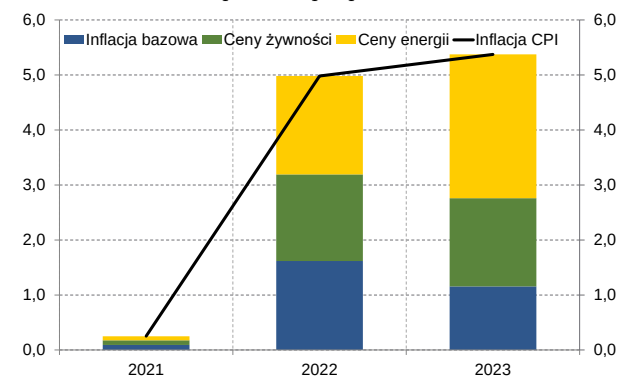
Ścieżka cen energii w projekcji marcowej uwzględnia silniejsze niż zakładano w poprzedniej rundzie przełożenie wzrostów cen surowców energetycznych na rynkach światowych na taryfy za gaz, energię elektryczną i ciepło dla gospodarstw domowych, które weszły w życie na początku 2022 r. Za podwyższenie taryf za energię ciepłą i elektryczną odpowiada również dalszy wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ po zamknięciu projekcji listopadowej. W bieżącej projekcji zakłada się, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, po dalszym wzroście w pierwszych miesiącach br., w latach 2022-2023 ukształtują się na wyższym poziomie niż w poprzedniej rundzie prognostycznej, do czego w dużym stopniu przyczynią się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie (por. Rozdział 1.2 *Otoczenie*

Wykres 4.26 Projekcja marcową na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

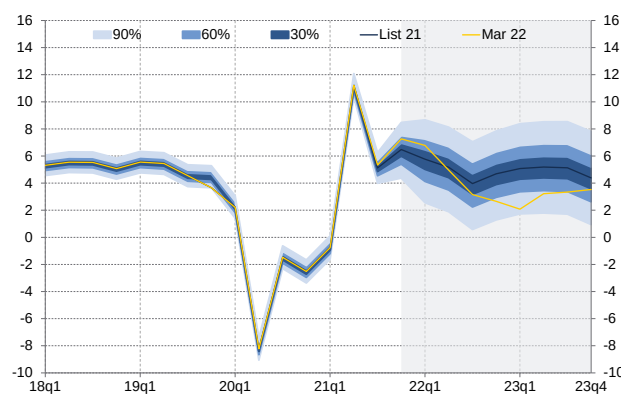
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

polskiej gospodarki). Zmiana ta będzie oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki cen paliw w 2022 r. oraz, ze względu na opóźnienia wynikające z procesu taryfikacji, wyższego wzrostu cen administrowanych nośników energii w Polsce w 2023 r.

Do rewizji w górę ścieżek cen żywności oraz inflacji bazowej w latach 2022-2023 przyczyniły się z kolei wyższe koszty działalności przedsiębiorstw, obejmujące zarówno koszty energii, jak i pracy, a w przypadku produktów rolnych – również rosnące ceny nawozów sztucznych. Podwyższenie kosztów produkcji w efekcie oddziaływania powyższych czynników wpływa zarówno na ceny produktów krajowych, jak i wielu dóbr importowanych. W tym samym kierunku będą oddziaływać konsekwencje agresji zbrojnej przeciw Ukrainie oraz sankcje nałożone na Rosję, skutkujące silnym ograniczeniem podaży części dóbr rolnych i przemysłowych. Ze względu na przedłużający się okres wysokiej dynamiki cen i coraz powszechniejszy jej charakter, projekcja marcowa w większym stopniu uwzględnia również zwiększającą się persystencję procesów inflacyjnych. W konsekwencji, pomimo niższej niż w poprzedniej rundzie progностycznej ścieżki aktywności gospodarczej i w efekcie mniejszej luki popytowej, obniżenie stopy inflacji CPI z obecnego podwyższonego poziomu będzie wydłużone w czasie.

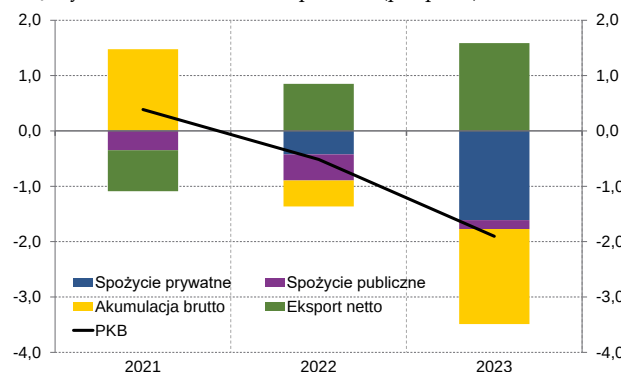
Do rewizji ścieżki PKB w dół w bieżącej projekcji przyczynia się szybsze niż prognozowano w poprzedniej rundzie tempo wzrostu cen w gospodarce Polski. Wyższa inflacja wyraźnie ogranicza tempo wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, przekładając się na niższą dynamikę konsumpcji prywatnej. Wzrost kosztów działalności przedsiębiorstw oddziałuje także w kierunku obniżenia ich marż, ograniczając skłonność firm do podejmowania nowych inwestycji. W bieżącym roku negatywny wpływ inflacji na aktywność łagodzi przy tym wpływ działań w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Wykres 4.28 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.29 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

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

W kierunku obniżenia ścieżki PKB oddziałuje także podwyżka stóp procentowych NBP, która miała miejsce po zamknięciu poprzedniej projekcji. Podwyżka ta oddziałuje ograniczająco na dynamikę spożycia prywatnego poprzez wzrost relatywnej ceny bieżącej konsumpcji względem przyszłej. Podobny mechanizm występuje w przypadku inwestycji i zapasów ze względu na zwiększenie kosztu pozyskania kapitału. Jednocześnie jednak wyraźnie wyższa ścieżka inflacji, przyczyniając się do obniżenia stóp procentowych w ujęciu realnym, ogranicza ich negatywny wpływ na wzrost krajowego popytu. W 2022 r. w kierunku niższej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe oddziałuje również dalsze opóźnienie akceptacji Krajowego Planu Odbudowy przez Komisję Europejską.

Wpływ rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie oraz sankcji nakładanych na Rosję będzie różnokierunkowo wpływać na ścieżkę wzrostu gospodarczego. W krótkim horyzoncie może przeważać pozytywne oddziaływanie na dynamikę krajowego PKB wzrostu wydatków powiązane ze zwiększonym napływem imigrantów z Ukrainy. W dłuższym horyzoncie projekcji istotniejszy wpływ będą miały zaburzenia w handlu zagranicznym oraz podwyższona zmienność cen surowców na rynkach światowych, prowadząc do rewizji w dół prognozy aktywności gospodarczej (por. punkt *Aktywność gospodarcza*).

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną częściowo w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest bowiem w największym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie oraz pandemią COVID-19. Ze względu na

bardzo wysoką niepewność przyjęte w projekcji założenia, które mają charakter pozaekonomiczny, należy traktować jako pewnego rodzaju warunki brzegowe dla projekcji. Brak ich spełnienia może prowadzić do odmiennych scenariuszy makroekonomicznych niż przedstawione w projekcji. Dodatkowym istotnym źródłem ryzyka dla inflacji jest możliwe przedłużenie okresu obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe w horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej projekcji oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI (Tabela 4.3).

Pogłębienie się zaburzeń w światowej gospodarce

Istotnym ryzykiem dla globalnej i krajowej aktywności gospodarczej jest potencjalne zaostrzenie napięć geopolitycznych lub sankcji związanych z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. Materializacja tego ryzyka mogłaby doprowadzić do dalszego wzrostu cen surowców oraz zmniejszenia napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski i całego regionu. Wysoka zmienność kursu walutowego, pogorszenie dostępności finansowania zewnętrznego oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw przyczyniłyby się jednocześnie do ograniczenia krajowych inwestycji. W kierunku niższej konsumpcji prywatnej oddziaływałaby z kolei podwyższona inflacja. Zmiany w uwarunkowaniach handlu zagranicznego mogłyby wpłynąć na spadek eksportu oraz wzrost cen importu, obniżając saldo rachunku bieżącego.

Ryzykiem dla ścieżki wzrostu gospodarczego nadal pozostaje także ostrzejszy przebieg pandemii, choć jego znaczenie maleje, a bezpośredni wpływ ogranicza się w głównej mierze do obszaru Chin. Pojawianie się kolejnych mutacji wirusa, wobec obowiązującej w tym kraju

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%)
22q1	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q2	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q3	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q4	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
23q1	0,00	0,00	0,01	0,50	0,00
23q2	0,00	0,01	0,01	0,50	0,01
23q3	0,03	0,06	0,10	0,50	0,07
23q4	0,08	0,14	0,21	0,50	0,13
24q1	0,07	0,15	0,28	0,50	0,21
24q2	0,10	0,20	0,35	0,50	0,24
24q3	0,14	0,25	0,41	0,50	0,27
24q4	0,17	0,30	0,47	0,50	0,29

Źródło: obliczenia NBP.

rygorystycznej polityce zapobiegania epidemii, prowadziłoby do czasowego zamykania fabryk oraz portów, a tym samym dalszych opóźnień w produkcji i problemów logistycznych w handlu międzynarodowym. W konsekwencji nasiliłyby się zaburzenia ciągłości globalnych łańcuchów dostaw, co przyczyniłoby się do obniżenia światowego wzrostu gospodarczego oraz wzrostu cen towarów, wynikającego z ograniczeń podaży w Azji.

Materializacja powyższych ryzyk prowadziłaby do wydłużenia okresu obniżonej aktywności w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. W warunkach podwyższonej niepewności oraz wyższych cen ograniczeniu uległyby inwestycje przedsiębiorstw oraz konsumpcja gospodarstw domowych. Osłabienie wzrostu mogłoby pogłębić ewentualne dalsze przesunięcie w czasie wypłaty środków z unijnego instrumentu pomocy finansowej *Next Generation EU*, związane z późniejszą akceptacją przez Komisję Europejską polskiego Krajowego Planu Odbudowy.

Szybsza odbudowa aktywności gospodarczej na świecie

Z drugiej strony, na intensywniejszą odbudowę aktywności gospodarczej na świecie mogłoby wpłynąć zakończenie agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, które pozwoliłoby na złagodzenie części sankcji wobec Rosji. Prowadziłoby to do zmniejszenia się zakłóceń w łańcuchach dostaw, obniżenia awersji do ryzyka w Europie Środkowo-Wschodniej oraz spadku cen importu surowców energetycznych. Poprawa nastrojów przedsiębiorstw oraz konsumentów przyczyniłaby się do wzrostu ich wydatków, prowadząc do wyższej ścieżki wzrostu gospodarczego.

Możliwe jest również dalsze ograniczenie negatywnego wpływu pandemii na globalny wzrost gospodarczy. Takiemu scenariuszowi sprzyjałoby złagodzenie polityki epidemicznej w Chinach, w sytuacji gdyby wirus SARS-CoV-2 mutował w kierunku mniej zjadliwych odmian. Dodatkowo, przyspieszenie tempa szczepień w gospodarkach wschodzących bądź wprowadzenie na rynek skutecznego leku na COVID przyczyniłoby się do trwałego pokonania pandemii. Taki scenariusz prowadziłby również do poprawy funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw, zwłaszcza jeżeli nastąpiłby jednoczesny wzrost dostępności materiałów i półproduktów oraz spadek ich cen.

Globalnej odbudowie aktywności sprzyjałoby także zwiększenie wsparcia ze strony polityki gospodarczej, na przykład uruchomienie kolejnych pakietów fiskalnych w Stanach Zjednoczonych (planu inwestycyjnego *Build Back Better*). W strefie euro mogłaby zmaterializować się wyższa ścieżka wzrostu PKB jeżeli pro wzrostowe oddziaływanie środków z instrumentu *Next Generation EU* będzie silniejsze niż założono. 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.

Czynniki oddziałujące na procesy inflacyjne w Polsce

Najważniejszym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji pozostają zmiany cen surowców energetycznych, rolnych i przemysłowych na rynkach światowych. W bieżącej rundzie progностycznej istotnym nowym ryzykiem wpływającym na kształtowanie się ich cen są ograniczenia podaży związane z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. Ze względu na istotne uzależnienie gospodarki europejskiej od surowców energetycznych wydobywanych w Rosji, zmniejszenie ich zakupów z tego kierunku przy braku możliwości szybkiego zwiększenia dostaw ze strony Stanów Zjednoczonych i OPEC, prowadziłoby do wyraźnych wzrostów ich cen na rynkach wewnętrznych. W przypadku gazu ziemnego, silny spadek jego zapasów mógłby skutkować wprowadzeniem ograniczeń w jego zużyciu wewnątrz UE. W takim przypadku jednym z rozwiązań równoważącym rynek energii na poziomie UE mogłoby być uruchomienie przez Komisję Europejską Artykułu 29a dyrektywy EU ETS, która umożliwia w warunkach bardzo silnego wzrostu cen uprawnień do emisji gazów cieplarnianych udostępnienie specjalnej puli uprawnień z rezerwy stabilności rynkowej. Sprzyjałoby to stabilizacji cen hurtowych energii elektrycznej oraz umożliwieniu jej generacji w większym stopniu z konwencjonalnych paliw kopalnych.

Jednocześnie przedłużająca się agresja zbrojna może prowadzić do ograniczenia importu z Rosji oraz Ukrainy wielu innych surowców, w tym pszenicy, kukurydzy oraz metali wykorzystywanych m.in. w przemyśle samochodowym, takich jak platyna, pallad i nikiel. Prowadziłoby to do utrwalenia zaburzeń w

globalnych sieciach podaży prowadzących do wydłużenia okresu wysokiej inflacji.

Ze względu na przedłużający się okres podwyższonej inflacji w Polsce, rząd może wydłużyć obowiązywanie Tarczy Antyinflacyjnej oddziałującej w kierunku obniżenia dynamiki cen konsumenta. Jednocześnie oczekiwane w scenariuszu centralnym projekcji podwyższenie inflacji w I poł. 2023 r., wywołane efektem bazy, zostałyby przesunięte w czasie.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2021				2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,7	4,5	5,4	7,7	9,2	10,3	12,1	11,6	11,7	10,2	7,8	6,2	4,8	4,4	4,0	3,7	5,1	10,8	9,0	4,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,8	3,8	3,9	4,9	6,5	7,2	7,3	7,1	6,3	5,8	5,4	4,8	4,5	4,3	4,0	3,8	4,1	7,0	5,6	4,2
Ceny żywności (% r/r)	0,6	1,6	3,8	6,7	8,3	8,9	11,0	10,9	10,4	9,9	7,9	6,7	5,4	4,4	3,8	3,3	3,2	9,8	8,7	4,2
Ceny energii (% r/r)	2,6	12,2	13,8	20,1	20,4	24,2	31,2	29,2	33,6	26,6	16,6	10,3	4,9	4,9	4,5	4,1	12,1	26,2	21,4	4,6
PKB (% r/r)	-0,8	11,2	5,3	7,3	6,8	5,0	3,2	2,7	2,1	3,2	3,3	3,5	3,2	2,8	2,7	2,2	5,7	4,4	3,0	2,7
Popyt krajowy (% r/r)	0,3	12,4	8,6	11,2	9,5	6,2	2,3	0,5	0,1	2,4	3,1	3,8	2,6	1,8	1,5	1,2	8,2	4,5	2,3	1,8
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	0,1	13,1	4,7	7,9	6,6	6,7	2,6	2,5	2,5	2,2	2,1	1,9	2,0	1,8	1,9	2,1	6,2	4,6	2,2	2,0
Spożycie publiczne (% r/r)	1,6	3,0	0,8	-0,5	4,2	0,6	0,2	2,6	-0,1	4,0	4,6	6,8	2,9	2,8	3,5	3,8	1,1	1,9	3,8	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	1,7	5,6	9,3	11,7	8,5	5,3	3,8	1,3	0,9	3,8	3,6	3,3	2,1	1,2	1,0	1,4	8,0	4,7	2,9	1,4
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-1,1	-0,3	-2,7	-3,2	-2,0	-0,9	0,9	2,1	2,0	0,9	0,4	-0,1	0,7	1,2	1,3	1,1	-2,0	0,1	0,8	1,1
Eksport (% r/r)	7,3	29,2	8,6	6,0	5,1	4,9	5,2	5,1	4,8	4,9	4,4	4,4	4,7	4,9	5,0	5,0	12,0	5,0	4,6	4,9
Import (% r/r)	10,3	34,5	15,2	13,2	9,4	7,0	4,0	1,7	1,6	3,6	4,0	5,0	3,8	3,3	3,2	3,5	17,6	5,3	3,5	3,4
Wynagrodzenia (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,8	10,0	10,1	9,6	9,4	9,2	9,0	9,1	8,6	8,3	7,8	7,5	7,2	8,9	9,7	9,0	7,7
Pracujący* (% r/r)	0,0	2,0	1,8	1,4	1,1	0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	1,3	0,6	-0,5	-0,8
Stopa bezrobocia* (%)	3,8	3,6	3,2	3,1	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,4	3,0	3,2	3,5
NAWRU (%)	5,2	5,2	5,1	4,9	4,7	4,5	4,3	4,2	4,2	4,3	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	5,1	4,4	4,2	4,1
Stopa aktywności zawodowej* (%)	57,3	57,6	57,8	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	58,0	57,9	57,8	57,7	57,6	57,5	57,5	57,3	57,7	58,0	57,8	57,5
Wydajność pracy* (% r/r)	-0,8	9,1	3,5	5,8	5,6	4,1	3,0	2,7	2,4	3,6	3,9	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2	4,4	3,8	3,5	3,5
Jednostkowe koszty pracy* (% r/r)	7,5	0,5	5,8	3,8	4,2	5,7	6,4	6,5	6,6	5,2	5,0	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	4,3	5,8	5,3	4,0
Produkt potencjalny (% r/r)	0,7	3,5	3,1	3,6	3,9	4,0	3,8	3,8	3,7	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0	2,7	3,9	3,3	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,8	-0,2	1,2	1,4	2,0	0,8	0,5	0,3	0,3	0,6	0,6	0,8	0,5	0,4	0,3	0,1	0,4	0,9	0,6	0,3
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,92	0,99	1,02	1,11	1,16	1,18	1,15	1,12	1,10	1,11	1,07	1,04	1,03	1,08	1,05	1,05	1,01	1,15	1,08	1,05
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,67	0,82	1,14	1,50	2,00	3,58	3,06	2,35	2,13	1,67	1,39	1,32	1,25	1,19	1,13	1,10	1,03	2,75	1,62	1,17
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	2,2	0,4	2,1	2,6	2,7	3,1	2,4	1,9	1,6	1,7	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	2,5	1,9	1,8
PKB za granicą (% r/r)	-1,7	14,7	4,2	4,5	4,9	3,1	2,3	2,6	3,1	2,8	2,1	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	5,1	3,2	2,4	1,4
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	2,7	1,8	0,7	-0,9	-2,2	-3,1	-3,2	-2,8	-2,2	-1,8	-1,6	-1,6	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	-0,9	-2,8	-1,6	-0,3
WIBOR 3M (%)	0,21	0,21	0,22	1,53	3,05	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	2,95	0,54	2,98	2,95	2,95

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

Dla większości zmiennych wartości do IV kw. 2021 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane. Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. *Ze względu na zmianę metodyki BAEL dane do 2020 r. i od 2021 r. dotyczące liczby pracujących, jednostkowych kosztów pracy, wydajności pracy, stopy bezrobocia oraz stopy aktywności zawodowej nie są w pełni porównywalne – por. przypis 50.

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. 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 wrzesień – grudzień 2021 r.⁵³

■ Data: 8 września 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę celu inflacyjnego NBP z 2,5% z symetrycznym przedziałem odchylen o szerokości +/- 1 p.p. na 2,0% z symetrycznym przedziałem odchylen o szerokości +/- 1 p.p.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: K. Zubelewicz

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

■ Data: 8 września 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o poszerzenie symetrycznego przedziału odchylen od celu inflacyjnego NBP 2,5% z +/- 1 p.p. do +/- 2 p.p.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon

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

⁵³ Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad wnioskami dot. stóp procentowych NBP z dnia 08.09.2021 r., które zostały już opublikowane w poprzednim *Raporcie o inflacji*.

■ Data: 8 września 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2021 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2022.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 października 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,40 pkt. proc., tj. do poziomu 0,50% oraz o ustalenie pozostałych stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa lombardowa 1,00%,
- stopa depozytowa 0,00%,
- stopa redyskontowa weksli 0,51%,
- stopa dyskontowa weksli 0,52%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 października 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2021 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 października 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 0,50% do 2,00%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 października 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2021 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

RPP podwyższyła podstawową stopę rezerwy obowiązkowej z 0,50% do 2,00%.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 3 listopada 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt. proc., tj. do poziomu 1,25% oraz o ustalenie pozostałych stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa lombardowa 1,75%,
- stopa depozytowa 0,75%,
- stopa redyskontowa weksli 1,30%,
- stopa dyskontowa weksli 1,35%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 3 listopada 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2021 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 3 listopada 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2021 zmieniająca uchwałę w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 8 grudnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2021 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2022.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 8 grudnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt. proc., tj. do poziomu 1,75% oraz o ustalenie pozostałych stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa lombardowa 2,25%,
- stopa depozytowa 1,25%,
- stopa redyskontowa weksli 1,80%,
- stopa dyskontowa weksli 1,85%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 8 grudnia 2021 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 14/2021 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: nikt nie głosował

www.nbp.pl

