



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2023 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej dotyczącą przebiegu procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz 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 1 marca 2023 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 28 lutego 2023 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
1.4 Polityka pieniężna za granicą	13
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	23
2.4 Rynek pracy	24
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	26
2.6 Pieniądz i kredyt	27
2.7 Bilans płatniczy	29
3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2022 r. – marzec 2023 r.	31
4. Projekcja inflacji i PKB	45
4.1 Synteza	46
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	48
4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025	51
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	59
4.5 Źródła niepewności projekcji	61
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień 2022 r. – styczeń 2023 r.	65

Synteza

W IV kw. 2022 r. dynamika aktywności gospodarczej na świecie w ujęciu rocznym nadal się obniżała. Przyczyniły się do tego skutki agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę (w tym wysokie ceny surowców i wysoka niepewność), zacieśnianie polityki pieniężnej w największych gospodarkach oraz wzrost zachorowań na COVID-19 w Chinach.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w gospodarce światowej obniżyła się, choć wciąż jest wysoka. Dynamika cen pozostaje pod silnym wpływem wysokich cen energii, wtórnych efektów wcześniejszych szoków podaży, w tym na rynkach surowcowych, a także relatywnie szybkiej odbudowy aktywności po pandemii i rosnących kosztów pracy. W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów również pozostaje wysoka, a w części gospodarek rośnie.

Ceny surowców energetycznych – pomimo obniżenia się w ostatnim okresie – w lutym 2023 r. były nadal relatywnie wysokie. Ceny surowców rolnych po spadkach w IV kw. 2022 r. i styczniu 2023 r., w lutym br. ponownie wzrosły i wciąż kształtowały się na poziomach wyższych niż przed rokiem.

W warunkach nadal wysokiej inflacji wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej lub utrzymuje stopy procentowe na niezmiennych poziomach po wcześniejszych podwyżkach. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że w większości głównych gospodarek stopy procentowe w najbliższych miesiącach będą dalej podnoszone. Wycena instrumentów finansowych implikuje stopniowy spadek stóp procentowych w kolejnych latach, ale do poziomów wyższych niż przed pandemią.

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się. Wobec wcześniejszych silnych podwyżek stóp procentowych rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek pozostały jednak wysokie. Lepsze nastroje na światowych rynkach finansowych oraz mniejsza awersja do ryzyka przyczyniły się do istotnego osłabienia dolara amerykańskiego względem wielu innych walut.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ostatnich miesiącach 2022 r. – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – obniżyła się, pozostając jednak w grudniu 2022 r. na wysokim poziomie 16,6%. Spadek inflacji w listopadzie i grudniu ub.r. wynikał głównie z niższych cen opału i paliw. W styczniu 2023 r. – według wstępnych danych GUS – inflacja wzrosła do 17,2% r/r, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu przeciętnej wysokości rachunku za energię elektryczną, ciepłą oraz gaz w następstwie zmian części taryf oraz przywrócenia bazowych stawek VAT na produkty energetyczne do poziomów sprzed wprowadzenia tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. Relatywnie wysokie ceny surowców – pomimo spadku w II połowie 2022 r. i na początku 2023 r. – w dalszym ciągu znajdowały odzwierciedlenie we wzroście cen żywności i energii w ujęciu rocznym. Jednocześnie od dłuższego czasu zwiększały one koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co – pomimo słabnącej dynamiki popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych i prowadziło do wzrostu inflacji bazowej.

Inflacja bazowa była także podwyższana przez opóźnione efekty przeszłych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Ograniczająco na dynamikę CPI w całym 2022 r., a także w niewielkim stopniu w styczniu 2023 r., oddziaływała tzw. Tarcza Antyinflacyjna. Od II kw. 2022 r. oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw, mierzone statystyką bilansową, przesuwają się stopniowo w kierunku niższych wartości, głównie ze względu na spadek odsetka podmiotów spodziewających się dalszego wzrostu inflacji.

W Polsce w całym 2022 r. PKB wzrósł o 4,9% (wobec wzrostu o 6,8% w 2021 r.), przy czym od początku roku dynamika aktywności gospodarczej stopniowo się obniżała. W IV kw. 2022 r. wzrost PKB wyniósł 2,0% r/r (wobec 3,6% r/r w III kw. 2022 r.), a relatywnie wysokiej dynamice inwestycji towarzyszył spadek konsumpcji prywatnej, która obniżyła się w ujęciu rocznym o 1,5% r/r (wobec wzrostu o 0,9% r/r w III kw. ub.r.). Dodatni wkład do dynamiki PKB, podobnie jak w III kw., miały eksport netto oraz zmiana zapasów.

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. wyniósł 0,9% PKB, wobec 0,3% PKB w tym samym okresie 2021 r. Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów zadłużenie sektora finansów w tym ujęciu na koniec 2022 r. mogło wynieść poniżej 50% PKB (względem 53,8% na koniec 2021 r.).

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy w szczególności nadal niska stopa bezrobocia oraz dalszy wzrost zatrudnienia i przeciętnych wynagrodzeń nominalnych. Jednocześnie osłabienie aktywności gospodarczej przekłada się na stopniowe ograniczanie dynamiki płac i w efekcie następuje spadek wynagrodzeń w ujęciu realnym.

W ostatnich miesiącach ceny instrumentów finansowych w Polsce kształtowały się pod wpływem m.in. malejących oczekiwań rynkowych na dalszy wzrost stóp procentowych NBP, przy jednoczesnym umacnianiu się oczekiwań na spadek inflacji i poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Czynniki te wpłynęły na obniżenie się rentowności polskich obligacji skarbowych oraz umocnienie złotego, czemu sprzyjały również silne fundamenty polskiej gospodarki.

W konsekwencji silnego zacieśnienia warunków monetarnych w polskiej gospodarce, w IV kw. 2022 r. dynamika agregatu M3 obniżyła się do relatywnie niskiego poziomu, czemu towarzyszył bardzo wysoki przyrost depozytów terminowych. Pogłębił się natomiast spadek kredytów dla gospodarstw domowych, a wzrost kredytów dla przedsiębiorstw istotnie spowolnił.

W IV kw. 2022 r. saldo rachunku bieżącego poprawiło się, choć pozostało ujemne. W kierunku poprawy salda oddziaływał zarówno lekki wzrost nadwyżki w handlu usługami, jak i niewielkie zmniejszenie deficytu w obrotach towarowych. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu 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 2022 – styczeń 2023 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu 2023 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień 2022 – styczeń 2023 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 28 lutego 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 10,2 – 13,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 15,3% w projekcji z listopada 2022 r.), 3,9 – 7,5% w 2024 r. (wobec 4,1 – 7,6%) oraz 2,0 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 1,8% w 2023 r. (wobec -0,3 – 1,6% w projekcji z listopada 2022 r.), 1,1 – 3,1% w 2024 r. (wobec 1,0 – 3,1%) oraz 2,0 – 4,3% w 2025 r. (wobec 1,8 – 4,4%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

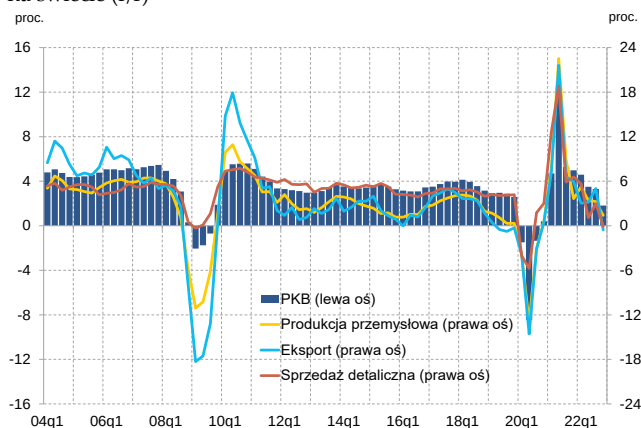
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W IV kw. 2022 r. dynamika aktywności gospodarczej na świecie w ujęciu rocznym nadal się obniżala (Wykres 1.1). Przyczyniły się do tego skutki agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę (w tym wysokie ceny surowców i wysoka niepewność), zacieśnianie polityki pieniężnej w największych gospodarkach oraz wzrost zachorowań na COVID-19 w Chinach.

Na początku 2023 r. wskaźniki koniunktury w największych gospodarkach rozwiniętych nieznacznie się poprawiły, czemu sprzyjał spadek cen surowców energetycznych (por rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), wcześniejsze złagodzenie napięć w globalnych łańcuchach dostaw (Wykres 1.2) oraz utrzymywanie się dobrej sytuacji na rynkach pracy. Mimo to, roczna dynamika aktywności w tych gospodarkach pozostawała prawdopodobnie niska.

W strefie euro dynamika PKB w IV kw. 2022 r. spadła do 1,9% r/r (wobec 2,3% r/r w III kw.; Wykres 1.3)¹. Spowolnienie wzrostu gospodarczego następowało w warunkach wysokiej inflacji oraz słabych nastrojów przedsiębiorców i konsumentów, a także wolniejszego wzrostu popytu światowego. W efekcie w grudniu 2022 r. roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej były ujemne, w tym szczególnie silnie spadła produkcja w branżach energochłonnych. Spowolnienie wzrostu w IV kw. 2022 r. było nieco

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



Źródło: dane Datastream, Centraal Planbureau, OECD, Eurostat, MFW i krajowych urzędów statystycznych, obliczenia NBP.

Dynamika globalnego PKB, sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej jest obliczana przy użyciu wag na podstawie danych o PKB wyrażonym w parytecie siły nabywczej (PPP). Próba obejmuje 58 gospodarek tworzących ponad 80% światowego PKB wyrażonego w PPP. Dynamika światowego eksportu wg danych Centraal Planbureau. Ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

Wykres 1.2 Indeks zaburzeń globalnych łańcuchów dostaw (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)



Źródło: dane Federal Reserve Bank of New York.

Wartość równa zero oznacza, że indeks jest równy swojej wartości średniej; wartość powyżej (poniżej) zera wskazuje, o ile odchylen standardowy indeks jest powyżej (poniżej) swojej wartości średniej.

¹ W ujęciu kw/kw wzrost PKB w strefie euro w IV kw. 2022 r. wyniósł (wg wstępnych danych) 0,1% wobec 0,3% w III kw. ub.r. (dane odsezonowane).

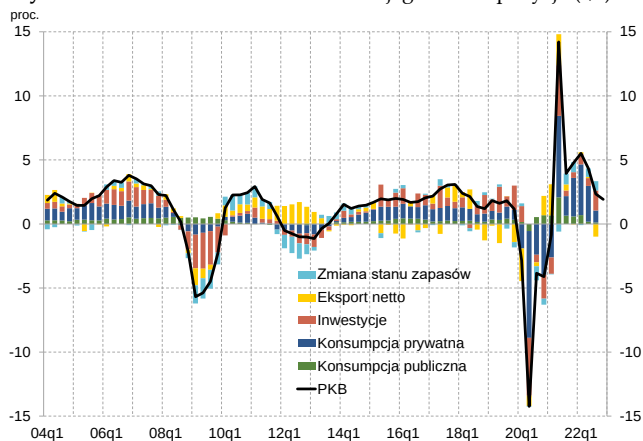
łagodniejsze od oczekiwań ze względu na mniejszy wpływ kryzysu energetycznego na aktywność gospodarczą². Ponadto, złagodzenie napięć w globalnych sieciach podaży wspierało odbudowę produkcji w części działów przemysłu. Sytuacja na rynku pracy była nadal dobra, a stopa bezrobocia w IV kw. 2022 r. obniżyła się do najniższego poziomu w historii strefy euro (6,6%).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w IV kw. 2022 r. obniżyła się do 0,9% r/r (wobec 1,9% r/r w III kw. 2022 r.; Wykres 1.4)³. Było to związane ze słabszym wzrostem konsumpcji prywatnej oraz obniżeniem się dynamiki inwestycji. W szczególności pogłębił się spadek nakładów w sektorze nieruchomości mieszkaniowych w warunkach podniesienia stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. Sytuacja na rynku pracy pozostawała korzystna, czego wyrazem był m.in. spadek stopy bezrobocia w styczniu 2023 r. do 3,4%, tj. poziomu najniższego od kilku dekad.

W Chinach wzrost PKB w IV kw. 2022 r. spowolnił do 2,9% r/r (wobec 3,9% r/r w III kw. 2022 r.). Głównym czynnikiem obniżającym wzrost gospodarczy w tym okresie było pogorszenie się sytuacji epidemicznej i odejście od polityki „zero COVID”, które negatywnie wpłynęły na dynamikę konsumpcji. Ponadto wzrost PKB Chin był ograniczany przez pogłębiający się kryzys na rynku nieruchomości oraz spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej.

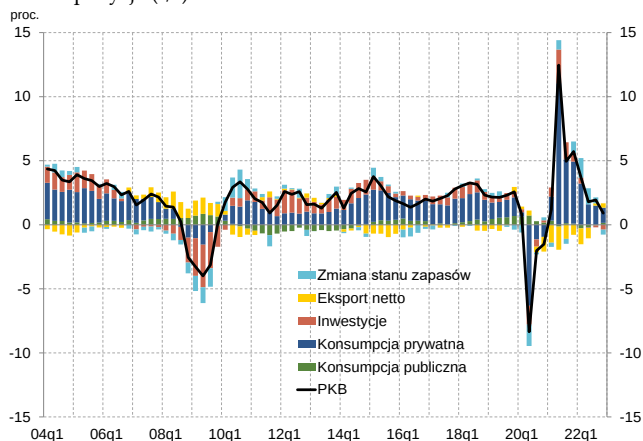
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro⁴ wzrost PKB spowolnił z 4,3% r/r w II kw. do 3,2% r/r w III kw. 2022 r. i 2,0% r/r w IV kw. 2022 r. Główną przyczyną spowolnienia wzrostu PKB w III kw. 2022 r. było osłabienie dynamiki konsumpcji, natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało przyspieszenie wzrostu inwestycji.

Wykres 1.3 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.4 Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

² Przyczyniły się do tego wysokie zapasy gazu ziemnego (w warunkach spadku jego zużycia, łagodnej zimy i uruchomienia alternatywnych źródeł dostaw) oraz działania rządów na rzecz ograniczenia skutków wzrostu cen surowców energetycznych.

³ W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł o 2,7% kw/kw saar wobec 3,2% kw/kw saar w III kw. ub. r.

⁴ Wazona realnym PKB średnia dynamika PKB w ujęciu rocznym w Czechach, Rumunii i na Węgrzech.

Podobne tendencje były prawdopodobnie obserwowane w IV kw. 2022 r.

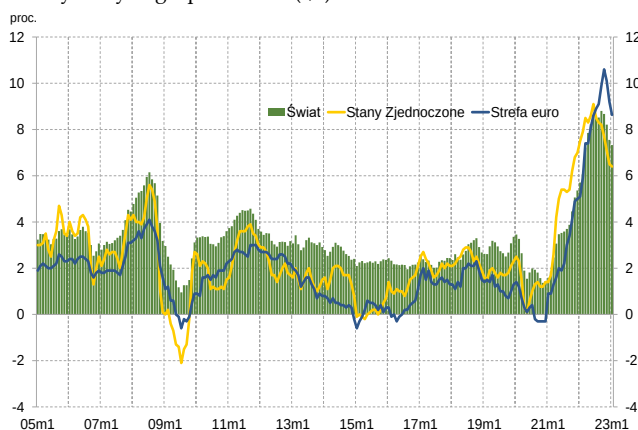
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w gospodarce światowej obniżyła się, choć wciąż jest wysoka (Wykres 1.5). Dynamika cen pozostaje pod silnym wpływem wysokich cen energii, wtórnych efektów wcześniejszych szoków podaży, w tym na rynkach surowcowych, a także relatywnie szybkiej odbudowy aktywności po pandemii i rosnących kosztów pracy. W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów również pozostaje wysoka, a w części gospodarek rośnie (Wykres 1.6)⁵. W ostatnich miesiącach ceny niektórych surowców zaczęły się jednak obniżać. Ponadto skala napięć w globalnych łańcuchach dostaw jest wyraźnie niższa niż w I połowie 2022 r. W konsekwencji następuje ograniczenie presji cenowej, co w wielu krajach znajduje odzwierciedlenie w niższej dynamice cen produkcji (Wykres 1.7).

W strefie euro inflacja HICP w styczniu 2023 r. obniżyła się do 8,6% r/r (wobec 10,6% r/r w październiku 2022 r., kiedy osiągnęła najwyższy poziom w historii). Spadek inflacji wynikał ze zmniejszenia się dynamiki cen energii, na co istotny wpływ miały działania osłonowe rządów oraz spadki cen surowców energetycznych w ostatnim okresie. Z kolei inflacja bazowa nadal rosła, do 5,3% r/r w styczniu 2023 r. (tj. najwyższego poziomu w historii).

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w styczniu 2023 r. do 6,4% r/r (wobec 7,7% r/r w październiku 2022 r. oraz wobec wieloletniego szczytu 9,1% r/r w czerwcu 2022 r.). Do spadku inflacji przyczyniła się przede wszystkim niższa dynamika cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa CPI także obniżała się, choć w wolniejszym tempie niż inflacja ogółem (do 5,6%

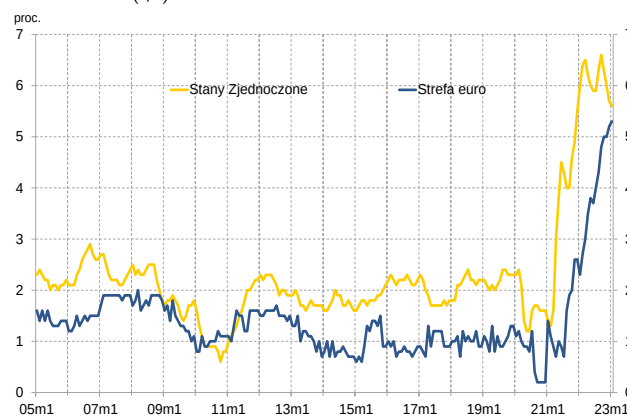
Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – ważona udziałami PKB według parytetu siły nabywczej (PPP) średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach, których łączny udział w światowym PKB według PPP w 2020 r. wyniósł według szacunków MFW 84%. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

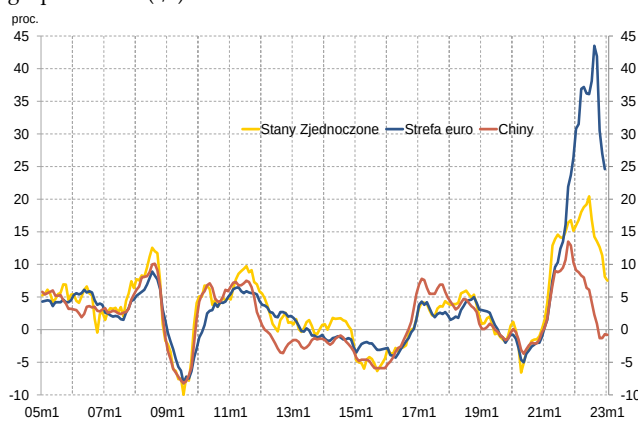
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



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, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen producenta w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics, Datastream.

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

⁵ Jako inflację bazową opisano krajowy wskaźnik CPI (dla strefy euro wskaźnik HICP) z wyłączeniem cen żywności i energii.

r/r w styczniu 2023 r.), przy postępującym spadku dynamiki cen towarów i nadal rosnącej dynamice cen usług, zwłaszcza mieszkaniowych.

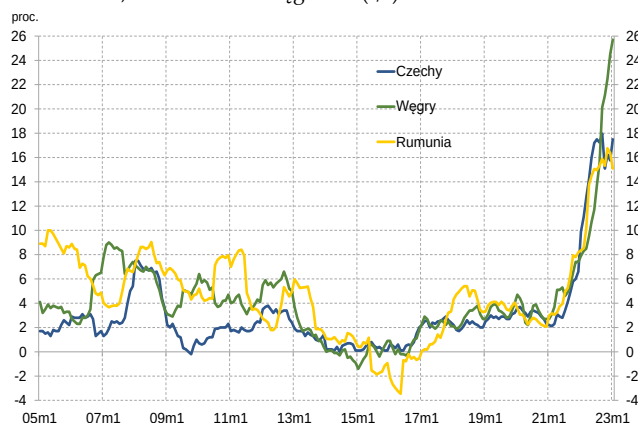
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja pozostaje wysoka (Wykres 1.8), co jest efektem nadal wysokiej dynamiki cen energii i żywności, przy rosnącej w części krajów inflacji bazowej. W styczniu 2023 r. inflacja CPI w Czechach wzrosła do 17,5% r/r (wobec 15,1% r/r w październiku 2022 r.), na Węgrzech do 25,7% r/r (wobec 21,1% r/r w październiku 2022 r.), a w Rumunii obniżyła się do 15,1% r/r (wobec 15,3% r/r w październiku 2022 r.).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców – pomimo obniżenia się większości z nich w ostatnim okresie – w lutym 2023 r. były nadal relatywnie wysokie. Sprzyjała temu ograniczona podaż, związana przede wszystkim z konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Natomiast w kierunku spadku cen surowców oddziaływało m.in. pogorszenie bieżącej i oczekiwanej globalnej koniunktury oraz wyższe niż przeciętne temperatury w ostatnich miesiącach.

Średnia cena ropy naftowej Brent w lutym br. była o 11,2% niższa niż przed rokiem i równocześnie o 28,9% niższa od wieloletniego średniomiesięcznego maksimum osiągniętego w czerwcu 2022 r. (Wykres 1.9). Przyczyniło się do tego osłabienie koniunktury w gospodarce światowej. Silniejszym spadkiem cen surowca przeciwdziałały z kolei sankcje nakładane na Rosję⁶ i obawy o dostępność ropy na rynku

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



Źródło: krajowe urzędy statystyczne.

Wykres 1.9 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

⁶ 5 grudnia 2022 r. UE zakazała importu ropy z Rosji drogą morską, a od 5 lutego 2023 r. sankcje obejmują również produkty naftowe (paliwa). Dodatkowo 5 grudnia 2022 r. państwa G7, UE oraz Australia wprowadziły maksymalną cenę na rosyjską ropę w wysokości 60 USD/b, zakazując świadczenia usług dla statków przewożących rosyjską ropę sprzedaną powyżej ustalonego limitu. UE zakazała importu węgla i innych paliw stałych z Rosji od 10 sierpnia 2022 r. W przypadku Polski import węgla z Rosji i Białorusi podlega zakazowi od 16 kwietnia 2022 r. na mocy ustawy o szczególnych rozwiązaniach w zakresie przeciwdziałania wspieraniu agresji na Ukrainę oraz służących ochronie bezpieczeństwa narodowego.

międzynarodowym, a także polityka ograniczania podaży prowadzona przez kraje OPEC⁷.

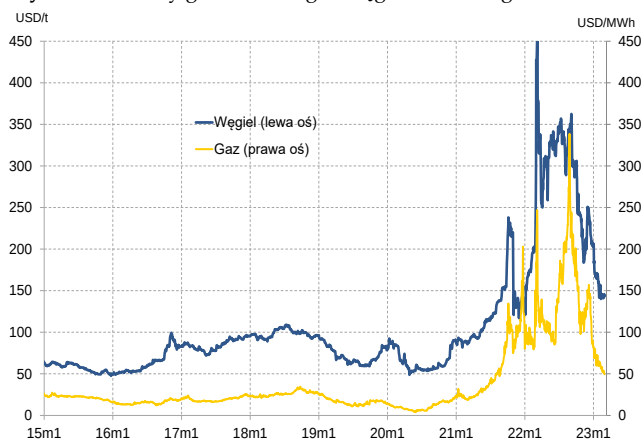
Również ceny gazu ziemnego i węgla obniżyły się wyraźnie względem rekordowo wysokich poziomów odnotowanych latem 2022 r. (Wykres 1.10). Oprócz pogorszenia perspektyw aktywności gospodarczej na świecie, sprzyjała temu wyższa niż przeciętnie temperatura w ostatnich miesiącach oraz wysokie zapasy gazu ziemnego w UE. W ujęciu rocznym w lutym 2023 r. na rynku europejskim gaz i węgiel były o odpowiednio 39,3% oraz 26,5% tańsze. Jednocześnie ceny obu tych surowców były wciąż znacząco wyższe niż przed pandemią COVID-19.

W IV kw. 2022 r. i w styczniu 2023 r. indeks cen surowców rolnych NBP obniżał się (Wykres 1.11), na co wpłynęła głównie poprawa perspektyw podaży na rynku zbóż i roślin oleistych, m.in. w wyniku obowiązywania porozumienia umożliwiającego eksport z basenu Morza Czarnego⁸. Towarzyszył temu spadek cen produktów nabiałowych, przy słabszym popycie z krajów azjatyckich i wyższych dostawach mleka w UE. Z kolei w lutym br. ceny surowców rolnych wzrosły (o 3,7% m/m i 6,4% r/r), co wynikało przede wszystkim z rosnących cen mięsa (skutek niekorzystnej sytuacji podażyowej przy presji kosztowej związanej z wysokimi cenami surowców energetycznych i środków produkcji) oraz soku pomarańczowego (niższe zbiory pomarańczy).

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach nadal wysokiej inflacji wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej lub utrzymuje stopy procentowe na niezmiennych poziomach po wcześniej dokonanych podwyżkach (Wykres 1.12). Uczestnicy rynków finansowych oczekują,

Wykres 1.10 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny wyrażają notowania kontraktów futures na miesiąc wprzód na gaz ziemny dostarczany do holenderskiego hubu TTF oraz węgiel *Free on Board* w porcie Richards Bay. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MWh – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za megawatogodzinę.

Wykres 1.11 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

⁷ Kraje OPEC ograniczyły produkcję o 100 tys. b/d od października 2022 r. i o 2 mln b/d od listopada 2022 r.

⁸ Jednocześnie ponownie pojawiają się obawy o eksport produktów rolnych drogą morską z ukraińskich portów od połowy marca 2023 r. ze względu na wygasanie porozumienia na rzecz odblokowania eksportu.

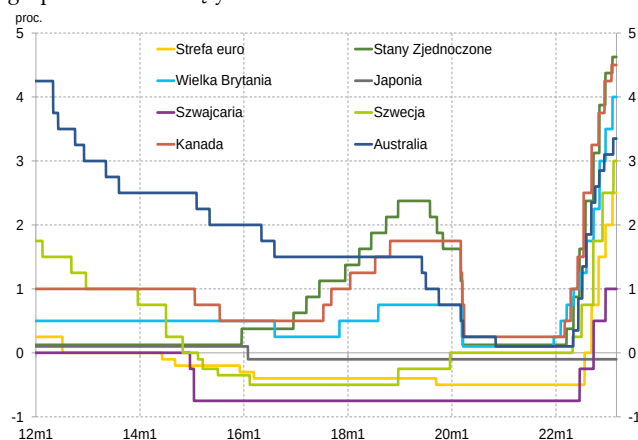
że w większości głównych gospodarek stopy procentowe w najbliższych miesiącach będą dalej podnoszone. Wycena instrumentów finansowych implikuje stopniowy spadek stóp procentowych w kolejnych latach, ale do poziomów wyższych niż przed pandemią (Wykres 1.13).

Europejski Bank Centralny (EBC) kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Od lipca 2022 r. EBC pięciokrotnie podniósł stopy procentowe, w tym stopę depozytową do 2,50%. EBC zapowiada dalsze podwyżki, przy czym w grudniu 2022 r. zmniejszył nieco ich tempo. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopa depozytowa EBC wzrośnie do co najmniej 3,75% w II połowie br. Począwszy od marca 2023 r. EBC ma także zmniejszyć skalę reinwestycji środków z zapadających instrumentów finansowych skupionych w ramach programu skupu aktywów⁹ (APP). Jednocześnie EBC kontynuuje elastyczne reinwestycje obligacji zapadających w ramach pandemicznego programu skupu aktywów¹⁰ (PEPP).

Również Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) kontynuuje podwyżki stóp procentowych. Od marca 2022 r. Fed ośmiokrotnie podniósł stopy procentowe i obecnie przedział dla stopy *fed funds* wynosi 4,50-4,75%. Fed sygnalizuje dalsze podwyżki stóp, przy czym w grudniu ub.r. i styczniu br. stopniowo zmniejszał ich skalę względem poprzednich miesięcy. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopa *fed funds* wzrośnie do przedziału 5,25-5,50% w II połowie br.¹¹ Fed kontynuuje stopniową redukcję sumy bilansowej, ograniczając reinwestycje aktywów.

W ostatnim czasie większość banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych – m.in. Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Szwecji, Australii i Kanady –

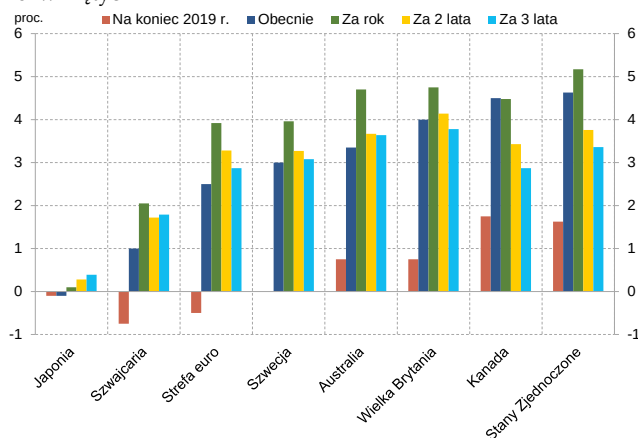
Wykres 1.12 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



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 – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*.

Wykres 1.13 Przeszły, obecny i oczekiwany poziom stóp procentowych banków centralnych wybranych gospodarek 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 – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 28 lutego 2023 r.

⁹ Skala redukcji portfela posiadanych obligacji ma wynieść średnio 15 mld EUR miesięcznie w okresie marzec-czerwiec 2023 r., a dalsze tempo redukcji zostanie ustalone później.

¹⁰ Część kapitałowa środków z zapadających papierów dłużnych nabytych w ramach PEPP ma być reinwestowana przynajmniej do końca 2024 r.

¹¹ Z kolei mediana projekcji członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Fed z grudnia ub.r., wskazywała, że stopa *fed funds* na koniec 2023 r. znajdzie się w przedziale 5,00-5,25%.

kontynuowała podnoszenie stóp procentowych, choć w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach¹².

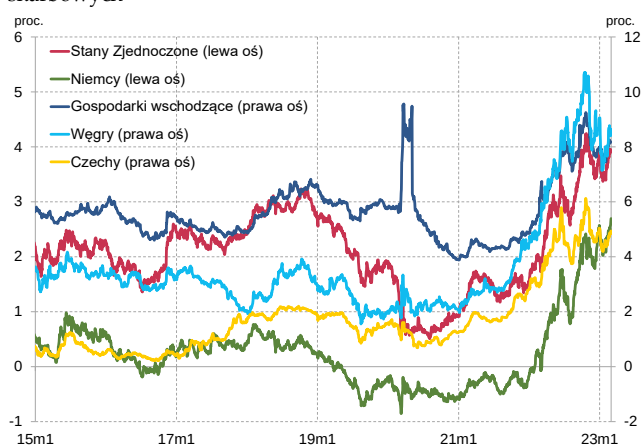
Z kolei większość banków centralnych w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym znaczącym zacieśnieniu polityki pieniężnej – w ostatnim okresie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Również w części pozaeuropejskich gospodarek wschodzących banki centralne utrzymywały stopy procentowe bez zmian, m.in. banki Chin, Brazylii i Chile.

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się. Jednak wobec wcześniejszych silnych podwyżek stóp procentowych rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek pozostały wysokie (Wykres 1.14). Dobre nastroje na światowych rynkach finansowych przełożyły się natomiast na wzrost cen akcji, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (Wykres 1.15).

Lepsze nastroje na światowych rynkach finansowych oraz mniejsza awersja do ryzyka przyczyniły się do istotnego osłabienia dolara amerykańskiego względem wielu innych walut (Wykres 1.16). Kurs dolara względem euro wyraźnie deprecjonował, w związku z oczekiwanym zmniejszeniem dysparytetu stóp procentowych Fed i EBC oraz poprawą sytuacji energetycznej w Europie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W ślad za euro, umocniły się również waluty gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

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.

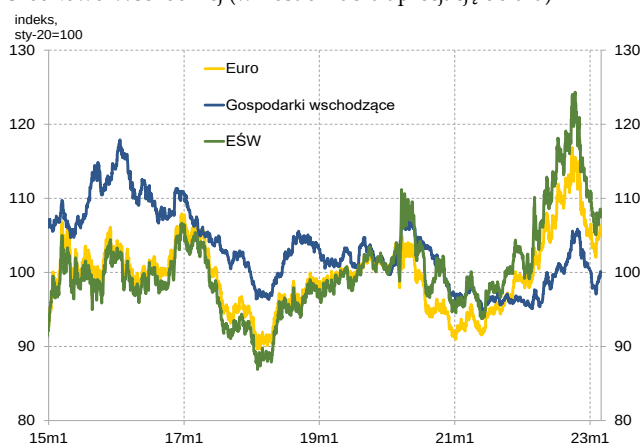
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.16 Kurs dolara amerykańskiego względem euro oraz walut gospodarek wschodzących i gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

¹² Na posiedzeniu w styczniu br. Bank Kanady zasygnalizował pauzę w cyklu podwyżek stóp procentowych.

2. Gospodarka krajowa

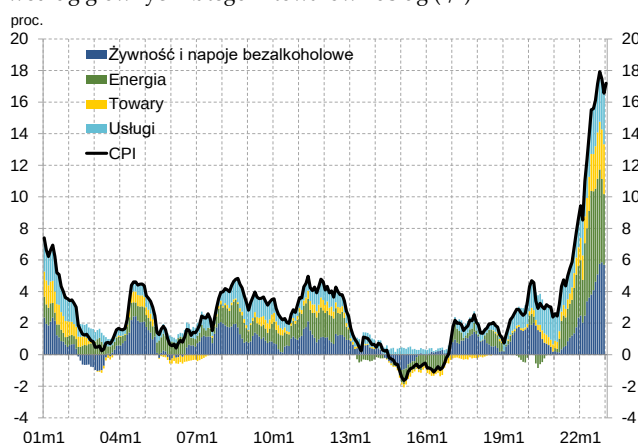
2.1 Ceny dóbr i usług

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po wzroście do 17,9% w październiku ub.r., w ostatnich miesiącach 2022 r. – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – obniżyła się (do 16,6% w grudniu 2022 r.; Wykres 2.1), pozostając jednak na wysokim poziomie (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Spadek inflacji w listopadzie i grudniu ub.r. wynikał głównie z niższych cen opału i paliw (efekt prowadzenia sprzedaży węgla przez gminy po ustawowo określonej cenie maksymalnej i niższych cen ropy naftowej na rynkach światowych, przy umocnieniu złotego).

W styczniu 2023 r. – według wstępnych danych GUS – inflacja wzrosła do 17,2% r/r, co wynikało przede wszystkim ze wzrostu przeciętnej wysokości rachunku za energię elektryczną, ciepłą oraz gaz w następstwie zmian części taryf oraz przywrócenia bazowych stawek VAT na produkty energetyczne do poziomów sprzed wprowadzenia tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. W kierunku wyższej inflacji w ostatnich miesiącach oddziaływał również dalszy, choć słabnący, wzrost inflacji bazowej.

Relatywnie wysokie ceny surowców – pomimo spadku w II połowie 2022 r. i na początku 2023 r. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) – w dalszym ciągu znajdowały odzwierciedlenie we wzroście cen żywności i energii w ujęciu rocznym. Jednocześnie od dłuższego czasu zwiększały one

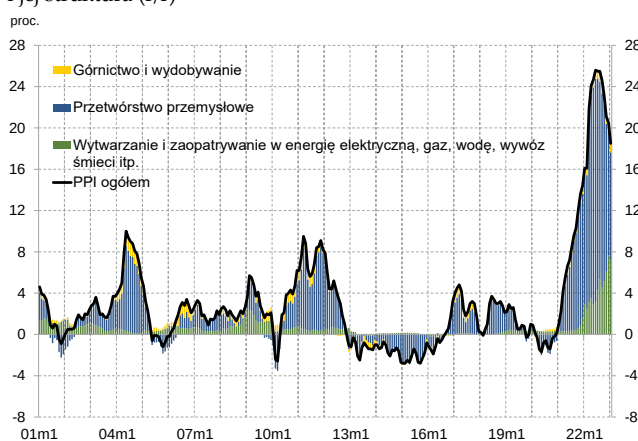
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w styczniu 2023 r. – wstępne dane GUS.

Wykres 2.2 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r)



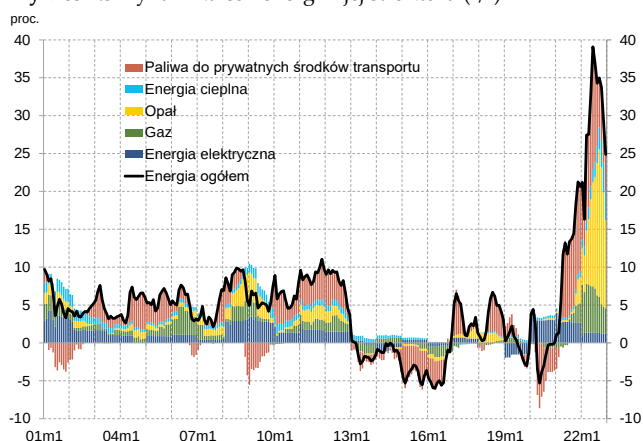
Źródło: dane GUS, Eurostat.

koszty funkcjonowania przedsiębiorstw¹³, co – pomimo słabnącej dynamiki popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych i prowadziło do wzrostu inflacji bazowej¹⁴. Inflacja bazowa była także podwyższana przez opóźnione efekty przeszłych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Ograniczająco na dynamikę CPI w całym 2022 r., a także w niewielkim stopniu w styczniu 2023 r., oddziaływała tzw. Tarcza Antyinflacyjna¹⁵.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosła do 22,3% r/r w listopadzie 2022 r., po czym obniżyła się – według wstępnych danych GUS – do 20,7% r/r w styczniu 2023 r. w wyniku efektu bazy. Jednocześnie presja kosztowa związana z wysokimi cenami surowców rolnych, energii, środków produkcji (w tym nawozów) i kosztów pracy nadal – choć w mniejszym stopniu – oddziałuje w kierunku wzrostu cen żywności.

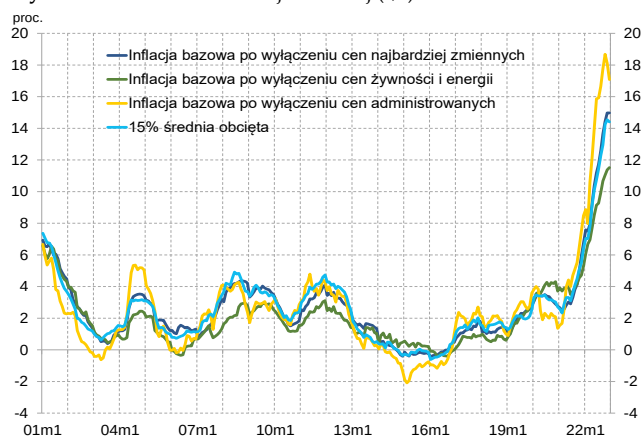
Inflacja cen energii w ostatnich miesiącach 2022 r. obniżyła się i w grudniu wyniosła 24,9% r/r (wobec 35,0% r/r we wrześniu ub.r.; Wykres 2.3), po czym w styczniu – uwzględniając wstępne dane GUS – najprawdopodobniej wzrosła. Obniżeniu wskaźnika pod koniec 2022 r. sprzyjał głównie spadek rocznej dynamiki cen opału (do 83,1% r/r w grudniu 2022 r. z 172,2% r/r we wrześniu) na skutek prowadzenia przez gminy sprzedaży węgla po ustawowo określonej cenie i oddziaływania ujemnego efektu bazy związanego z silnym wzrostem cen opału począwszy od września 2021 r. Na spadek rocznej dynamiki cen energii w tym okresie wpłynęło również obniżenie

Wykres 2.3 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹³ W II połowie 2022 r. i na początku 2023 r. nastąpiło spowolnienie wzrostu cen producenta w przemyśle (do 18,5% r/r w styczniu 2023 r., Wykres 2.2), głównie w związku z obniżeniem się dynamiki cen nośników energii, surowców przemysłowych i innych dóbr pośrednich. Przyczyniło się to do stopniowego ograniczania wysokiej presji kosztowej na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości dodanej.

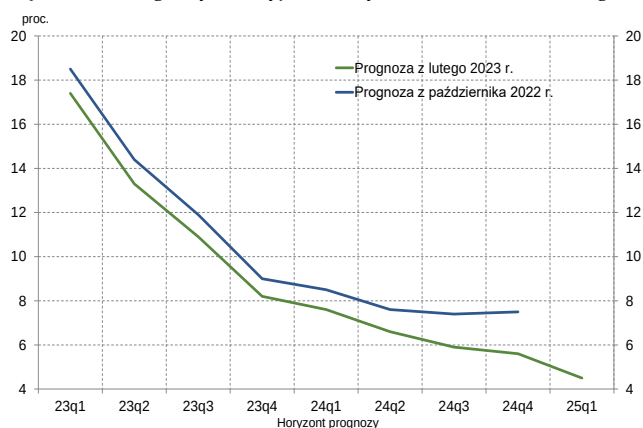
¹⁴ Ze względu na sztywności nominalne ceny towarów i usług mogą zmieniać się z opóźnieniem względem występujących szoków makroekonomicznych. Proces przekładania się wyższych cen surowców i innych kosztów na ceny konsumpcyjne jest zatem rozłożony w czasie.

¹⁵ W ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej czasowo obniżono stawki VAT na energię elektryczną, ciepłą, gaz ziemny, paliwa silnikowe, nawozy i podstawowe produkty żywnościowe, zniesiono akcyzę na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, obniżono do minimalnego poziomu przewidzianego przepisami UE akcyzę na paliwa silnikowe i lekki olej opałowy oraz wprowadzono rekompensaty dla sprzedawców gazu ziemnego w związku z ograniczeniem skali wzrostu cen tego surowca dla odbiorców taryfowych. Od 1 stycznia 2023 r. nastąpił wzrost stawek VAT na energię elektryczną, ciepłą, gaz i paliwa do prywatnych środków transportu, natomiast utrzymano obniżoną do zera stawkę VAT na podstawowe produkty żywnościowe.

dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu (do 13,5% r/r w grudniu 2022 r. z 18,3% r/r we wrześniu) w związku ze spadkiem cen ropy naftowej na rynku światowym, przy umocnieniu złotego. W dalszym ciągu rosła jednak dynamika cen ciepła (do 29,6% r/r w grudniu 2022 r. z 21,0% r/r we wrześniu). Wynikało to ze stopniowego przekładania się na rachunki dla gospodarstw domowych wzrostu cen gazu ziemnego i węgla (wskutek rozłożonego w czasie procesu taryfikacji) oraz zmian opłat przez wspólnoty mieszkaniowe. Utrzymywaniu się wysokiej rocznej dynamiki cen energii w całym 2022 r. sprzyjały również wyższe niż w 2021 r. ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego, będące efektem wprowadzenia wyższych taryf na sprzedaż i dystrybucję tych nośników energii od stycznia 2022 r.¹⁶ Z kolei wzrost inflacji cen energii w styczniu br. był spowodowany wyższymi (o 10,4% m/m) cenami nośników energii (efekt wzrostu przeciętnej wysokości rachunku za energię elektryczną, ciepłą oraz gaz w następstwie zmian części taryf oraz przywrócenia bazowych stawek VAT na produkty energetyczne do poziomów sprzed wprowadzenia tzw. Tarczy Antyinflacyjnej).

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w ostatnich miesiącach 2022 r. rosła i w grudniu 2022 r. wyniosła 11,5% r/r (Wykres 2.4), przy czym tempo jej wzrostu stopniowo spowalniało. Wzrost tej miary inflacji bazowej wynikał z dalszego wzrostu rocznej dynamiki cen zarówno towarów nieżywnościowych, jak i usług. Oprócz czynników jednorazowych¹⁷ na inflację bazową – pomimo słabnącej dynamiki popytu – wciąż oddziaływała presja kosztowa związana z wysokimi cenami energii, a także przeszłe zaburzenia w globalnych sieciach podaży i transporcie międzynarodowym. Wzrostowi inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii towarzyszył wzrost inflacji po

Wykres 2.5 Prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego



Źródło: dane Refinitiv.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez Refinitiv.

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

	Ankieta przeprowadzona w:				
	22q1	22q2	22q3	22q4	23q1
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	9,0	10,5	10,1	9,0	7,6
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	8,8 (7,2-10,9)	9,7 (7,3-11,9)	9,6 (7,5-12,2)	9,6 (7,8-11,9)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	4,9 (3,4-6,6)	5,7 (3,5-8,4)	6,1 (4,2-9,0)	6,0 (4,1-8,7)	-

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Oczekiwanie inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu kwartału, z wyjątkiem I kw. 2023 r., dla którego pokazano prognozę z lutego.

Oczekiwanie inflacyjne w Ankiecie Makroekonomicznej NBP są mierzone jako mediana rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano granice 50-procentowego przedziału prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu (interpretowany jako przedział typowych scenariuszy uwzględnianych przez ekspertów). Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu kwartału.

¹⁶ Wzrost taryf był związany z silnym wzrostem cen gazu ziemnego na rynkach światowych oraz wzrostem hurtowych cen energii elektrycznej i uprawnień do emisji CO₂ (w związku z polityką klimatyczną UE, por. *Raport o Inflacji – marzec 2022 r.*)

¹⁷ Czynniki jednorazowe obejmują m.in. zmianę listy leków refundowanych, zmiany cenników usług medycznych, ubezpieczeniowych i w zakresie łączności oraz brak sezonowych promocji cenowych odzieży.

wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i 15% średniej obciążonej oraz spadek inflacji po wyłączeniu cen administrowanych, głównie na skutek niższych cen opału i paliw do prywatnych środków transportu.

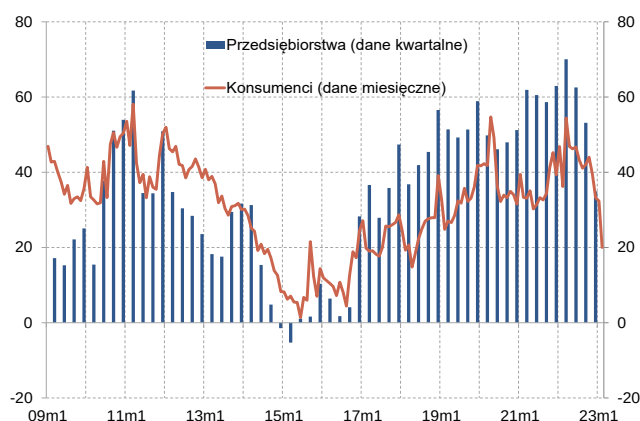
Według prognoz z grudnia 2022 r. eksperci Ankiety Makroekonomicznej (AM) NBP spodziewali się wyraźnego spadku inflacji w horyzoncie 4 kwartałów i dalszego jej obniżenia w horyzoncie 8 kwartałów. Wyniki AM świadczą przy tym o dużej niepewności i zróżnicowaniu opinii dotyczących dalszego przebiegu procesów cenowych¹⁸. Jednocześnie najnowsze oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego (ankieta Refinitiv z lutego br.) wskazują na szybszy spadek inflacji w całym horyzoncie prognozy (Wykres 2.5, Tabela 2.1). Od II kw. 2022 r. oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw mierzone statystyką bilansową przesuwają się stopniowo w kierunku niższych wartości, głównie ze względu na spadek odsetka podmiotów spodziewających się dalszego wzrostu inflacji (Wykres 2.6).

2.2 Popyt i produkcja

W Polsce w całym 2022 r. PKB wzrósł o 4,9% (wobec wzrostu o 6,8% w 2021 r.), przy czym od początku roku dynamika aktywności gospodarczej stopniowo się obniżała. W IV kw. 2022 r. wzrost PKB wyniósł 2,0% r/r (wobec 3,6% r/r w III kw. 2022 r.; Wykres 2.7, Tabela 2.2), a relatywnie wysokiej dynamice inwestycji towarzyszył spadek konsumpcji prywatnej. Dodatni wkład do dynamiki PKB, podobnie jak w III kw., miały eksport netto oraz zmiana zapasów.

W IV kw. ub.r. konsumpcja prywatna obniżyła się w ujęciu rocznym (o 1,5% r/r wobec wzrostu o 0,9% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.8). Spadek spożycia gospodarstw domowych nastąpił w warunkach wysokiej inflacji ograniczającej siłę

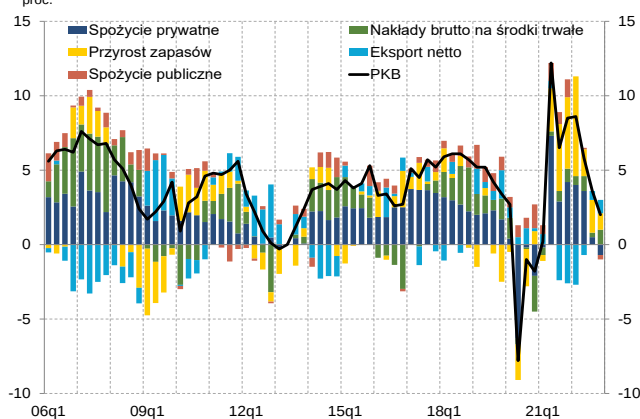
Wykres 2.6 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen w tempie szybszym lub równym obecnemu (lub obecnie postrzeganemu) 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.

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



Źródło: dane GUS, NBP.

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

	2020				2021				2022			
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
PKB	2,7	-7,8	-1,0	-1,8	0,2	12,2	6,5	8,5	8,6	5,8	3,6	2,0
Spożycie prywatne	0,4	-6,3	-0,2	-2,1	-0,2	7,3	2,9	4,2	4,0	3,6	0,5	-0,7
Spożycie publiczne	0,7	0,8	0,7	1,6	0,6	1,2	0,8	1,2	0,0	0,1	0,0	-0,3
Nakłady brutto na środki trwałe	1,4	-0,4	-0,1	-2,4	-0,5	0,3	0,7	0,9	0,6	1,0	0,3	1,0
Przyrost zapasów	-0,5	-2,4	-2,5	0,9	-0,4	2,9	4,5	4,8	6,7	1,8	2,2	1,1
Eksport netto	0,7	0,5	1,1	0,2	0,7	0,5	-2,4	-2,6	-2,7	-0,7	0,6	0,9

Źródło: dane GUS, NBP.

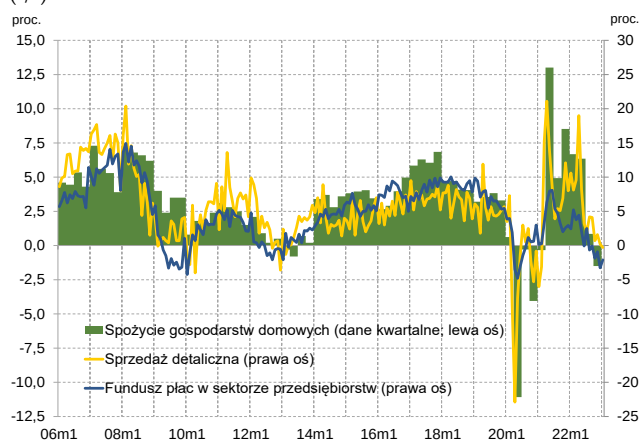
¹⁸ Wskazuje na to szerokie pasmo typowych scenariuszy rozpatrywanych przez ekspertów, tj. granic 50-procentowego przedziału prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) rozkładu zagregowanego prognoz ekspertów.

nabywcą ich dochodów oraz silnego zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce. Negatywnie na skłonność do konsumpcji oddziaływała także utrzymująca się znaczna niepewność wywołana rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Czynniki te przekładały się na niekorzystne – choć poprawiające się – nastroje gospodarstw domowych (Wykres 2.9). Konsumpcja była natomiast wspierana przez nadal dobrą sytuację na rynku pracy, odzwierciedloną w niskim bezrobociu, rosnącym zatrudnieniu i wzroście przeciętnego nominalnego wynagrodzenia, przy czym wynagrodzenia oraz fundusz płac w ujęciu realnym obniżyły się (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*; Wykres 2.8)¹⁹.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe przyspieszyła w IV kw. ub.r. (Wykres 2.10). Jednocześnie, zgodnie z szacunkami NBP, drugi kwartał z rzędu znacznie obniżyły się inwestycje mieszkaniowe. Były one hamowane przez osłabiony popyt na nieruchomości – odzwierciedlony także w wyraźnym spadku rozpoczętych budów mieszkań – w następstwie wzrostu oprocentowania kredytów mieszkaniowych (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*). Obniżyła się również dynamika inwestycji sektora publicznego. W tych warunkach wzrost dynamiki inwestycji ogółem w IV kw. 2022 r. był konsekwencją przyspieszenia dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w porównaniu z III kw. 2022 r.

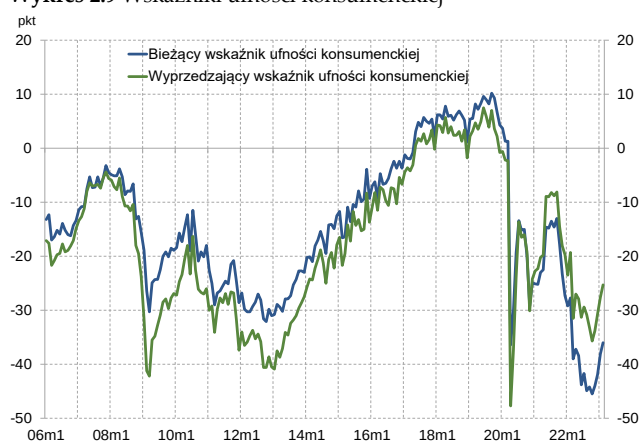
Przyspieszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych firm pod koniec 2022 r. było częściowo efektem bazy – dość niskiego ich wzrostu w IV kw. 2021 r. Aktywności inwestycyjnej sprzyjał też, sygnalizowany przez respondentów Szybkiego Monitoringu NBP, widoczny spadek niepewności, związany m.in. z poprawą sytuacji militarnej na Ukrainie. Na działalność inwestycyjną, zwłaszcza dużych podmiotów, stymulująco oddziaływał także zmniejszający się poziom zakłóceń w łańcuchach

Wykres 2.8 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



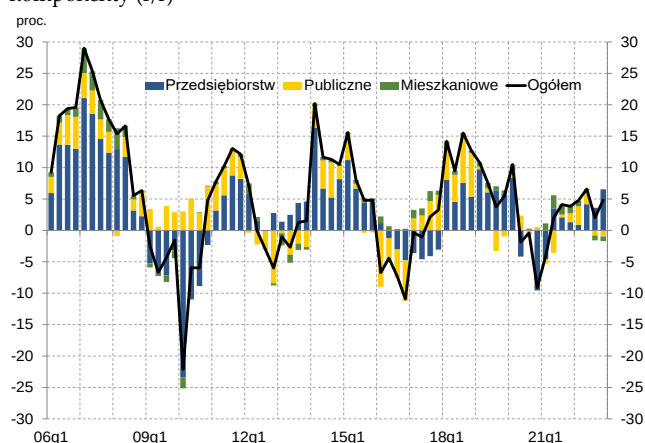
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁹ W styczniu br. sprzedaż detaliczna obniżyła się o 0,3% r/r, wobec wzrostu średnio o 0,8% r/r w IV kw. ub.r.

dostaw. Z pewnym opóźnieniem pobudzało to inwestycje mniejszych firm – ich kooperantów. Ograniczająco na działalność inwestycyjną mogły natomiast wpływać pesymistyczne prognozy sytuacji własnej przedsiębiorstw oraz spadek wykorzystania dostępnych zdolności produkcyjnych. Pogorszyła się również, choć nadal była relatywnie dobra, sytuacja finansowa firm (Tabela 2.3). W szczególności – po dwóch latach dynamicznego wzrostu – wynik finansowy netto w III kw. 2022 r. był niższy niż przed rokiem ze względu na spadek wyników na operacjach finansowych i pozostałej działalności. Silniejszy spadek dynamiki przychodów ze sprzedaży niż dynamiki jej kosztów wskazuje na słabnącą zdolność przedsiębiorstw do przenoszenia wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych. W III kw. 2022 r. pogłębiło się także wyraźne zróżnicowanie sytuacji finansowej firm w przekroju branżowym, przy czym w większości branż zanotowano spadki zysków.

Dynamika produkcji przemysłowej w IV kw. 2022 r. obniżyła się do 4,0% r/r (wobec 9,3% r/r w III kw. ub.r. i przy przeciętnym wzroście o 5,5% r/r w ostatnich 10 latach). Spowolnił również wzrost produkcji budowlano-montażowej (do 2,1% r/r wobec 3,3% r/r w III kw. i wieloletniej średniej dynamice na poziomie 2,8% r/r). W styczniu br. dynamika produkcji przemysłowej wyniosła 2,6% r/r, a produkcji budowlano-montażowej 2,4% r/r.

Wkład eksportu netto do PKB w IV kw. 2022 r. ponownie ukształtował się na dodatnim poziomie i wyniósł 0,9 pkt proc. (wobec 0,6 pkt proc. w III kw. 2022 r.). Wyraźnie obniżyła się zarówno realna dynamika importu (za sprawą słabnącego popytu krajowego), jak i – w nieco mniejszej skali – eksportu (pod wpływem gorszej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski). W ujęciu nominalnym dynamika importu towarów (Wykres 2.11) obniżyła się w porównaniu z III kw., lecz pozostała relatywnie wysoka, do czego nadal przyczyniały się wysokie

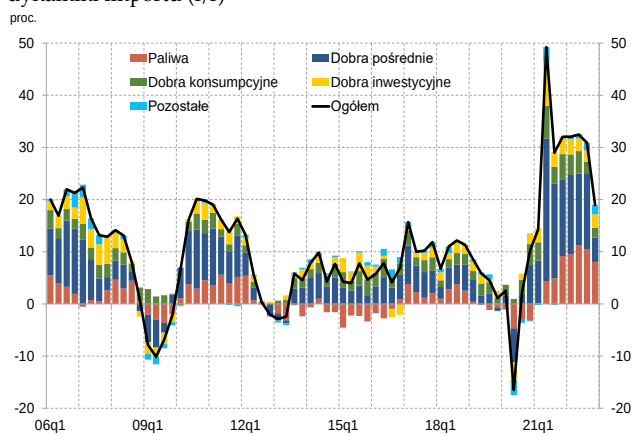
Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	średnia 2010-2019	2020					2021				2022		
		q1	q2	q3	q4		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	3,9	4,9	5,5	4,9	6,0	5,5	5,6	5,9	6,7	6,4	6,1	
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	2,4	4,5	4,4	3,3	5,4	6,2	5,9	5,1	5,2	6,1	4,5	
Odsetek firm rentownych	73,4	74,4	73,4	75,8	74,4	76,3	78,0	78,9	78,3	77,6	77,4	76,6	
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	34,2	37,7	39,0	41,3	42,0	42,7	45,5	45,2	46,7	43,4	42,2	41,1	
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	38,9	42,6	42,9	43,9	43,0	44,1	44,6	44,1	42,7	40,9	39,9	
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	0,7	1,1	1,2	1,0	1,5	1,8	1,8	1,8	1,7	2,1	1,5	
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,9	15,9	15,2	15,1	14,7	14,3	14,5	14,5	14,1	14,2	14,7	

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01). Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% – dane odsezonowane. Średnia udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek obejmuje lata 2015-2019.

Wykres 2.11 Wkład poszczególnych grup towarów do nominalnej 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, podane przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

ceny importowanych surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Również dynamika nominalna eksportu towarów obniżyła się, przy czym wciąż szybko rósł eksport do Ukrainy.

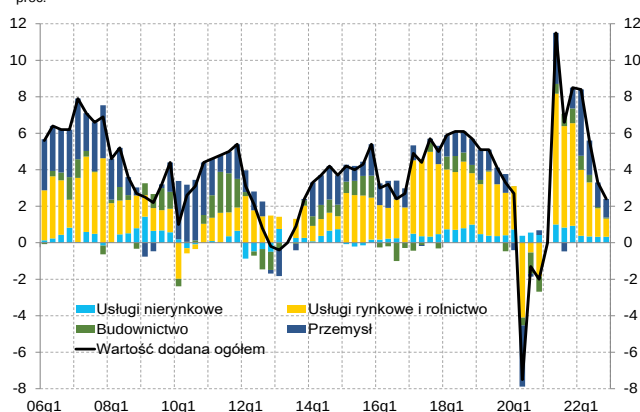
Wartość dodana brutto w IV kw. 2022 r. wzrosła o 2,4% r/r (wobec 3,3% r/r w III kw. 2022 r.; Wykres 2.12). W przemyśle i usługach rynkowych dynamiki wartości dodanej brutto obniżyły się w porównaniu z poprzednim kwartałem, lecz pozostały dodatnie. Z kolei w budownictwie dynamika wartości dodanej nie zmieniła się istotnie i ukształtowała się jedynie nieznacznie powyżej zera.

2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. wyniósł 28,4 mld zł (0,9% PKB), wobec 8,0 mld zł (0,3% PKB) w tym samym okresie 2021 r. (Wykres 2.13). Jego wyraźny wzrost miał miejsce w III kw. ub.r. (w I półroczu 2022 r. sięgał jedynie 4,6 mld zł), co było związane w szczególności z wypłatą 14-tej emerytury (w poprzednim roku wypłata nastąpiła w IV kw.) oraz z obniżeniem dynamiki dochodów podatkowych na skutek obowiązującej od lipca 2022 r. korekty Polskiego Ładu, tj. obniżenia dolnej stawki PIT do 12%. Ponadto, w kierunku niższego wyniku sektora oddziaływała tzw. Tarcza Antyinflacyjna – zgodnie z szacunkami NBP jej koszt po stronie dochodowej w pierwszych trzech kwartałach ub.r. wyniósł 21,6 mld zł, a po stronie wydatkowej sięgnął 13,9 mld zł (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*).

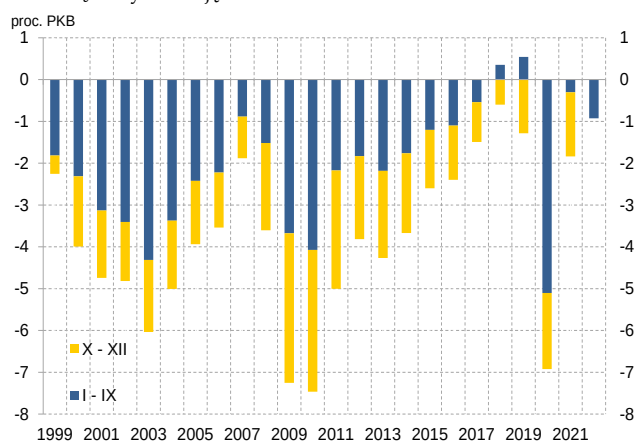
W IV kw. 2022 r. deficyt sektora prawdopodobnie utrzymywał się na podwyższonym poziomie, co – oprócz czynników sezonowych – było związane m.in. z wypłatą tzw. dodatków węglowych (wydatki na ten cel w 2022 r. planowano w wysokości 13,5 mld zł, z czego zdecydowana większość miała przypaść na IV kw.) oraz z wydatkami Bankowego Funduszu Gwarancyjnego poniesionymi w związku z przymusową restrukturyzacją Getin Noble

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat, GUS.

Bank S.A. (6,9 mld zł). Niemniej w całym 2022 r. wynik sektora finansów publicznych był prawdopodobnie wyraźnie lepszy niż -4,7% PKB wskazane przez rząd w notyfikacji fiskalnej z jesieni ub.r.

Według danych Ministerstwa Finansów (MF), w okresie od stycznia do listopada 2022 r. w budżecie państwa odnotowano nadwyżkę w wysokości 18,3 mld zł. Dochody podatkowe w tym okresie były wyższe o 8,7% r/r, co w głównej mierze było wypadkową wyższych wpływów z CIT (o 37,7% r/r) i VAT (o 5,9% r/r), przy spadku wpływów z PIT (o 2,8% r/r)²⁰.

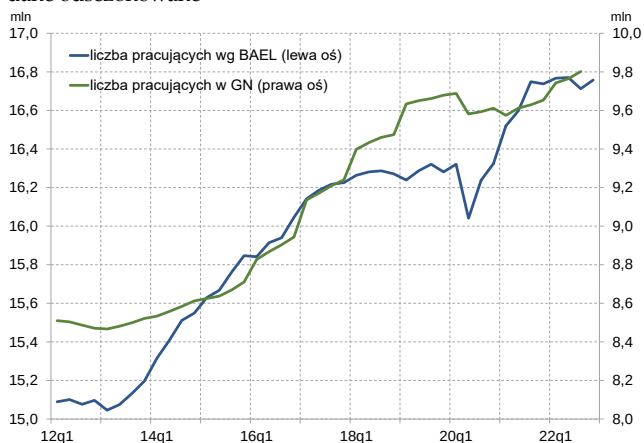
Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2022 r. wzrósł o 68,8 mld zł, do 1 479,3 mld zł. Według wstępnych szacunków MF zadłużenie sektora w tym ujęciu na koniec 2022 r. mogło wynieść poniżej 50% PKB (względem 53,8% na koniec 2021 r.).

2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy w szczególności nadal niska stopa bezrobocia oraz dalszy wzrost zatrudnienia i przeciętnych wynagrodzeń nominalnych. Jednocześnie osłabienie aktywności gospodarczej przekłada się na stopniowe ograniczanie dynamiki płac i w efekcie następuje spadek wynagrodzeń w ujęciu realnym.

W całej gospodarce widoczne jest osłabienie popytu na pracę. Liczba pracujących według BAEL, po spadku w III kw. 2022 r. o 0,7% r/r, była w IV kw. 2022 r. tylko nieznacznie wyższa niż rok wcześniej (o 0,1% r/r; Wykres 2.14). Wzrost liczby pracujących wynikał w całości z ich wyższej liczby w sektorze publicznym (o 3,0% r/r), przy

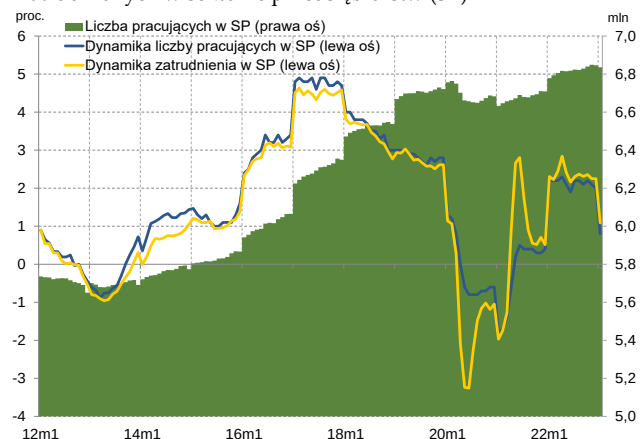
Wykres 2.14 Liczba pracujących wg BAEL i wg danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN), dane odsezonowane



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. Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu ujednolicienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi.

Wykres 2.15 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.

²⁰ W kierunku obniżenia wpływów z VAT w 2022 r. oddziaływały obniżki stawek w ramach Tarczy Antyinflacyjnej, zaś w przypadku PIT zmiany w ramach Polskiego Ładu i jego korekty. Z kolei wysoki wzrost dochodów z CIT odzwierciedlał m.in. korzystną sytuację przedsiębiorstw niefinansowych w ub.r., jak również wysokie zyski z 2021 r., które – poprzez rozliczenie roczne – przełożyły się na dochody budżetu w 2022 r.

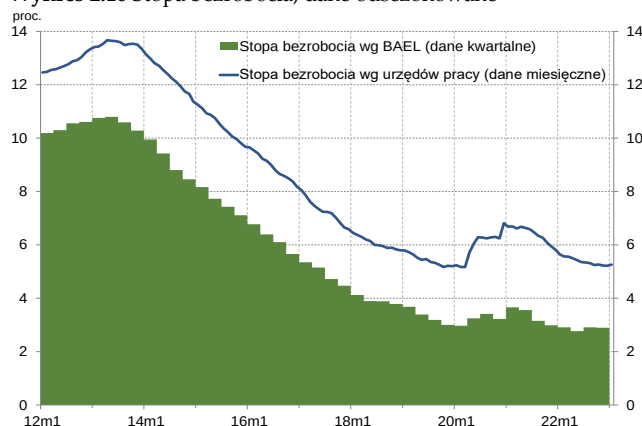
pogłębieniu się spadku liczby pracujących w sektorze prywatnym (o 0,8% r/r w IV kw. wobec spadku o 0,3% r/r w III kw. 2022 r.). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (SP), w firmach zatrudniających 10 i więcej pracowników, utrzymywało się na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.15). W IV kw. 2022 r. dynamika tej kategorii wyniosła 2,9% r/r (wobec 2,8% w III kw. ub.r.)²¹, a w styczniu 2023 r. – m.in. ze względu na wyraźnie mniejszą niż przed rokiem korektę zatrudnienia z tytułu aktualizacji zbiorowości badanych firm – obniżyła się jednak ona do 1,1%²².

Wyniki badań ankietowych GUS i NBP sygnalizują możliwe osłabienie – wciąż relatywnie wysokiego – popytu na pracę w rynkowej części gospodarki w I kw. 2023 r.²³.

Jednocześnie stopa bezrobocia utrzymuje się na niskim poziomie. Niska pozostała stopa bezrobocia BAEL (2,9% w IV i III kw. ub.r., dane odsezonowane; Wykres 2.16), a także stopa bezrobocia rejestrowanego (według danych GUS 5,3% w styczniu br.; dane odsezonowane).

Nadal korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy znajdowała odzwierciedlenie we wciąż wysokiej dynamice płac nominalnych. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej (GN) w IV kw. 2022 r. wzrosło o 12,3% r/r (wobec 14,6% w III kw. ub.r.; Wykres 2.17). W samym sektorze przedsiębiorstw wzrost wynagrodzeń spowolnił z 14,5% r/r w III kw. do 12,0% r/r w IV kw. ub.r. i 13,5% r/r w styczniu 2023 r. Obniżenie dynamiki rocznej w IV kw. obserwowane było w większości

Wykres 2.16 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



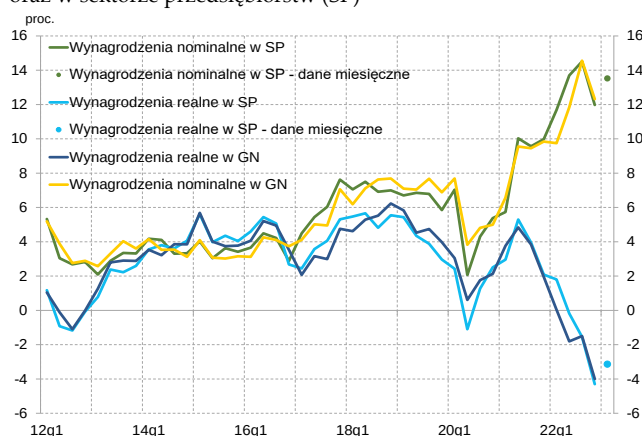
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu uspołnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariusz badania, dane dotyczące stopy bezrobocia wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi.

Dane dotyczące stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r. podawane są z uwzględnieniem liczby pracujących w rolnictwie oszacowanej na podstawie Powszechnego Spisu Rolnego z 2020 r. i nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi okresami.

Wykres 2.17 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 2023 r. (kropki).

²¹ Częściowo różnica między BAEL i danymi sprawozdawczymi wynika z innego zakresu podmiotowego. W szczególności, dane BAEL (w przeciwieństwie do sprawozdawczości) obejmują pracujących w mikroprzedsiębiorstwach, na umowach cywilnoprawnych i ustnych. Z drugiej jednak strony, ze względu na charakter badania ankietowego kierowanego wyłącznie do rezydentów, w znikomym stopniu uchwytyją aktywność obcokrajowców na polskim rynku pracy. Dodatkowo, w III i IV kw. dynamika przeciętnego zatrudnienia w SP okazała się wyższa niż implikowana z danych miesięcznych. Taka sytuacja może występować z uwagi na wstępny charakter informacji miesięcznych.

²² Styczniowa korekta GUS powoduje często skokową zmianę dynamiki rocznej tego wskaźnika pomiędzy grudniem a styczniem. Uwzględnia jednak zmiany zatrudnienia, które faktycznie dokonały się w trakcie całego minionego roku, a które ze względu na ograniczenia metodologiczne nie były od razu widoczne we wstępnej informacji miesięcznej z SP. Mniejsza korekta za cały 2022 r. w porównaniu z rokiem 2021 oznacza tym samym wolniejszy rzeczywisty wzrost przeciętnego zatrudnienia w tej części gospodarki.

²³ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2023 r., *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2022 (styczeń 2023)*, GUS, styczeń 2023 r. Na osłabienie popytu na pracę może wskazywać również zmniejszająca się liczba zgłoszonych w urzędach pracy w ciągu miesiąca ofert pracy, która w IV kw. ub.r. spadła przeciętnie o 28,9% r/r, a w styczniu br. o 20,6% r/r.

sekcji SP oraz w pozostałej części gospodarki nieujętej w tym sektorze²⁴. W ujęciu realnym wynagrodzenia w GN w IV kw. ub.r. obniżyły się o 4,0% r/r, a w sektorze przedsiębiorstw o 4,3% r/r.

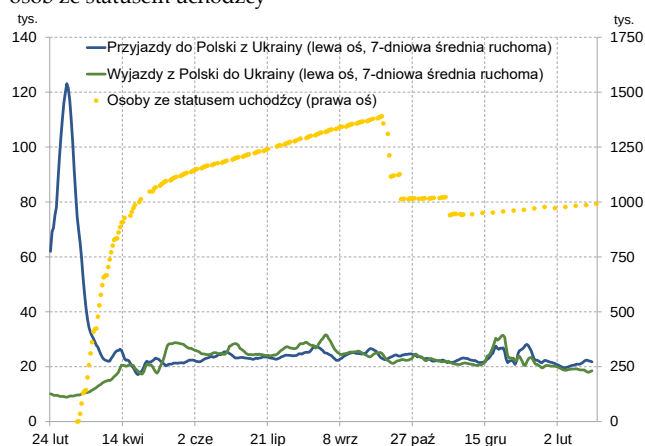
Pomimo wolniejszego wzrostu płac nominalnych w IV kw. 2022 r., dynamika jednostkowych kosztów pracy nieznacznie wzrosła do 10,4% r/r (wobec 9,9% r/r w III kw. ub.r.). Na wynik ten złożyło się odnotowane niższe tempo wzrostu PKB i wyższa dynamika liczby pracujących wg BAEL, prowadzące do obniżenia rocznej dynamiki wydajności pracy w gospodarce.

Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że relatywnie wysoka dynamika wynagrodzeń nominalnych może utrzymać się także w I kw. br., pomimo osłabienia odczuwanej przez firmy presji płacowej. Do jej złagodzenia przyczynia się wysoka liczba imigrantów aktywnych na krajowym rynku pracy, związana m.in. z napływem uchodźców z Ukrainy (Wykres 2.18). Według danych MRiPS do 27 lutego 2023 r. liczba Ukraińców (zarówno uchodźców, jak i wcześniejszych migrantów zarobkowych), którzy rozpoczęli pracę na podstawie powiadomienia o powierzeniu pracy, wyniosła 636,9 tys.²⁵.

2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

W ostatnich miesiącach ceny instrumentów finansowych w Polsce kształtowały się pod wpływem m.in. malejących oczekiwań rynkowych na dalszy wzrost stóp procentowych NBP, przy jednoczesnym umacnianiu się oczekiwań na spadek inflacji i poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* i rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*; Wykres 2.19).

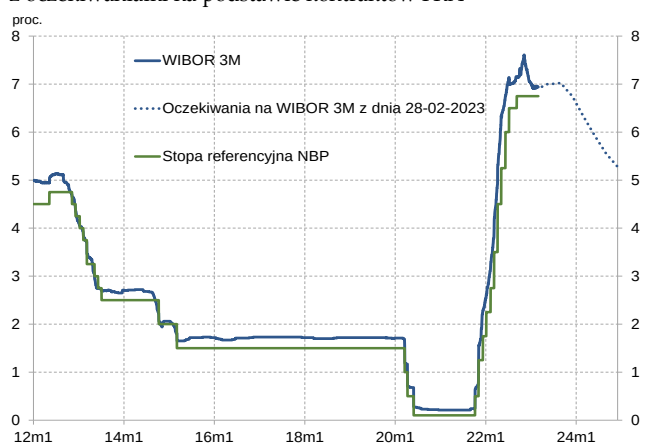
Wykres 2.18 Przekroczenia granicy polsko-ukraińskiej oraz liczba osób ze statusem uchodźcy



Źródło: dane Straży Granicznej, KPRM.

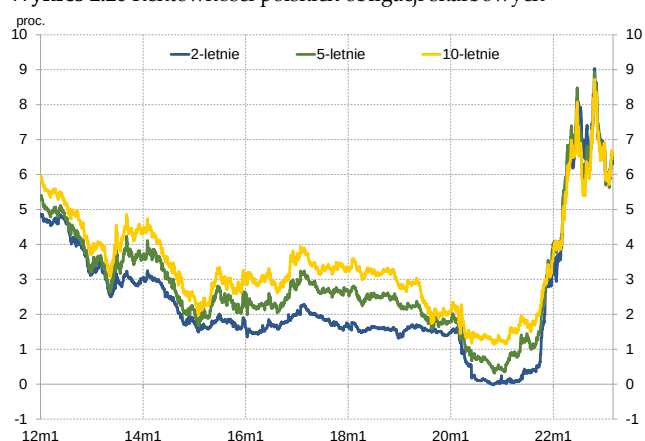
Dla okresu od 14 marca do 13 kwietnia 2022 r. liczbę osób ze statusem uchodźcy oszacowano na podstawie skumulowanej liczby wniosków o wydanie numeru PESEL.

Wykres 2.19 Stopa referencyjna NBP oraz WIBOR 3M wraz z oczekiwaniami na podstawie kontraktów FRA



Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.20 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

²⁴ Poza SP pozostają przede wszystkim: branża finansowo-ubezpieczeniowa, administracja publiczna, sekcja edukacji, ochrony zdrowia i pomocy społecznej oraz wszystkie przedsiębiorstwa prywatne o liczbie pracujących mniejszej niż 10 osób. Bardziej szczegółowe dane branżowe za IV kw. 2022 r. dostępne będą w kwietniu br.

²⁵ Możliwość podejmowania pracy przez obywateli Ukrainy na podstawie powiadomienia została wprowadzona na mocy Ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa.

Czynniki te wpłynęły na obniżenie się rentowności polskich obligacji skarbowych oraz umocnienie złotego, czemu sprzyjały również silne fundamenty polskiej gospodarki (Wykres 2.20; Wykres 2.21). W efekcie w lutym 2023 r. w porównaniu do października ub.r. kurs waluty krajowej był istotnie silniejszy względem dolara amerykańskiego i nieznacznie silniejszy względem euro. Ograniczająco na aprecjację złotego oddziaływała wciąż relatywnie wysoka niepewność na rynkach finansowych, w tym utrzymujące się podwyższone ryzyko geopolityczne.

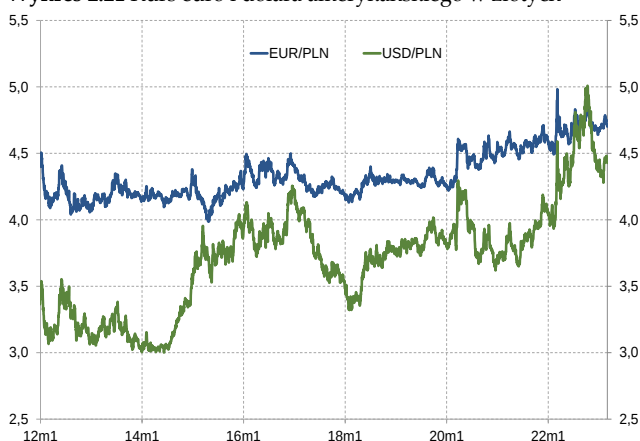
Z kolei na rynku mieszkaniowym w IV kw. 2022 r. – pomimo słabszego popytu – ceny transakcyjne w dalszym ciągu rosły w ujęciu rocznym w związku z rosnącymi kosztami budowy mieszkań (Wykres 2.22)²⁶. Według danych NBP²⁷ dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wyniosła 8,6% r/r w IV kw. 2022 r. (wobec 14,3% r/r w III kw. 2022 r.)²⁸.

2.6 Pieniądz i kredyt²⁹

W konsekwencji silnego zacieśnienia warunków monetarnych w polskiej gospodarce, w IV kw. 2022 r. dynamika agregatu M3 obniżyła się do relatywnie niskiego poziomu, czemu towarzyszył bardzo wysoki przyrost depozytów terminowych. Jednocześnie pogłębił się – notowany w III kw. po raz pierwszy od wielu lat – spadek kredytów dla gospodarstw domowych, a wzrost kredytów dla przedsiębiorstw istotnie spowolnił.

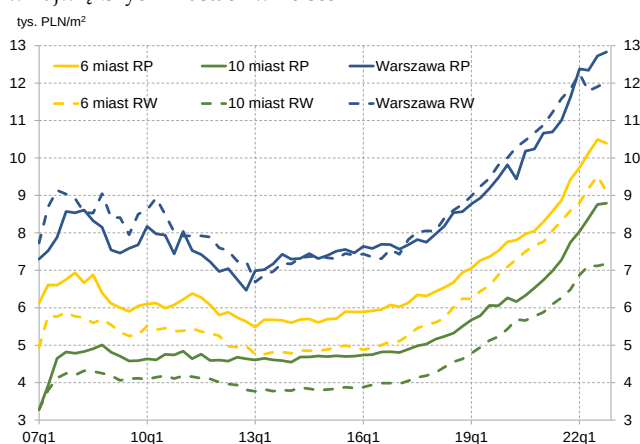
Tempo wzrostu agregatu M3 w IV kw. 2022 r. ponownie się obniżyło (do 5,6% r/r wobec 6,1% w III kw. ub.r.; Wykres 2.23). Spadek dynamiki wynikał m.in. z odpływu środków z depozytów

Wykres 2.21 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

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 dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

²⁶ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

²⁷ Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do IV kw. 2022 r. obejmują transakcje zawarte w okresie wrzesień – listopad 2022 r.

²⁸ 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. 2022 r. -0,6% kw/kw (wobec 2,6% kw/kw w III kw. 2022 r.) i była ujemna po raz pierwszy od kilku lat.

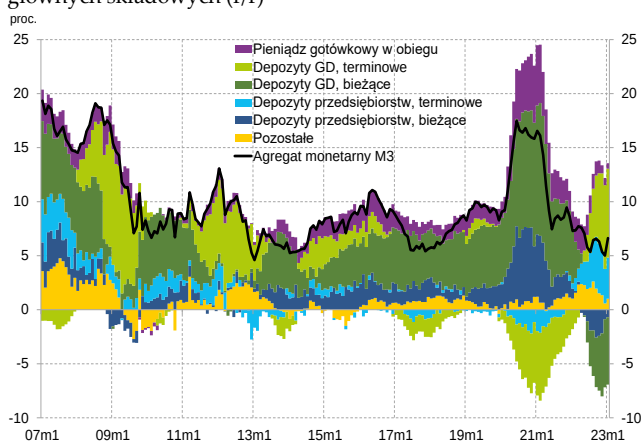
²⁹ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

bieżących gospodarstw domowych i firm oraz wolniejszego przyrostu gotówki w obiegu (5,0% r/r w IV kw. wobec 8,2% r/r w III kw.)³⁰. Towarzyszył temu bardzo silny przyrost depozytów terminowych, wspierany przez wyraźny wzrost ich oprocentowania (Wykres 2.24). W efekcie nastąpiło przyspieszenie wzrostu depozytów gospodarstw domowych (do 2,7% r/r w IV kw. 2022 r. wobec 1,3% r/r w III kw.) i przedsiębiorstw (do 10,1% r/r w IV kw. 2022 r. wobec 8,5% r/r w III kw.)³¹.

W IV kw. 2022 r. ponownie obniżył się stan kredytów dla gospodarstw domowych (dynamika wyniosła -3,6% r/r wobec -1,1% r/r w III kw.; Wykres 2.25). Zadłużaniu się nie sprzyjało ani stosunkowo wysokie oprocentowanie kredytów (Wykres 2.24) i zaostrzanie kryteriów ich przyznawania³², ani obniżone nastroje konsumentów (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Do zmniejszania się stanu kredytów mieszkaniowych (-3,2% r/r w IV kw. 2022 r. wobec -0,1% r/r w III kw.) przyczyniły się m.in. dalszy głęboki spadek popytu³³ oraz wcześniejsze spłaty i nadpłaty tej kategorii kredytów³⁴. Pogłębił się również spadek zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych (-1,7% r/r wobec -0,6% r/r w III kw.)³⁵.

W ostatnich miesiącach 2022 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw szybko się obniżała i w IV kw. wyniosła średnio 12,2% r/r (wobec

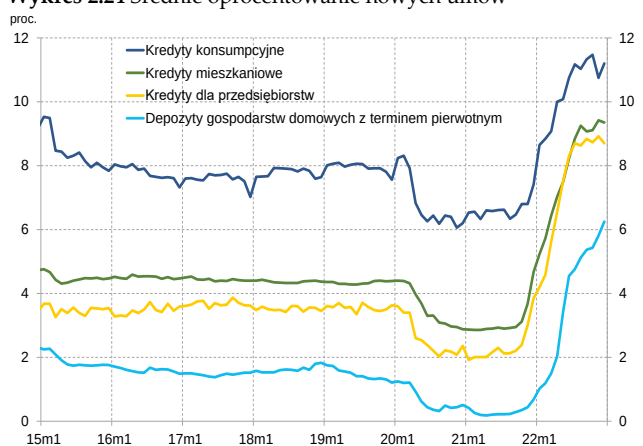
Wykres 2.23 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



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).

Wykres 2.24 Średnie oprocentowanie nowych umów



Źródło: dane NBP.

³⁰ Od II kw. 2022 r. miesięczne zmiany transakcyjne gotówki w obiegu średnio pozostają ujemne.

³¹ Z kolei w styczniu 2023 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 6,6% r/r. Tempo przyrostu gotówki w obiegu obniżyło się do 2,9% r/r, natomiast dynamika depozytów gospodarstw domowych wzrosła do 3,7% r/r, a depozytów przedsiębiorstw do 15,3% r/r.

³² W III i IV kw. banki zaostryły kryteria przyznawania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, m.in. w związku z pogorszeniem prognoz sytuacji gospodarczej. Jednocześnie w II połowie 2022 r., po wcześniejszym silnym zaostrzeniu, banki nie zmieniały istotnie kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych wobec wciąż obserwowanego spadku popytu, spowodowanego m.in. pogorszeniem sytuacji gospodarstw domowych. Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2023 r.*, NBP, luty 2023 r.

³³ Według danych Biura Informacji Kredytowej w IV kw. 2022 r. wartość wnioskowanych kredytów mieszkaniowych spadła średnio o 64,8% r/r (wobec spadku o średnio 69,5% r/r w III kw.). W styczniu 2023 r. wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe była niższa o 56,1% r/r.

³⁴ Według danych Biura Informacji Kredytowej obserwowane przyspieszenie wcześniejszych spłat kredytów mieszkaniowych rozpoczęło się w IV kw. 2021 r. Łączna kwota wcześniejszych spłat oraz nadpłat kredytów mieszkaniowych wyniosła 52,4 mld zł w 2022 r. wobec 26,7 mld zł w 2021 r., a w latach 2019-2020 wynosiła średnio 19 mld zł.

³⁵ W styczniu 2023 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła -4,6% r/r. Spadek kredytów mieszkaniowych pogłębił się do -4,8% r/r, a dynamika kredytów konsumpcyjnych wyniosła -1,5% r/r.

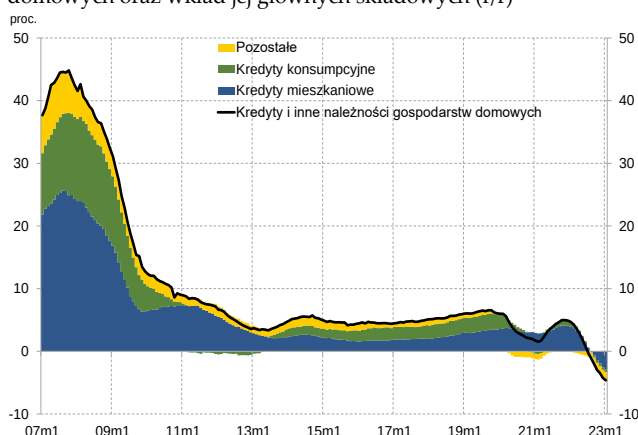
16,1% w III kw.; Wykres 2.26). Zwiększenie zadłużenia wynikało przede wszystkim z nadal wysokiego zapotrzebowania na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego w dużych przedsiębiorstwach, co przełożyło się na wciąż szybki – choć spowalniający – wzrost kredytów o charakterze bieżącym (19,2% r/r w IV kw. 2022 r. wobec 31,5% r/r w III kw.). Z kolei dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym ponownie nieco wzrosła (do 7,5% r/r w IV kw. 2022 r. wobec 6,0% r/r w III kw.).³⁶

2.7 Bilans płatniczy³⁷

W IV kw. 2022 r. saldo rachunku bieżącego poprawiło się, choć pozostało ujemne (wyniosło -3,1% PKB wobec -3,5% PKB w III kw. ub.r.; Wykres 2.27). W kierunku poprawy salda oddziaływał zarówno lekki wzrost nadwyżki w handlu usługami (do 5,5% PKB wobec 5,4% PKB w poprzednim kwartale), jak i niewielkie zmniejszenie deficytu w obrotach towarowych (do 3,8% PKB z 3,9% PKB w III kw. ub.r.). Wynik w handlu towarami pozostał jednak gorszy względem poprzednich lat, co było w znacznej mierze konsekwencją wysokiej wartości importu, w szczególności paliw i towarów zaopatrzeniowych, w warunkach wciąż wysokich cen surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców). Nieznacznie zmniejszył się także deficyt na rachunku dochodów pierwotnych (4,5% PKB w IV kw. 2022 r. wobec 4,6% PKB w III kw. 2022 r.), wynikający przede wszystkim z wysokich dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce³⁸.

Jednocześnie saldo rachunku finansowego poprawiło się i osiągnęło poziom -2,7% PKB w IV

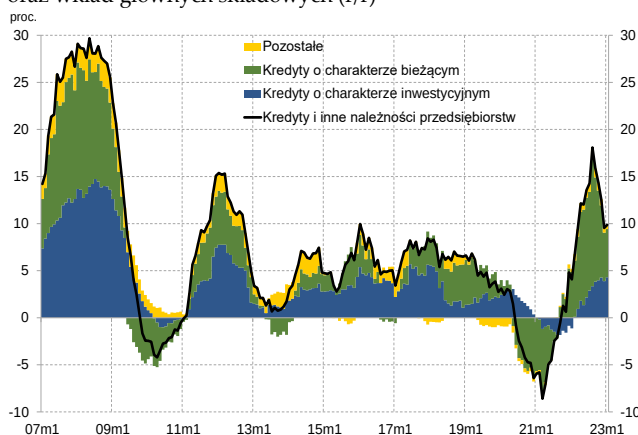
Wykres 2.25 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

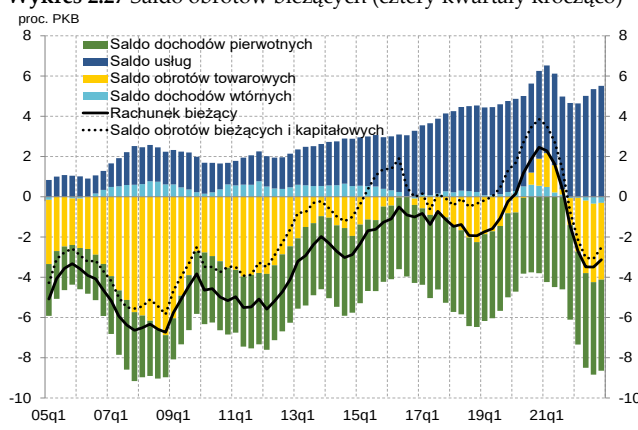
Wykres 2.26 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



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.

³⁶ W styczniu 2023 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła 9,9% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym obniżyła się do 12,9% r/r, a dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym wzrosła do 8,1% r/r.

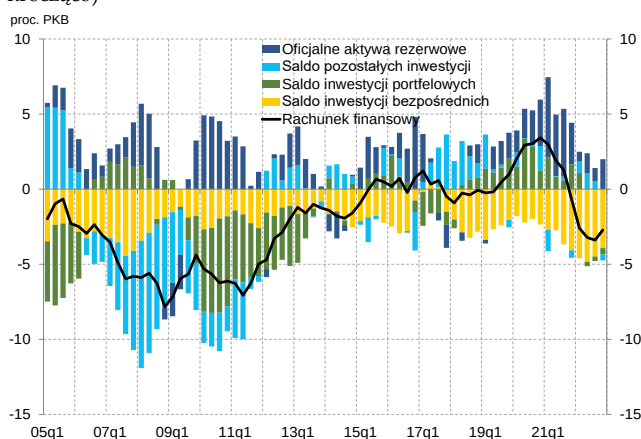
³⁷ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla IV kw. 2022 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym.

³⁸ Z kolei nadwyżka na rachunku kapitałowym w IV kw. ub.r. wzrosła do 0,6% PKB w wyniku wyższego napływu środków z UE.

kw. 2022 r. (wobec -3,4% PKB w III kw. ub.r.; Wykres 2.28).

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W III kw. 2022 r. ponownie poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (w relacji do PKB), osiągając poziom, przy którym spełnione jest kryterium wskazujące na brak nierównowag w odniesieniu do tego wskaźnika, ustalone przez Komisję Europejską (-35% PKB). Jednocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB, kształtował się poniżej wieloletniej średniej.

Wykres 2.28 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

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

	2020	2021				2022			
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	2,5	2,3	1,6	0,4	-1,4	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	3,9	3,5	2,7	1,4	-0,7	-2,1	-3,0	-3,1	-2,5
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	5,7	6,0	5,9	4,9	3,3	2,0	1,4	1,5	1,7
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	6,3	6,6	5,8	6,0	5,7	5,1	5,0	5,1	4,7
Zadłużenie zagr./PKB	61	61	57	58	57	56	56	56	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-44	-42	-41	-40	-40	-39	-36	-33	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	115	108	102	108	117	103	106	113	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	124	124	122	130	140	115	116	118	-

Źródło: dane NBP.

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

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2022 r. – marzec 2023 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. minutes) w okresie od listopada 2022 r. do stycznia 2023 r., a także *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lutym i marcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 listopada 2022 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki postępuje osłabienie koniunktury. Roczna dynamika PKB w strefie euro w III kw. br. wyraźnie się obniżyła, natomiast w Stanach Zjednoczonych nastąpiła jej stabilizacja. Podkreślano, że w najbliższych kwartałach oczekiwane jest spowolnienie aktywności w tych gospodarkach, mimo wciąż bardzo dobrej sytuacji na tamtejszych rynkach pracy, co potwierdzają dane o historycznie niskim bezrobociu oraz szybkim wzroście płac nominalnych. Większość członków Rady oceniała jednak, że pogarszanie się sytuacji gospodarczej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych z czasem znajdzie odzwierciedlenie we wzroście bezrobocia, na co wskazują też przewidywania Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych.

Oceniano, że nadal negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym wysokie ceny surowców, żywności i komponentów do produkcji, a także zacieśnianie polityki pieniężnej. Zaznaczano przy tym, że zwłaszcza w gospodarce europejskiej – pomimo pewnego spadku cen gazu w Europie w ostatnim okresie – utrzymuje się znacząca

niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę.

Odnosząc się do najnowszych danych, członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu krajach inflacja wciąż rosła, do czego nadal przyczyniały się wysokie ceny surowców oraz utrzymujące się – pomimo ich złagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. Zaznaczano, że także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy oddziałują w kierunku wzrostu cen w wielu gospodarkach, co – wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr konsumpcyjnych – prowadzi również do wzrostu inflacji bazowej. Wskazywano, że w strefie euro wskaźnik HICP w październiku wzrósł do poziomu powyżej 10%, przekraczając oczekiwania rynkowe, a w Niemczech osiągnął 11,6%. Zaznaczano, że we wrześniu inflacja rosła również w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych, pomimo obniżenia się inflacji CPI w październiku, nadal rosła inflacja bazowa. Członkowie Rady zwracali uwagę, że wysoka inflacja pozostaje problemem globalnym, jednak zdecydowane zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, a także wygasanie wcześniejszych szoków podbijających dynamikę cen, w tym pewien spadek cen części surowców oraz słabnięcie zaburzeń w globalnych sieciach podaży, będą stopniowo ograniczać presję inflacyjną na świecie.

Członkowie Rady wskazywali, że w warunkach nadal wysokiej inflacji banki centralne największych gospodarek dalej zacieśniają politykę pieniężną. Większość członków Rady zaznaczała przy tym, że wiele z nich – m.in. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, a w szczególności Europejski Bank Centralny – rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż np. banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie zwracano uwagę, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie komplementarne względem decyzji banków centralnych mniejszych gospodarek, które już dokonały istotnego zacieśnienia monetarnego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że dostępne dane miesięczne wskazują na obniżenie się rocznej dynamiki PKB w III kw. br. Średnia dynamika realnej sprzedaży detalicznej silnie spadła względem II kw., co sygnalizuje osłabienie popytu konsumpcyjnego. W tym kontekście zwracano uwagę, że zarówno bieżący, jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej GUS kształtował się w październiku br. na niskim poziomie. Zaznaczano ponadto, że również średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej w III kw. br. wyraźnie się obniżyła, natomiast w przemyśle sytuacja pozostała relatywnie dobra, choć również w tym sektorze średnia dynamika produkcji była niższa niż w II kw., pomimo zmniejszania się napięć w globalnych sieciach dostaw. Część członków Rady wskazywała także, że od kilku miesięcy obniżają się wskaźniki PMI dla przemysłu, sygnalizując osłabienie aktywności w tym sektorze, a wykorzystanie zdolności wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym w październiku spadło do najniższego poziomu od kilku kwartałów. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że budowa budynków, będąca częścią produkcji budowlano-montażowej, kształtuje się na poziomie wyraźnie przekraczającym długookresowy trend, oraz że dane o produkcji budowlano-montażowej i

sprzedaży detalicznej sugerują, że zmienne te są na poziomie długookresowej średniej, a wzrost produkcji przemysłowej ukształtował się powyżej długookresowej średniej, natomiast niektóre wskaźniki koniunktury bazujące na badaniach ankietowych nie zawsze właściwie przewidują przyszłe zmiany sytuacji gospodarczej.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej część członków Rady zwracała uwagę, że według ścieżki centralnej listopadowej projekcji NBP wzrost PKB w 2023 r. ma wynieść 0,7%, a popyt krajowy obniży się. Wskazywali oni, że dynamika PKB pozostanie relatywnie niska także w 2024 r., a luka popytowa będzie ujemna od IV kw. br. aż do końca horyzontu projekcji.

Członkowie Rady podkreślali, że sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje bardzo dobra, na co wskazuje w szczególności wciąż bardzo niska stopa bezrobocia. Jednocześnie zaznaczano, że realna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu pozostała ujemna, oraz że – zgodnie z projekcją – prawdopodobne jest dalsze obniżanie się płac w ujęciu realnym w kolejnych kwartałach. Część członków Rady wskazywała ponadto, że w badaniach koniunktury pojawiają się sygnały pogorszenia sytuacji na rynku pracy, co – w opinii tych członków Rady – będzie oddziaływało w kierunku osłabienia pozycji pracowników w negocjacjach płacowych.

Na posiedzeniu wskazywano, że wskaźnik CPI w Polsce w październiku 2022 r. – według szybkiego szacunku GUS – wzrósł do 17,9%. Zaznaczano przy tym, że krajowa inflacja pozostaje pod wpływem silnych szoków zewnętrznych, dotyczących w szczególności światowych cen surowców energetycznych i rolnych, ale też – mimo pewnego osłabienia – trwających zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Zwracano uwagę, że szoki te wpływają nie tylko bezpośrednio na ceny w Polsce, w tym przede wszystkim na ceny energii i żywności, ale – podnosząc koszty przedsiębiorstw w warunkach relatywnie wysokiego popytu – przekładają się na

ceny innych towarów i usług. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. Odnosząc się do ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów i prognoz inflacji analityków w październiku 2022 r. Wskazywali oni także na istotną rolę krajowych czynników popytowych oraz na niewielką skalę niwelowania tej presji inflacyjnej przez dotychczasową politykę pieniężną.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce wskazywano, że zgodnie z listopadową projekcją NBP w najbliższym czasie roczny wskaźnik CPI pozostanie wysoki, a w I kw. 2023 r. może być nawet wyższy niż obecnie, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen surowców oraz zapowiedziane wycofanie części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. Jednak od II kw. 2023 r. – wedle dostępnych prognoz – powinien następować stopniowy spadek inflacji do celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.), czemu – w opinii większości członków Rady – będzie sprzyjać w szczególności dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty – ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji – będą się materializowały w najbliższych latach. Zgodnie ze ścieżką centralną listopadowej projekcji – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja powróci do celu NBP w 2025 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że proces obniżania się inflacji może rozpocząć się później niż wskazuje na to listopadowa projekcja NBP, oraz że – nawet zakładając kształtowanie się wskaźnika CPI zgodnie z tą projekcją – inflacja w 2023 r. i w 2024 r. ma być istotnie wyższa niż wynikało to z projekcji lipcowej.

Odnosząc się do polityki fiskalnej w kontekście oddziaływania na gospodarkę w 2023 r., większość członków Rady zaznaczała, że zgodnie z szacunkami NBP poziom deficytu

strukturalnego finansów publicznych w 2023 r. ma pozostać zbliżony do tegorocznego. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku ograniczenia deficytu w przyszłym roku mogą oddziaływać niekorzystne warunki finansowania potrzeb pożyczkowych państwa.

W trakcie posiedzenia argumentowano, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP wyraźnie przekłada się na sytuację na rynku kredytowym oraz strukturę aktywów finansowych sektora prywatnego, co powinno oddziaływać ograniczająco na krajową presję popytową. W tym kontekście część członków Rady zaznaczała, że stan udzielonych kredytów konsumpcyjnych w III kw. br. obniżył się oraz nastąpiło silne spowolnienie akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że odnotowywany w ostatnich miesiącach szybki przyrost kredytów dla firm odnosi się przede wszystkim do największych przedsiębiorstw i może wynikać z pogarszania się ich sytuacji płynnościowej. Inni członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika złotych kredytów mieszkaniowych pozostaje dodatnia, oraz że większość firm finansuje inwestycje ze środków własnych, o czym należy pamiętać analizując akcję kredytową dla tego sektora. W odniesieniu do zmian struktury aktywów finansowych sektora prywatnego zaznaczano, że w ostatnim czasie kontynuowany był odpływ środków z depozytów bieżących na depozyty terminowe oraz na rynek obligacji skarbowych. Zdaniem większości członków Rady zmiany te świadczą o silnym zacieśnieniu warunków monetarnych w Polsce.

Większość członków Rady oceniła, że spodziewane osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Osłabienie koniunktury światowej będzie także obniżać dynamikę wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach

dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2022* Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie tych członków Rady w świetle zarysowanego w listopadowej projekcji scenariusza stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy jednocześnie spodziewanym pogorszeniu krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec nadal korzystnej – ich zdaniem – koniunktury w Polsce, w tym na rynku pracy, a także utrzymującej się obecnie wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, a także zbyt powolnego w świetle prognoz oczekiwanego procesu dezinflacji, dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych jest – w ich opinii – niewystarczająca dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%; stopa lombardowa 7,25%; stopa depozytowa 6,25%; stopa

redyskontowa weksli 6,80%; stopa dyskontowa weksli 6,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że 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.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 grudnia 2022 r.

Na posiedzeniu zaznaczano, że dynamika aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych spowalnia. Napływające informacje wskazują w szczególności na dalsze hamowanie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym na możliwy spadek PKB w ujęciu kwartalnym w IV kw. 2022 r. W Stanach Zjednoczonych oczekiwana jest natomiast kontynuacja wzrostu PKB. Zwracano uwagę, że choć sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach pozostaje korzystna, to wciąż negatywnie na aktywność gospodarczą i jej perspektywy oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym nadal wysokie ceny surowców, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Towarzyszy temu pogorszenie koniunktury w Chinach, w znacznej mierze związane z sytuacją pandemiczną i stosowanymi tam restrykcjami sanitarnymi. Ponadto część członków Rady zaznaczała, że dostępne prognozy na 2023 r. sugerują wyraźne obniżenie się dynamiki PKB w największych gospodarkach rozwiniętych względem 2022 r. Podkreślano, że dotyczy to też Niemiec, będących największym partnerem handlowym Polski, gdzie w 2023 r. – podobnie jak w całej strefie euro – niewykluczona jest recesja. Zaznaczano przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w wielu gospodarkach pozostaje na poziomach najwyższych od dekad. Zwracano uwagę, że inflacja bazowa w większości krajów także

pozostaje wysoka. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI od kilku miesięcy zwalnia, a w strefie euro wskaźnik HICP w listopadzie obniżył się po raz pierwszy od wielu kwartałów. Sprzyjał temu spadek cen części surowców, w tym cen gazu w Europie oraz ropy i surowców rolnych na rynkach światowych, a także stopniowe ustępowanie zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz spadek cen frachtu. W takich warunkach roczna dynamika cen produkcji PPI w wielu gospodarkach – m.in. w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, w tym w Niemczech – również zaczęła się obniżać, a w Chinach spadła do poziomów ujemnych. Zdaniem członków Rady czynniki te będą oddziaływać w kierunku obniżenia się dynamiki cen konsumpcyjnych na świecie, choć nadal na inflację – w szczególności na inflację bazową – oddziaływać będą wtórne efekty wcześniejszych szoków.

Wskazywano, że wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, choć – jak argumentowała część członków Rady – dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne będą prawdopodobnie dokonywane w mniejszej skali niż dotychczas, na co wskazują także oczekiwania rynkowe. W efekcie, w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady, rentowności długoterminowych obligacji w Stanach Zjednoczonych i w największych krajach strefy euro obniżyły się. Jednocześnie zaznaczano, że większość banków centralnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – po dokonanych silnych podwyżkach stóp procentowych – w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali z kolei, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje możliwość podniesienia stóp procentowych łącznie do poziomu wyższego niż spodziewany we wcześniejszych miesiącach, a w odniesieniu do EBC można oczekiwać zmniejszenia w 2023 r. sumy bilansowej Eurosystemu, co dodatkowo oddziaływałoby w kierunku zacieśnienia

warunków monetarnych w strefie euro. Ponadto – zdaniem tych członków Rady – w przypadku wielu gospodarek nie należy oczekiwać obniżenia stóp procentowych w najbliższych latach.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że w III kw. 2022 r. roczna dynamika PKB spowolniła do 3,6% (wobec 5,8% w II kw.). Zwracano uwagę, że dynamika spożycia gospodarstw domowych spadła do 0,9%, a nakładów na środki trwałe do 2,0%, oraz że obniżyła się dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw, co świadczy o silnym hamowaniu dynamiki popytu krajowego. Zwiększył się natomiast wkład eksportu netto i przyrostu zapasów do wzrostu PKB. Zaznaczano, że dane miesięczne za październik oraz wskaźniki koniunktury za listopad sygnalizują dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w IV kw. 2022 r., a w szczególności, że realne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż średnio w III kw. 2022 r. Wskazywano, że osłabienie koniunktury ma związek m.in. ze spowalnianiem globalnego wzrostu gospodarczego, ale jest także wynikiem spadku dochodów realnych gospodarstw domowych, zwłaszcza przy jednocześnie słabych nastrojach podmiotów gospodarczych, oraz po dokonanym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej. Równocześnie zaznaczano, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w październiku 2022 r. była zbliżona do średniej z III kw. 2022 r., przy czym – część członków Rady oceniała – że silny spadek nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych przyczyni się do wyraźnego ograniczenia produkcji w budownictwie mieszkaniowym w kolejnych okresach. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast pogląd, że analiza wybranych „miękkich” wskaźników koniunktury sugeruje, że kończy się faza recesji i gospodarka przechodzi w fazę ożywienia.

Członkowie Rady oceniali, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. Jednocześnie część

członków Rady zwracała uwagę, że odnotowany w danych BAEL za III kw. br. spadek liczby pracujących w ujęciu rocznym, wyniki ankiet PMI wskazujące na plany ograniczenia zatrudnienia oraz rosnące obawy gospodarstw domowych o wzrost bezrobocia sugerują pogorszenie perspektyw rynku pracy. Odnosząc się do danych za III kw. niektórzy członkowie Rady wskazywali, że sektor publiczny miał większy ujemny wkład do dynamiki rocznej liczby pracujących według BAEL niż sektor prywatny. Podkreślano także, że mimo wzrostu nominalnych wynagrodzeń, ich dynamika realna jest ujemna.

Na posiedzeniu wskazywano, że wskaźnik CPI w Polsce w listopadzie 2022 r. – według szybkiego szacunku GUS – obniżył się do 17,4%. Zaznaczano, że w kierunku spowolnienia inflacji oddziaływał spadek cen paliw, związany z obniżeniem się cen ropy naftowej na rynkach światowych i aprecjacją złotego. Oceniano, że ograniczeniu inflacji mógł sprzyjać także prawdopodobny spadek cen opału, w szczególności węgla. Podkreślano przy tym, że dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje wysoka, co jest w znacznej mierze związane z wpływem silnych szoków zewnętrznych dotyczących zwłaszcza światowych cen surowców, które – w warunkach wciąż relatywnie wysokiego popytu – skłaniały firmy do przenoszenia wyższych kosztów na ceny dóbr konsumpcyjnych. W połączeniu z utrzymującymi się efektami zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw – pomimo ich stopniowego łagodzenia – podwyższa to również inflację bazową. Część członków Rady wskazywała jednak, że siła tych czynników może zacząć słabnąć, co jest sygnalizowane przez stopniowy spadek wskaźnika PPI. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na obniżenie się oczekiwań inflacyjnych konsumentów w listopadzie 2022 r. oraz na rewizję w dół prognoz analityków finansowych odnoszących się do inflacji w 2024 r. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że

oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają bardzo wysokie.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce wskazywano, że na początku 2023 r. inflacja prawdopodobnie wzrośnie w związku ze spodziewanym podwyższeniem cen energii, planowanym wycofaniem części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej oraz efektami bazy. Jednak od II kw. 2023 r. – wedle dostępnych prognoz, w tym listopadowej projekcji NBP – powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji do średniookresowego celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W opinii większości członków Rady procesowi dezinflacji będzie sprzyjać dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty – ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji – będą się materializowały w kolejnych kwartałach. Proces dezinflacji będzie również w części efektem zaostrzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne, które oddziałuje w kierunku osłabienia światowej koniunktury, a także oczekiwanego wygasania wpływu występujących w ostatnich kwartałach szoków podaży oraz ustępowania zaburzeń w globalnych sieciach dostaw. Podkreślano przy tym, że spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych w ostatnich miesiącach powinien wkrótce znaleźć odzwierciedlenie w spadku dynamiki cen żywności w Polsce.

W trakcie posiedzenia większość członków Rady argumentowała, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP wyraźnie przekłada się na sytuację na rynku kredytowym. W tym kontekście zaznaczano, że nastąpiło silne spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w tym znacząco obniżył się poziom zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych i złotych kredytów mieszkaniowych od początku roku. Wskazywano również na spadek agregatu M3 w ujęciu realnym, co – w opinii większości członków Rady – świadczy o silnym

zacieśnieniu monetarnym w Polsce, które – choć z pewnym opóźnieniem – przyczyni się do spadku inflacji. Ponadto podkreślano, że nawet przy uwzględnieniu tzw. wakacji kredytowych oddziaływanie wzrostu kosztów obsługi kredytów mieszkaniowych na dochód do dyspozycji gospodarstw domowych w 2023 r. będzie silniejsze niż w 2022 r., co oznacza dalsze zacieśnienie warunków monetarnych mimo utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że oprocentowanie kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych wzrosło w mniejszej skali niż stopa referencyjna NBP.

Większość członków Rady podkreślała, że biorąc pod uwagę oceny formułowane na podstawie listopadowej projekcji deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w 2023 r. ma pozostać zbliżony do poziomu z 2022 r., co wskazuje na neutralne nastawienie polityki fiskalnej. Inni członkowie Rady zaznaczali, że skala działań fiskalnych nakierowanych na złagodzenie wzrostu cen żywności i energii dla gospodarstw domowych w Polsce – w relacji do PKB – była w 2022 r. znacząca i można oczekiwać, że również w 2023 r. będzie duża.

Większość członków Rady oceniła, że spodziewane osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Osłabienie koniunktury światowej będzie także działać w kierunku obniżania dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu

inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie tych członków Rady w świetle oczekiwanego stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy osłabianiu się krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, oraz napływających sygnałach świadczących o hamowaniu globalnej presji inflacyjnej, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec nadal korzystnej – ich zdaniem – koniunktury w Polsce, w tym na rynku pracy, a także utrzymującej się obecnie wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych NBP jest niewystarczająca do zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym. W opinii tych członków Rady oczekiwany w świetle prognoz proces dezinflacji, a zwłaszcza obniżanie się inflacji bazowej, ma przebiegać zbyt wolno.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%; stopa lombardowa 7,25%; stopa depozytowa 6,25%; stopa redyskontowa weksli 6,80%; stopa dyskontowa weksli 6,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że 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.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 stycznia 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej w ostatnich miesiącach pogorszyła się. Napływające dane sygnalizowały w szczególności, że aktywność w strefie euro – będącej głównym partnerem handlowym Polski – w IV kw. 2022 r. prawdopodobnie się osłabiła. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że także na 2023 r. perspektywy gospodarcze dla strefy euro, w tym również Niemiec, są niekorzystne, a wzrost PKB może tam być zbliżony do zera. Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego jest w szczególności efektem wysokich cen energii, podwyższonej niepewności oraz zacieśnienia polityki pieniężnej na świecie. Towarzyszy temu niepewność związana m.in. z konsekwencjami odchodzenia Chin od restrykcyjnej polityki pandemicznej.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja w wielu gospodarkach zaczęła się obniżać. Potwierdzały to w szczególności ostatnie dane o inflacji HICP dla części gospodarek strefy euro. Podkreślano jednak, że inflacja na świecie pozostaje wysoka. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na wysoką inflację bazową w większości krajów. Członkowie Rady podkreślali, że obniżaniu się inflacji sprzyjać będzie spadek cen części surowców, w tym cen gazu w Europie oraz ropy i surowców rolnych na rynkach światowych, a także stopniowe ustępowanie zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz spadek cen frachtu.

Wskazywano, że wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Dotyczy to zwłaszcza Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych i Europejskiego Banku Centralnego, które podwyższyły kolejny raz stopy procentowe, choć w mniejszej skali niż wcześniej. Jednocześnie wskazywano, że banki te rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że efekty zaostżenia polityki

pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro będą się materializowały dopiero w kolejnych kwartałach. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że komunikacja głównych banków centralnych sugeruje dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, co – wobec wysokich poziomów inflacji bazowej oraz podwyższonej dynamiki płac nominalnych – może wynikać z ich obaw o większą uporczywość inflacji. Jednocześnie zaznaczano, że większość banków centralnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej pozostających poza strefą euro – po dokonanych silnych podwyżkach stóp procentowych – w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że w IV kw. 2022 r. następowało dalsze osłabienie koniunktury. Zaznaczano, że choć sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła silniej niż w październiku, to jej dynamika była niska. Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w listopadzie był natomiast najwolniejszy od wielu kwartałów. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej w listopadzie była zbliżona do październikowej, przy czym część członków Rady podkreślała, że wzrost kosztów finansowania silnie pogarsza perspektywy sektora budowlanego, na co wskazuje m.in. spadek liczby rozpoczętych budów mieszkań. Wskazywano jednocześnie, że w grudniu 2022 r. niektóre wskaźniki koniunktury nieco wzrosły, jednak nadal pozostały na niskim poziomie. W efekcie oceniano, że roczny wzrost PKB w IV kw. ub.r. po raz kolejny wyraźnie spowolnił. Jednocześnie zaznaczano, że w najbliższych kwartałach roczna dynamika PKB będzie się prawdopodobnie nadal obniżać, w tym niska ma być zarówno dynamika konsumpcji, jak i inwestycji.

Zdaniem członków Rady sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy w szczególności niska stopa bezrobocia i stosunkowo silny wzrost płac nominalnych. Wskazywano przy tym, że

dynamika wynagrodzeń nominalnych jest niższa niż inflacja, przez co obniżają się wynagrodzenia w ujęciu realnym i co wpływa negatywnie na dynamikę popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady wskazywała także, że nastąpił spadek liczby pracujących według BAEL w III kw. 2022 r., a wyniki badań GUS i badań ankietowych NBP sygnalizują osłabienie popytu na pracę w polskiej gospodarce, choć jednocześnie sytuacja w poszczególnych sektorach jest zróżnicowana.

Na posiedzeniu wskazywano, że roczny wskaźnik CPI w Polsce w listopadzie 2022 r. obniżył się do 17,5%. Zaznaczano, że na spadek rocznego wskaźnika inflacji wpłynęło przede wszystkim obniżenie się dynamiki cen energii, w tym spadek cen opału i paliw do prywatnych środków transportu, a także efekty bazy. Natomiast inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii w listopadzie ub.r. wzrosła do 11,4%, co wynikało przede wszystkim z opóźnionych efektów wzrostu cen energii, surowców, materiałów i półproduktów. Ze względu na utrzymującą się silną presję kosztową, nieznacznie wzrosła też roczna dynamika cen żywności. Członkowie Rady oceniali, że w grudniu 2022 r. można oczekiwać ponownego obniżenia się inflacji CPI. Zaznaczano, że w listopadzie ub.r. po raz kolejny obniżyła się inflacja PPI, co może świadczyć o obniżaniu się presji kosztowej w gospodarce. Podkreślano także, że w grudniu obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Omawiając perspektywy inflacji w Polsce członkowie Rady wskazywali, że w pierwszych miesiącach 2023 r. inflacja najprawdopodobniej wzrośnie w związku z wycofaniem części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej oraz skutkami wcześniejszego wzrostu cen energii. Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że – wedle dostępnych prognoz i zakładając brak dodatkowych szoków – od II kw. 2023 r. powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji w kierunku

średniookresowego celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W opinii tych członków Rady procesowi dezinflacji będzie sprzyjać dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty makroekonomiczne będą coraz bardziej widoczne, a także zaostrzenie globalnych warunków finansowych oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie oraz niższych cen surowców. Część członków Rady zaznaczała ponadto, że napływające dane sygnalizują możliwość kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach nieco poniżej ścieżki z projekcji listopadowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że – zgodnie z aktualnymi prognozami – średnioroczna inflacja w 2023 r. będzie jedynie nieznacznie niższa niż w 2022 r., a średnioroczna inflacja bazowa będzie w br. wyższa niż w ub.r.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP przekłada się na warunki monetarne w polskiej gospodarce. W tym kontekście zaznaczano, że nastąpiło spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, zwłaszcza widoczne w spadku zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Część członków Rady podkreślała, że podwyżki stóp procentowych NBP znalazły także odzwierciedlenie w znaczącym wzroście w ostatnich kwartałach oprocentowania kredytów, w tym dla przedsiębiorstw, oraz zmianie dynamiki i struktury agregatów monetarnych, w tym we wzroście depozytów terminowych i spadku pieniądza gotówkowego.

Większość członków Rady oceniła, że spodziewane osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Osłabienie koniunktury światowej będzie także działać w kierunku obniżania dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne

zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie Rady w świetle oczekiwanego stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy osłabianiu się krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, oraz napływających sygnałach świadczących o hamowaniu globalnej presji inflacyjnej, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec utrzymującej się wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych NBP jest niewystarczająca do zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym. W opinii tych członków Rady oczekiwany w świetle prognoz proces dezinflacji, a zwłaszcza obniżanie się inflacji bazowej, będzie przebiegać zbyt wolno.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%; stopa lombardowa 7,25%; stopa depozytowa 6,25%; stopa redyskontowa weksli 6,80%; stopa dyskontowa weksli 6,85%.

Członkowie Rady wskazywali, że 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.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 lutego 2023

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 6,25%, stopa redyskontowa weksli 6,80%, stopa dyskontowa weksli 6,85%.

W IV kw. 2022 r. w największych gospodarkach obniżyła się roczna dynamika PKB. W szczególności w strefie euro nastąpił dalszy spadek tempa wzrostu gospodarczego. Choć wskaźniki koniunktury w tej gospodarce w ostatnim czasie nieznacznie się poprawiły, to prognozy w dalszym ciągu wskazują na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w br. Na aktywność w gospodarce światowej oraz jej perspektywy negatywnie oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym wysokie ceny energii, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Utrzymuje się niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę globalną.

Inflacja w wielu gospodarkach w ostatnim czasie obniżyła się, choć pozostaje wysoka. Wysoka dynamika cen pozostaje pod silnym wpływem wysokich cen energii, wtórnych efektów wcześniejszych szoków podażowych, w tym na rynkach surowcowych, a także czynników popytowych i rosnących kosztów pracy. W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów również jest wysoka. W ostatnich miesiącach obniżyły się jednak ceny niektórych surowców. Jednocześnie skala napięć w globalnych łańcuchach dostaw pozostaje wyraźnie niższa niż w I połowie 2022 r. W konsekwencji następuje ograniczenie presji cenowej, co znajduje odzwierciedlenie w niższej dynamice cen produkcji w wielu krajach.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny w lutym 2023 r. po raz kolejny podwyższyły stopy procentowe. Z kolei część banków centralnych gospodarek wschodzących, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – utrzymywała stopy procentowe bez zmian.

W Polsce napływające dane potwierdzają spowolnienie aktywności gospodarczej. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS w 2022 r. dynamika PKB obniżyła się do 4,9%, co wskazuje, że w IV kw. ub. r. roczna dynamika PKB najprawdopodobniej ponownie się obniżyła. Mimo osłabienia wzrostu, utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym na niskim poziomie kształtuje się stopa bezrobocia. Jednocześnie dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że nominalny roczny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w grudniu 2022 r. spowolnił wobec poprzedniego miesiąca.

Inflacja CPI w Polsce w grudniu 2022 r. obniżyła się do 16,6% r/r. Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku względem listopada przyczyniła się w głównej mierze niższa dynamika cen nośników energii i paliw w związku ze spadkiem cen opału i ropy naftowej. W całym 2022 r. zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa kształtowały się na wysokim poziomie. W warunkach wzrostu popytu następowało przenoszenie na ceny dóbr konsumpcyjnych istotnego wzrostu kosztów, związanego z silnym wzrostem cen surowców i zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw. Ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych w 2022 r. oddziaływała natomiast tzw. Tarcza Antyinflacyjna. W ostatnich miesiącach 2022 r. obniżyły się ceny surowców i inflacja PPI, a zaburzenia w globalnych sieciach podażowych były wyraźnie mniejsze niż wcześniej, co wraz z oczekiwanym spowolnieniem gospodarczym będzie oddziaływać w kierunku stopniowego osłabiania dynamiki cen konsumpcyjnych.

Rada ocenia, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Pogorszenie koniunktury światowej działa także w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla 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.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 marca 2023

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 6,25%, stopa redyskontowa weksli 6,80%, stopa dyskontowa weksli 6,85%.

Wzrost gospodarczy na świecie w IV kw. 2022 r. spowolnił. W strefie euro – mimo pewnej poprawy w ostatnich miesiącach – koniunktura gospodarcza pozostaje osłabiona. Jednocześnie prognozy sygnalizują wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w 2023 r. Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych obniżyła się. W większości gospodarek nadal jest ona jednak wysoka, do czego przyczyniają się wtórne efekty wcześniejszych szoków podaży, w tym na rynku energii, a także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. W ostatnich miesiącach obniżyły się ceny surowców energetycznych, co wraz z ustępowaniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ogranicza presję cenową. Jest to widoczne w systematycznie obniżającej się dynamice cen produkcji. Jednocześnie inflacja bazowa pozostaje wysoka.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny nadal podwyższają stopy procentowe. Z kolei banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – utrzymują obecnie stopy procentowe bez zmian.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce następuje spowolnienie aktywności. W IV kw. 2022 r. realna dynamika PKB obniżyła się do 2,0% r/r. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego oddziałuje ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosną inwestycje. Mimo spowolnienia aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Liczba pracujących pozostaje przy tym wysoka, choć widoczny jest jej spadek w sektorze prywatnym.

Inflacja CPI w styczniu 2023 r. – według wstępnych danych GUS – wyniosła 17,2% r/r. Do wzrostu inflacji względem grudnia przyczyniło się w istotnej mierze podwyższenie stawek VAT na produkty energetyczne. Jednocześnie na poziom inflacji – pomimo słabnącej dynamiki

popytu – wciąż oddziaływało przenoszenie na ceny dóbr konsumpcyjnych istotnego wzrostu kosztów, związanego z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych i zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw. Od kilku miesięcy obniżają się jednak ceny surowców oraz inflacja PPI, co sygnalizuje stopniowe osłabianie się zewnętrznych szoków podaży. Wraz z osłabieniem aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku obniżenia krajowej dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach.

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 28 lutego 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 10,2 – 13,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 15,3% w projekcji z listopada 2022 r.), 3,9 – 7,5% w 2024 r. (wobec 4,1 – 7,6%) oraz 2,0 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 1,8% w 2023 r. (wobec -0,3 – 1,6% w projekcji z listopada 2022 r.), 1,1 – 3,1% w 2024 r. (wobec 1,0 – 3,1%) oraz 2,0 – 4,3% w 2025 r. (wobec 1,8 – 4,4%).

Rada ocenia, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie Rada ocenia, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania

wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Taką ocenę wspiera marcowa projekcja inflacji i PKB. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

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 Projektacji 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. 2023 r. do IV kw. 2025 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2022 r.

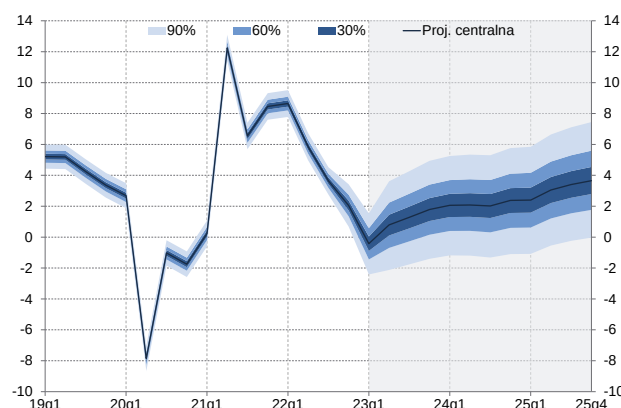
Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 28 lutego 2023 r. (*cut-off date*)

4.1 Synteza

Scenariusz centralny bieżącej projekcji jest w istotnym stopniu determinowany przez rozłożone w czasie makroekonomiczne skutki współwystąpienia wielu zaburzeń dotyczących światową gospodarkę, które w głównej mierze mają charakter negatywnych szoków podażowych. Od roku zaburzenia te są wzmacniane przez konsekwencje rosyjskiej zbrojnej agresji na Ukrainę. W szczególności, na funkcjonowanie wielu gospodarek na świecie, w tym gospodarki polskiej, negatywnie wpływają kształtujące się na wysokim poziomie ceny surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych, którym towarzyszy ograniczenie przez Rosję dostaw gazu i innych surowców do Europy. Na decyzje podmiotów gospodarczych dotyczące alokacji zasobów wpływa również wysoki poziom niepewności, a także zacieśnienie warunków monetarnych na świecie. Na krajowe procesy cenotwórcze oddziałują również wysokie koszty uprawnień do emisji CO₂ oraz napięcia w globalnych sieciach dostaw, choć te ostatnie uległy w ostatnim czasie osłabieniu. Czynniki te w połączeniu z wysokim wzrostem kosztów pracy prowadzą do przenoszenia zewnętrznych szoków cenowych na rynku energii i żywności na pozostałe kategorie cen. Skalę wzrostu krajowej inflacji istotnie ograniczają natomiast działania antyinflacyjne rządu, obejmujące w szczególności wprowadzenie maksymalnych cen energii elektrycznej i zamrożenie cen gazu dla gospodarstw domowych oraz wsparcie dla innych podmiotów, a także coraz silniejsze efekty dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP.

W latach 2023-2025, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających obecnie jej poziom, inflacja CPI obniży się, przy czym dopiero pod koniec horyzontu projekcji powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. Obecny okres najwyższej

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

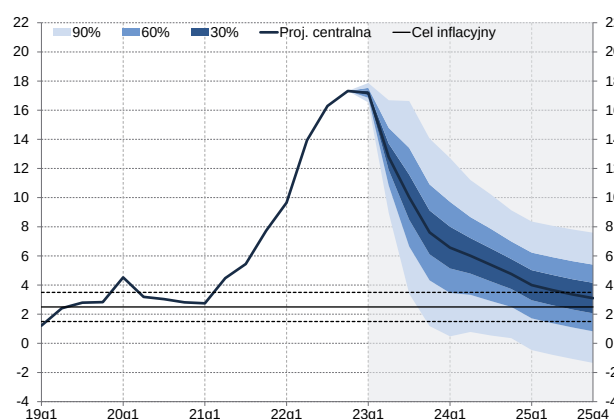
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów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

od wielu lat inflacji zwiększa bowiem jej persystencję poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych przekładających się na zwiększoną akceptację dla wzrostu cen w wielu sektorach gospodarki. Za stopniowym obniżaniem się inflacji w horyzoncie projekcji przemawia utrzymanie na niskim poziomie łącznego popytu w gospodarce, ograniczenie presji kosztowej ze strony rynku pracy powiązane ze spadkiem popytu na pracę i wzrostem stopy bezrobocia oraz założony spadek cen surowców na rynkach światowych.

Po okresie silnej odbudowy aktywności gospodarczej w 2021 r., tempo wzrostu PKB w horyzoncie projekcji wyraźnie obniża się. Krajowa koniunktura wciąż pozostaje pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego odzwierciedlonego w szybkim wzroście cen wielu surowców oraz dóbr i usług. W 2023 r. zwiększa się niekorzystne oddziaływanie na krajową aktywność gospodarczą wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych, a także stopniowo materializują się skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. W 2024 r. pozytywny wpływ ożywienia za granicą będzie ograniczany przez istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020. Skale obniżenia dynamiki krajowego PKB będą przy tym łagodzić zmiany polityki fiskalnej osłabiające negatywny wpływ wzrostów cen energii i innych surowców na gospodarstwa domowe, podmioty wrażliwe i przedsiębiorstwa.

Przyszła aktywność gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w znacznym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji na Ukrainę. Istotnym źródłem ryzyka dla koniunktury za granicą jest również przyszły kształt polityki monetarnej głównych banków centralnych. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

ryzyk dla inflacji CPI i nieznaczną asymetrię ryzyk w dół dla dynamiki PKB (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

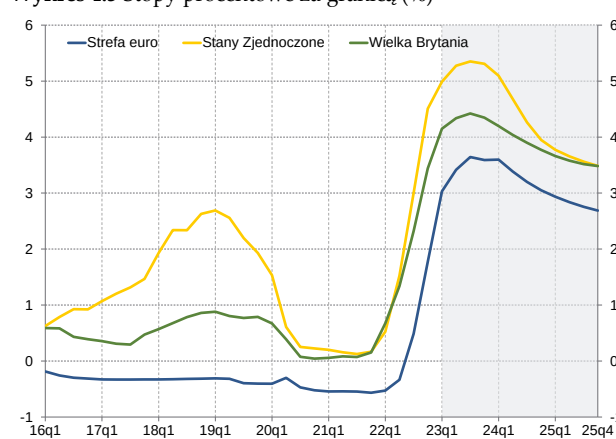
W IV kw. 2022 r. tempo wzrostu aktywności w większości gospodarek rozwiniętych uległo dalszemu obniżeniu w wyniku rozłożonego w czasie negatywnego oddziaływania szoku podażowego na rynkach surowców energetycznych oraz zacieśnienia polityki pieniężnej (Wykres 4.3). Ograniczając wzrost w tych gospodarkach oddziałował również przejściowy silny spadek aktywności ekonomicznej w Chinach wywołany ponownym wzrostem zachorowań na COVID-19. Jednocześnie wpływ kryzysu energetycznego na gospodarkę strefy euro okazał się być mniej dotkliwy od wcześniejszych oczekiwań, do czego przyczyniły się korzystniejsze uwarunkowania na europejskim rynku gazu ziemnego i energii elektrycznej oraz wprowadzone działania osłonowe wobec gospodarstw domowych i części przedsiębiorstw. W Stanach Zjednoczonych, napływające dane wskazują na wysoką odporność rynku pracy na trwający cykl istotnego zacieśnienia warunków monetarnych, co oddziałuje korzystnie na przyszłą ścieżkę wydatków konsumpcyjnych. Towarzyszy temu poprawa perspektyw dla aktywności ekonomicznej w Chinach związana z oczekiwanym pozytywnym wpływem dostosowania się tej gospodarki do funkcjonowania w łagodniejszym reżimie epidemicznym. W wyniku oddziaływania powyższych czynników oczekuje się, że spowolnienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki przebiegać będzie łagodniej względem założeń poprzedniej projekcji. Znajduje to odzwierciedlenie w rewizji w górę prognoz PKB dla gospodarek rozwiniętych w 2023 r. w bieżącej rundzie progностycznej (Tabela 4.1).

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

	2022	2023	2024	2025
PKB w strefie euro (r/r, %)				
III 2023	3,5	0,7	1,5	1,6
XI 2022	3,2	0,1	1,7	1,7
PKB w Niemczech (r/r, %)				
III 2023	1,9	0,2	1,6	1,6
XI 2022	1,6	-0,3	2,1	1,9
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)				
III 2023	2,1	1,3	1,6	1,9
XI 2022	1,8	0,5	1,9	1,9
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)				
III 2023	4,0	-0,2	1,0	1,4
XI 2022	4,3	-0,4	1,2	1,5

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



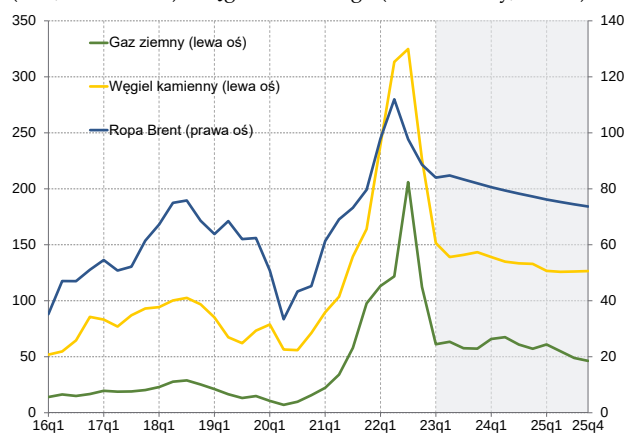
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Inflacja i rynki surowców

W obliczu osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, ceny ropy naftowej uległy obniżeniu i obecnie kształtują się poniżej poziomów notowanych przed agresją Rosji na Ukrainę (Wykres 4.4). Silniejszym spadkiem cen ropy naftowej przeciwdziała jednak ograniczenie podaży ropy związane z rozszerzeniem sankcji nakładanych na Rosję i polityką zmniejszenia wydobycia prowadzoną przez kraje OPEC+, a w ostatnim okresie również oczekiwanie na wzrost popytu z Chin po zniesieniu w tym kraju ograniczeń epidemicznych. Na początku 2023 r. ceny gazu ziemnego na rynku europejskim również spadły poniżej poziomów notowanych przed inwazją Rosji na Ukrainę do czego przyczyniły się ciepła zima w Europie, która ograniczyła zapotrzebowanie na ciepło, oraz zwiększone dostawy gazu z innych kierunków niż rosyjski (Wykres 4.4). Obniżyły się również ceny węgla, który jest substytutem gazu w produkcji ciepła i energii elektrycznej.

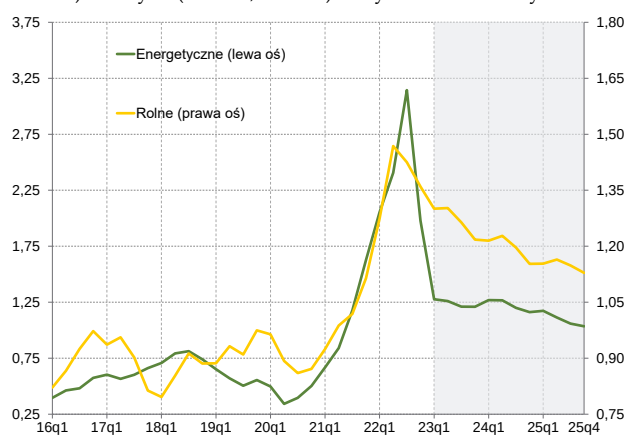
Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą dalej stopniowo obniżać się³⁹ (Wykres 4.4, Wykres 4.5). W całym horyzoncie projekcji będą one jednak znacząco przewyższać poziom sprzed wybuchu pandemii. Spadkowi cen gazu ziemnego będzie sprzyjać ograniczenie popytu, w tym dalsze działania mające na celu zmniejszenie zużycia gazu w Europie, przy jednoczesnym zwiększaniu możliwości jego importu z innych niż Rosja kierunków. Scenariusz spadku cen ropy naftowej wspiera spodziewane zwiększenie wydobycia w Stanach Zjednoczonych. W horyzoncie projekcji do obniżenia cen surowców energetycznych będzie przyczyniać się również stopniowe zwiększanie wykorzystania na świecie odnawialnych źródeł energii.

Wykres 4.4 Cena ropy naftowej Brent (USD/b), gazu ziemnego (TTF, USD/MWh) i węgla kamiennego (Richards Bay, USD/t)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 4.5 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych



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

³⁹ Prognoza cen ropy naftowej (Brent), gazu ziemnego (TTF) oraz węgla kamiennego (Richards Bay) jest oparta na notowaniach kontraktów terminowych na dostawy tych surowców na giełdzie ICE w Londynie.

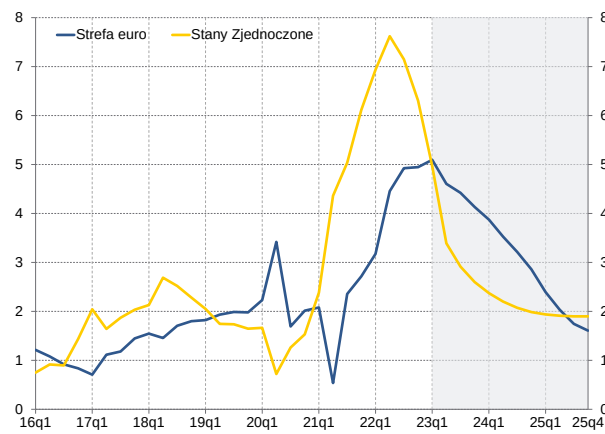
Przedłużenie porozumienia o eksporcie zbóż i roślin oleistych z Ukrainy przez Morze Czarne sprzyjało obniżeniu indeksu cen surowców rolnych NBP na przełomie 2022 i 2023 r. (Wykres 4.5). Na ceny wielu surowców rolnych wciąż oddziałują jednak wysokie ceny surowców energetycznych i środków produkcji. W horyzoncie projekcji, wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych oraz ograniczeniem skali zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji, ceny produktów rolnych na rynkach światowych powinny stopniowo się obniżać (Wykres 4.5).

Tempo wzrostu cen w gospodarce światowej pozostaje wysokie, jednak w ostatnich miesiącach nastąpił spadek inflacji cen konsumenta oraz cen producenta w głównych gospodarkach rozwiniętych w ślad za obniżeniem się cen energii oraz częściowym złagodzeniem zaburzeń w globalnym handlu (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). W horyzoncie projekcji dalsze stopniowe wygasanie czynników podwyższających inflację, wspierane działaniami głównych banków centralnych, będzie oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki cen w gospodarce światowej. Jednak z uwagi na wtórne efekty wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji, przy utrzymującej się wysokiej dynamice nominalnych wynagrodzeń, spadek inflacji w głównych gospodarkach rozwiniętych przebiegać będzie stopniowo (Wykres 4.6).

Niepewność

W Europie i na świecie cały czas utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę oraz napięciami w niektórych innych rejonach świata. Dalszy przebieg agresji, jak również przyszłe decyzje polityczne dotyczące działań retorsyjnych, wpływać będą na funkcjonowanie światowej gospodarki oraz kształtowanie się cen i podaży surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych. Towarzyszy temu niepewność dotycząca oceny wpływu istotnego

Wykres 4.6 Zmiana deflatora wartości dodanej (r/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne na globalną gospodarkę. Szersze omówienie powyższych ryzyk zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025

Rządowe działania osłonowe

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach nośników energii, rząd wprowadził szereg działań osłonowych, chroniących gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu cen surowców. Działania te w istotnym zakresie wpływają na kształt prognozowanej ścieżki inflacji CPI i PKB, przy czym o ile w 2022 r. wśród zmian legislacyjnych dominowały obniżki podatków i transfery socjalne, to w br. wyraźnie wzrosła rola regulacji cen nośników energii dla gospodarstw domowych.

Wraz z początkiem br. wygasły wprowadzone na przełomie lat 2021-2022 w ramach Tarczy Antyinflacyjnej obniżki podatku VAT i akcyzy obejmujące nośniki energii. Jednocześnie rząd przedłużył obowiązywanie zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, zwolnienie sprzedaży paliw z podatku od sprzedaży detalicznej oraz obniżył stawki VAT na wybrane artykuły rolnicze. Koszt powyższych obniżek podatków dla sektora finansów publicznych wyniesie w 2023 r. 0,3% PKB (wobec redukcji podatków pośrednich w 2022 r. na poziomie 1,0% PKB, Tabela 4.2).

W 2023 r. kluczowymi działaniami rządu kształtującymi ścieżkę cen energii stały się ustawowe regulacje taryf wybranych nośników energii połączone z wypłatą rekompensat dla ich sprzedawców i dystrybutorów. Wraz z początkiem grudnia 2022 r. wprowadzono maksymalne ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, jednostek użyteczności publicznej oraz mikro, małych i średnich firm. Zgodnie z aktualnym stanem prawnym, rozwiązanie to ma

Tabela 4.2 Rządowe wsparcie osłonowe – koszty dla sektora finansów publicznych (w % PKB)

Rządowe wsparcie osłonowe – koszty dla SFP w % PKB		
	2022 r.	2023 r.
Zmiany podatkowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej	1,0	0,3
Rekompensaty dla sprzedawców gazu, węgla, ciepła i energii elektrycznej za sprzedaż po cenach regulowanych dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej	0,4	2,3
Dopłaty do cen energii elektrycznej oraz gazu dla przedsiębiorstw energochłonnych	-	0,2
Dodatki osłonowe, transfery do gospodarstw domowych, które używają węgla (i innych paliw oraz energii elektrycznej) do ogrzewania, refundacja podatku VAT dot. zakupu gazu przez gospodarstwa domowe	0,5	0,1
Dopłaty do cen nawozów dla rolników	0,1	-
Ograniczenie przychodów niektórych wytwórców energii elektrycznej oraz firm wydobywających gaz ziemny	-0,0	-1,0
Łączny koszt dla SFP rządowego wsparcia osłonowego	1,9	1,8

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

obowiązywać do końca br. i będzie w części sfinansowane przez wytwórców energii elektrycznej i przedsiębiorstwa obrotu. Od stycznia br. zamrożono też ceny gazu dla gospodarstw domowych i jednostek wrażliwych na poziomie z 2022 r. Do sprzedawców gazu trafią natomiast rekompensaty częściowo finansowane przez przedsiębiorstwa wydobywające gaz. Od października u.br. do końca 2023 r. ograniczono również ustawowo wzrost taryf za ciepło i ogrzewanie wody dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej. W październiku ub.r. przyjęto też regulacje pozwalające gospodarstwom domowym na zakup węgla od gmin w aktualnym sezonie grzewczym po preferencyjnej cenie, jednocześnie zapewniając wsparcie finansowe dla importerów tego surowca. Zgodnie z szacunkami NBP opartymi na dokumentach rządowych, łączna wartość rekompensat z tytułu regulacji taryf dotyczących gazu, węgla, energii cieplnej i elektrycznej wyniesie w br. 2,3% PKB (wobec 0,4% PKB w 2022 r.), przy czym duża część tej kwoty – 1,0% PKB – będzie sfinansowana przez producentów prądu i wydobywców gazu ziemnego (Tabela 4.2). W projekcji marcowej przyjęto, że skala wsparcia rządowego polegającego na ograniczaniu wzrostu cen podstawowych nośników energii dla podmiotów wrażliwych będzie w latach 2024-2025 stopniowo zmniejszana w ślad za spadkiem cen tych surowców na rynkach światowych.

Rząd będzie też wspierał w nadchodzących kwartałach przedsiębiorstwa energochłonne finansując w części ich opłaty za energię elektryczną i gaz. Koszt tego wsparcia ukształtuje się w 2023 r. na poziomie 0,2% PKB (Tabela 4.2).

Dodatkowe wsparcie obejmuje gospodarstwa domowe dotknięte wzrostem cen energii choć w mniejszej skali niż w ub.r. (0,1% PKB wobec 0,5% PKB w 2022 r., Tabela 4.2). Do gospodarstw domowych w 2023 r. trafią ostatnie wypłaty jednorazowych dodatków węglowych, osłonowych, a także dodatek elektryczny dla

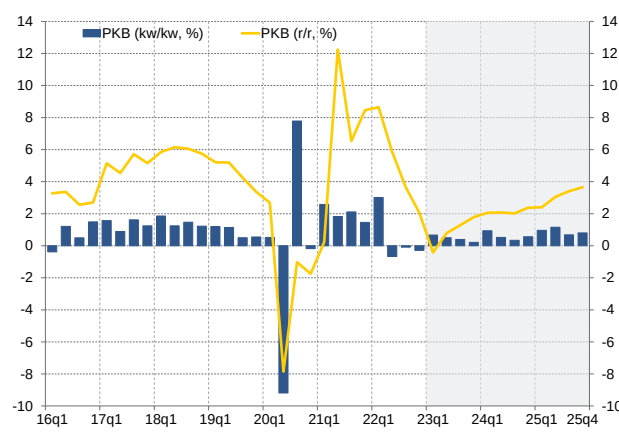
gospodarstw domowych ogrzewanych prądem oraz refundacja podatku VAT dla odbiorców indywidualnych wykorzystujących do ogrzewania paliwa gazowe.

Aktywność gospodarcza

Obserwowane od II kw. ub.r. wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce utrzyma się w najbliższych kwartałach. Dostępne dane wskazują, że tempo wzrostu w ujęciu r/r osiągnie minimum na poziomie nieznacznie niższym od zera w I kw. br., gdy na wyraźny spadek dynamiki większości komponentów PKB nałoży się dodatkowo negatywny efekt bazy związany z silnym przyrostem zapasów w I kw. 2022 r. (Wykres 4.7, Wykres 4.9). Krajowa koniunktura wciąż pozostaje pod wpływem silnych negatywnych szoków, w tym szoku surowcowego wzmocnionego przez skutki agresji Rosji na Ukrainę. Niekorzystnie na aktywność gospodarczą w Polsce oddziałuje również wyraźne spowolnienie za granicą, a także stopniowo materializujące się skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. Jednocześnie skalę pogorszenia krajowej koniunktury łagodzi szereg działań osłonowych dla gospodarstw domowych i podmiotów wrażliwych w zakresie wzrostu cen nośników energii (por. punkt *Rządowe działania osłonowe*).

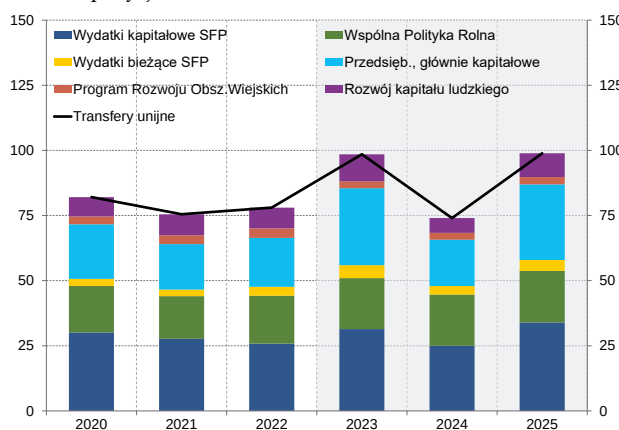
Pod wpływem wygasania negatywnych szoków podażowych oraz odbudowy aktywności za granicą, wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach zacznie stopniowo przyspieszać. Skalę ożywienia w 2024 r. będzie przy tym ograniczał oczekiwany istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.8). Czynnikiem hamującym prognozowane przyspieszenie tempa wzrostu będzie też przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stałych stóp procentowych NBP na poziomie z lutego br. w całym horyzoncie projekcji.

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



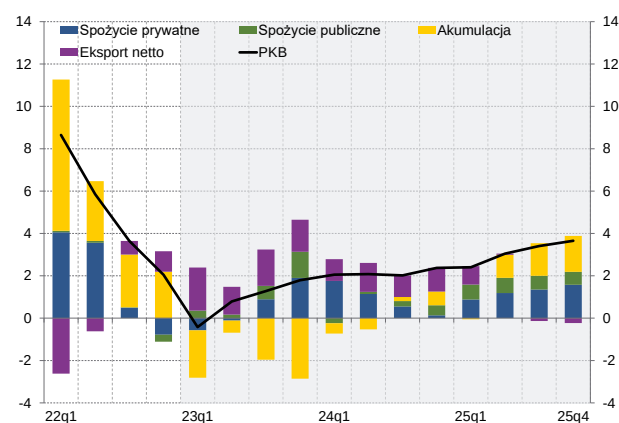
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.8 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja

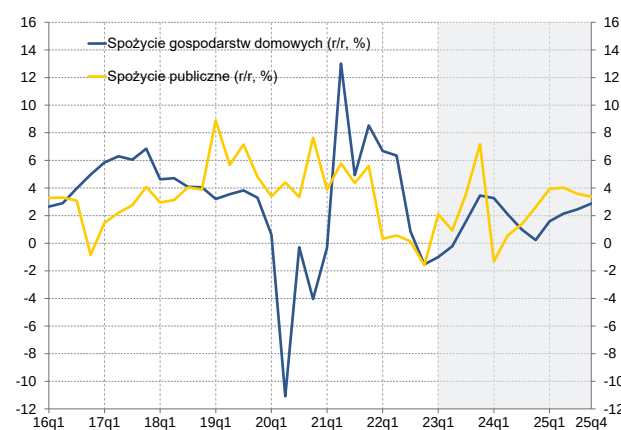


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W horyzoncie projekcji dynamika spożycia sektora gospodarstw domowych będzie kształtować się na poziomach wyraźnie niższych od wartości notowanych w okresie II kw. 2021 r. – II kw. 2022 r. (Wykres 4.10). Wydatki konsumentów będzie ograniczać przewidywana w najbliższych kwartałach wysoka inflacja CPI zmniejszająca siłę nabywczą dochodów ludności, obniżone nastroje oraz skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. Wpływ powyższych czynników będzie częściowo neutralizowany przez wprowadzone przez rząd rozwiązania legislacyjne chroniące gospodarstwa domowe przed silnym wzrostem cen energii elektrycznej, gazu ziemnego oraz ciepła. Pozytywnie na wydatki konsumpcyjne oddziaływać też będzie korzystne dla podatników rozliczenie podatku PIT za 2022 r., wynikające z kształtu i trybu wprowadzania programu Polski Ład oraz wsparcie dla osób posiadających kredyty hipoteczne w złotych.

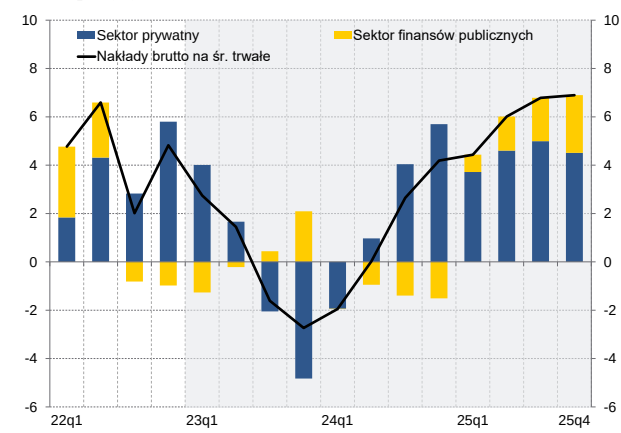
W nadchodzących kwartałach inwestycje prywatne pozostaną pod silnym negatywnym wpływem skutków agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę. Niekorzystnie na popyt inwestycyjny będą oddziaływać wciąż wysokie ceny surowców na rynkach światowych wpływające na koszty zużycia energii. W badaniach ankietowych z IV kw. ub.r. przedsiębiorcy wskazali wzrost kosztów inwestycji (o charakterze nie związanym z finansowaniem) jako najważniejszą barierę ograniczającą ich aktywność inwestycyjną⁴⁰. Utrzymujący się od kilku kwartałów spadek optymizmu inwestycyjnego wynika też z obaw o obniżenie popytu – zarówno krajowego jak i zagranicznego, związanego ze spowolnieniem w otoczeniu gospodarczym Polski⁴¹. Negatywnie na ścieżkę prywatnych nakładów inwestycyjnych, w tym w szczególności na popyt mieszkaniowy, oddziałują również rozłożone w czasie efekty dotychczasowych podwyżek stóp procentowych

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁴⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2023 r.

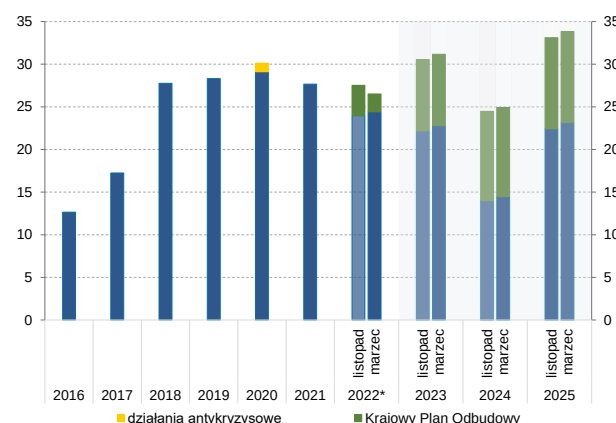
⁴¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2023 r.

NBP ograniczających dostępność oraz zwiększających koszt kredytu. Pod wpływem powyższych czynników dynamika inwestycji prywatnych w 2023 r. wyraźnie obniży się i ukształtuje na poziomie zbliżonym do zera (Wykres 4.11). Od 2024 r. oczekiwana jest stopniowa odbudowa popytu inwestycyjnego, wspierana przez potrzebę zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego przedsiębiorstw, wynikającą z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy.

Prognozowana ścieżka inwestycji publicznych jest w dużym stopniu determinowana poziomem absorpcji funduszy unijnych (Wykres 4.12). W odniesieniu do środków, które mają być wykorzystane przez Polskę w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO) przyjęto, że w latach 2023-2025 kwoty ich absorpcji będą rosły, zgodnie z założeniami rządu zawartymi w *Programie Konwergencji* z kwietnia 2022 r. Jednocześnie, ze względu na wstrzymany proces wnioskowania o fundusze unijne przeznaczone na wydatki w ramach KPO, realizacja rozpoczętych już projektów z tego programu jest tymczasowo finansowana ze środków krajowych. W 2024 r., w ślad za spadkiem transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydawania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 inwestycje publiczne wyraźnie obniżą się (Wykres 4.11). Ponowny wzrost inwestycji publicznych nastąpi w 2025 r. w wyniku rosnącej absorpcji funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. Nakłady kapitałowe sektora finansów publicznych w latach 2023-2025 będą przy tym podwyższane przez planowane zwiększenie wydatków na obronność.

Wraz z postępującym spowolnieniem aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach rozwiniętych, w tym w gospodarce niemieckiej, popyt na polskie towary i usługi w 2023 r. obniży się względem poprzednich lat, co przyłoży się na

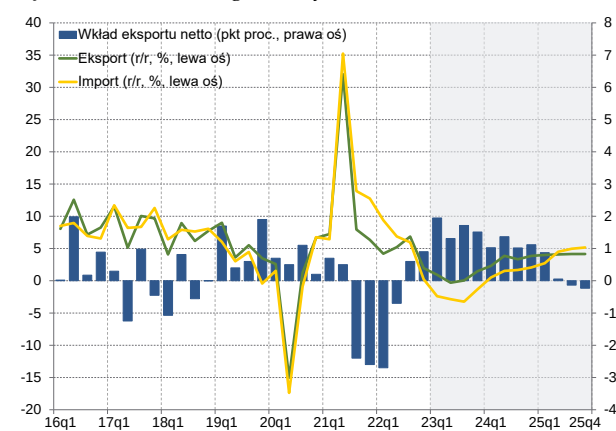
Wykres 4.12 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

* szacunki NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

spadek dynamiki eksportu i importu (Wykres 4.13). Jednocześnie, ze względu na istotne wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB poprawi się, kształtując się średniorocznie na dodatnim poziomie w latach 2023-2025.

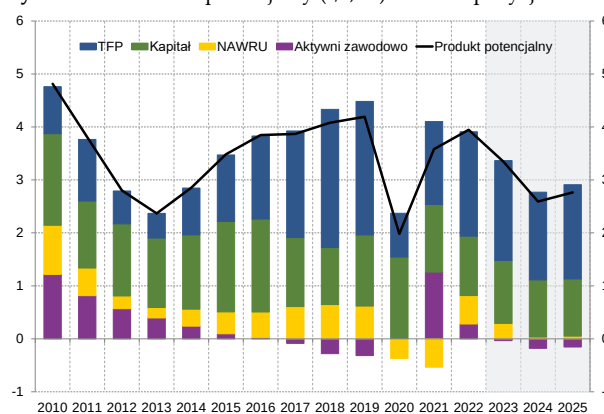
Produkt potencjalny i luka popytowa

Po relatywnie wysokim wzroście potencjału polskiej gospodarki w 2022 r., wynikającym z popandemicznego zwiększenia wykorzystania czynników produkcji – kapitału i pracy, w kolejnych latach jego dynamika ulegnie osłabieniu (Wykres 4.14). Jest to konsekwencja ograniczenia przestrzeni do dalszego spadku poziomu stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) oraz obniżenia dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP), która powróci do długookresowego trendu.

Niekorzystnie na dynamikę potencjału będzie także oddziaływać pogarszająca się sytuacja demograficzna odzwierciedlona w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, a w konsekwencji – aktywnych zawodowo. Potencjał produkcyjny krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji zwiększa natomiast wzrost podaży pracy w wyniku napływu uchodźców z Ukrainy⁴², którego skala jest większa niż negatywny wpływ jednoczesnego odpływu migrantów (głównie mężczyzn) z niektórych branż.

W wyniku spadku tempa wzrostu PKB na przestrzeni ubiegłego roku, luka popytowa wyraźnie się obniżyła i w IV kw. 2022 r. ukształtowała się już na poziomie bliskim zera (Wykres 4.16). Relatywnie niska dynamika aktywności gospodarczej w kolejnych latach przyczyni się do utrzymania ujemnej luki popytowej w całym horyzoncie projekcji. Oznacza

Wykres 4.14 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



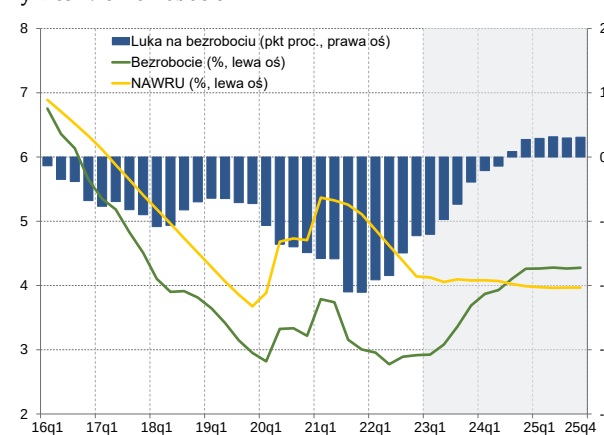
Źródło: obliczenia NBP.

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-Douglassa w postaci:

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

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

Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁴² Napływ imigrantów z Ukrainy – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL. W konsekwencji, w projekcji przyjęto, że będzie on odzwierciedlony we wzroście łącznej produktywności czynników produkcji (TFP).

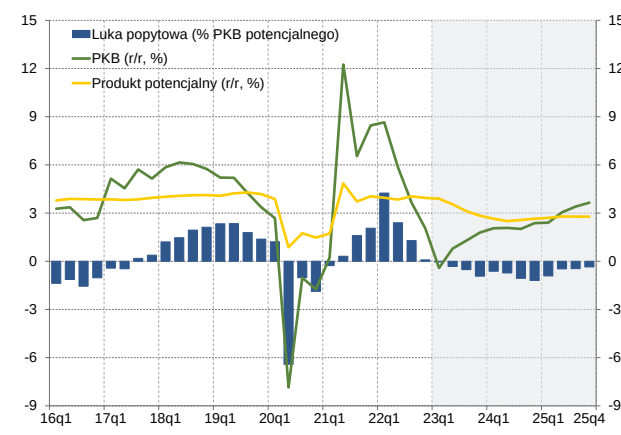
to, że w najbliższych latach presja popytowa będzie kształtować się na obniżonym poziomie, oddziałując w kierunku spadku inflacji CPI.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji, w ślad za spowolnieniem krajowej aktywności gospodarczej, popyt na pracę ulegnie osłabieniu, ale zakłada się, że nie nastąpi wyraźny wzrost stopy bezrobocia (Wykres 4.15, Wykres 4.17)⁴³. Scenariusz ten potwierdzają badania ankietowe NBP⁴⁴, które wskazują, że planowany przez przedsiębiorstwa poziom zatrudnienia obniżył się w ostatnich kwartałach, ale nadal pozostaje zdecydowanie powyżej długookresowej średniej. W kierunku ograniczenia skali wzrostu bezrobocia będzie również oddziaływała obniżająca się liczba osób aktywnych zawodowo, co wynika z negatywnego wpływu procesów demograficznych (Wykres 4.18). Z drugiej strony, oczekiwany w horyzoncie projekcji wzrost zatrudnienia imigrantów z Ukrainy będzie łagodzić spadek krajowego zasobu pracy, choć – ze względu na metodykę badania – będzie w ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL.

W warunkach podwyższonego tempa wzrostu cen oraz odczuwalnych w wielu branżach niedoborów kadrowych, dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej utrzyma się w bieżącym roku na dwucyfrowym poziomie (Wykres 4.19). Taką ocenę potwierdzają badania ankietowe NBP, zgodnie z którymi w I kw. br. znaczący odsetek przedsiębiorstw planuje podniesienie płac, przy wysokiej planowanej średniej wysokości podwyżki⁴⁵. W latach 2024-2025, przy ograniczonym tempie wzrostu gospodarczego, wzroście stopy bezrobocia i spadku inflacji, dynamika nominalnych wynagrodzeń obniży się,

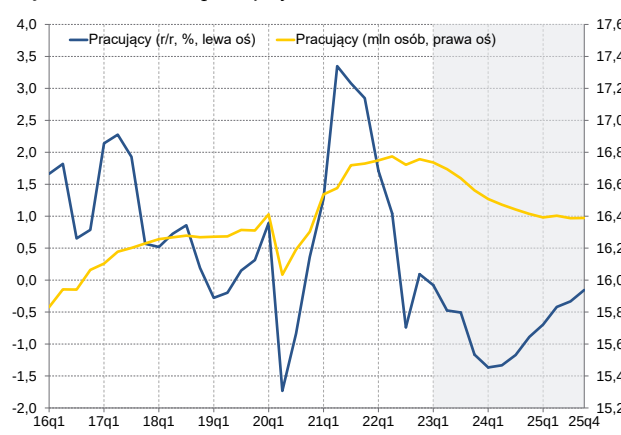
Wykres 4.16 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

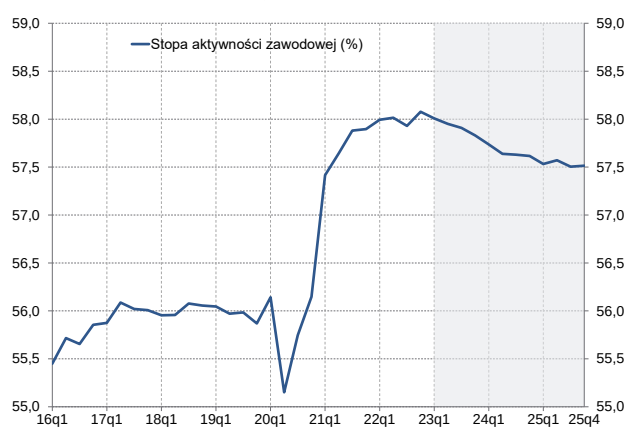
Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴³ W projekcji wykorzystano szeregi historyczne BAEL przeliczone przez GUS zgodnie z nową metodyką badania obowiązującą od początku 2021 r. Pomimo rewizji, szeregi zatrudnienia, aktywności zawodowej i bezrobocia zachowują nieciągłość w I kw. 2021 r., ponieważ przeliczenie nie uwzględnia wpływu zmian w konstrukcji samej ankiety, jak również zmian w sposobie przeprowadzania wywiadów oraz rekrutacji respondentów.

⁴⁴ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2023 r.

⁴⁵ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2023 r.

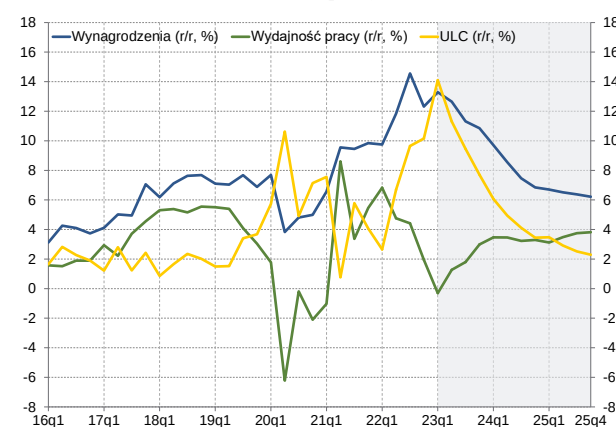
choć pozostanie wciąż na relatywnie wysokim poziomie. Po uwzględnieniu inflacji, siła nabywcza wynagrodzeń będzie rosła jedynie stopniowo, nieco wolniej niż wydajność pracy. Presję płacową w horyzoncie projekcji będzie łagodzić napływ uchodźców z Ukrainy, którzy stopniowo znajdują zatrudnienie na polskim rynku pracy.

Inflacja CPI

Silny negatywny szok podaży, wzmocniony skutkami zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę, doprowadził do istotnego wzrostu inflacji. Złożyły się na niego rekordowo wysokie ceny surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych, podwyższone ceny uprawnień do emisji CO₂ oraz utrzymujące się napięcia w globalnych sieciach dostaw. Odzwierciedleniem tych procesów był dynamiczny wzrost cen importu (Wykres 4.22). Czynniki te w połączeniu z wysokimi kosztami pracy doprowadziły do silnych wzrostów cen żywności i energii w gospodarce (Wykres 4.21, Wykres 4.23). Inflację podwyższały także czynniki o charakterze popytowym. Powiązane były one z szybką odbudową aktywności gospodarczej po okresie pandemii, w efekcie której luka popytowa pozostawała dodatnia do IV kw. ub.r. W takich warunkach zjawisko rozlewania się zewnętrznych szoków cenowych na rynku energii i żywności na pozostałe kategorie cen znacznie przyspieszyło, co znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 4.20).

W horyzoncie projekcji, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających inflację CPI, jej poziom będzie się obniżać. Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie (w tym przy stopie referencyjnej równej 6,75%) inflacja CPI jednak dopiero pod koniec horyzontu projekcji powróci do przedziału odchylen od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.20, Wykres 4.21). Obecny okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększa bowiem jej persystencję poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy

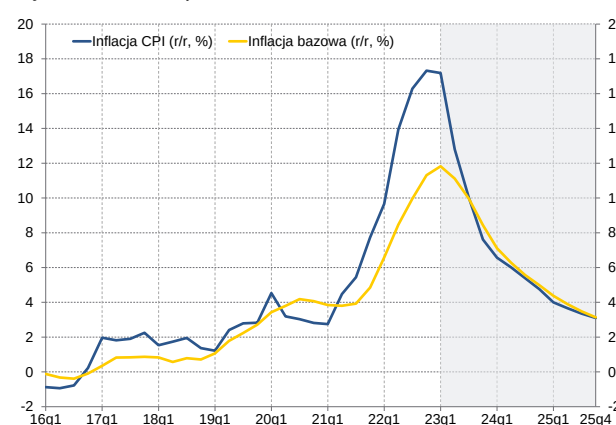


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

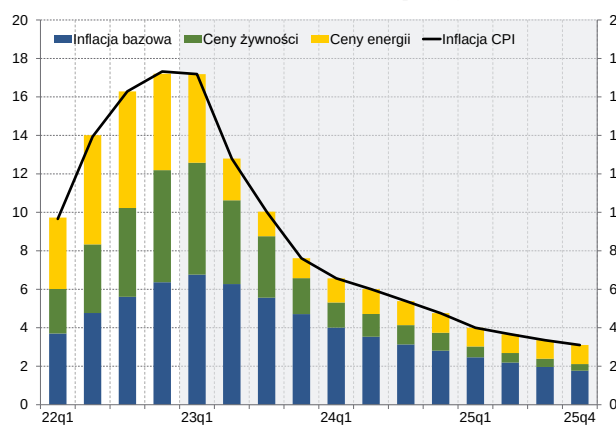
Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.21 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

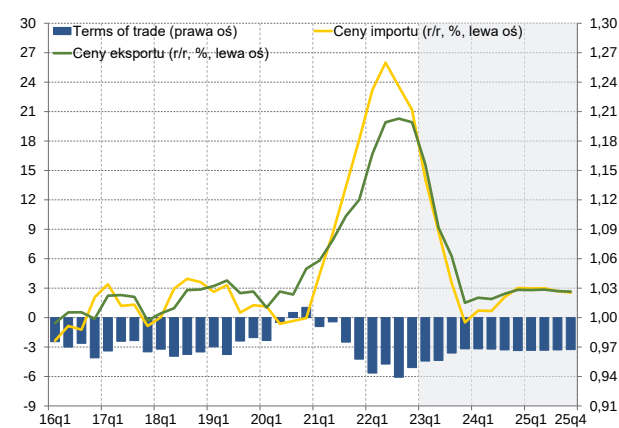
przekładających się na utrzymującą się na podwyższonym poziomie presję płacową oraz zwiększoną akceptację dla wzrostu cen. Za stopniowym spadkiem inflacji przemawia – obok spowolnienia wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce, czego wyrazem jest ujemna luka popytowa – zakładane dalsze obniżenie cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Ceny tych surowców w latach 2023-2025 wciąż będą jednak przewyższać poziom sprzed pandemii. Ze względu na obowiązujący proces taryfikacji i opóźnione dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców i uprawnień do emisji spadł dynamiki cen energii dla gospodarstw domowych będzie rozłożony w czasie. Spadkowa tendencja inflacji CPI w horyzoncie projekcji będzie wspierana przez stopniowe ustępowanie napięć w sieciach dostaw i spowolnienie inflacji za granicą oraz obniżającą się dynamikę kosztów związanych z zatrudnieniem.

W całym horyzoncie projekcji istotny wpływ na dynamikę cen konsumenta mają działania rządu (por. punkt *Rządowe działania osłonowe*). W 2023 r. wzrasta łączna skala działań fiskalnych nakierowanych bezpośrednio na ograniczenie wzrostu cen energii. Wzrost ten jest wynikiem ponoszenia kosztów zamrożenia cen gazu i częściowego zamrożenia cen energii elektrycznej, przy czym ogranicza go wycofanie się z większości obniżek stawek podatków pośrednich. W konsekwencji działania antyinflacyjne rządu silniej obniżają łączny poziom cen konsumenta w 2023 r. niż 2022 r., wyraźnie ograniczając inflację CPI w obu latach. W latach 2024-2025 oczekiwane zmniejszenie skali rządowych działań osłonowych będzie oddziaływało w kierunku spowolnienia tempa spadku inflacji CPI.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

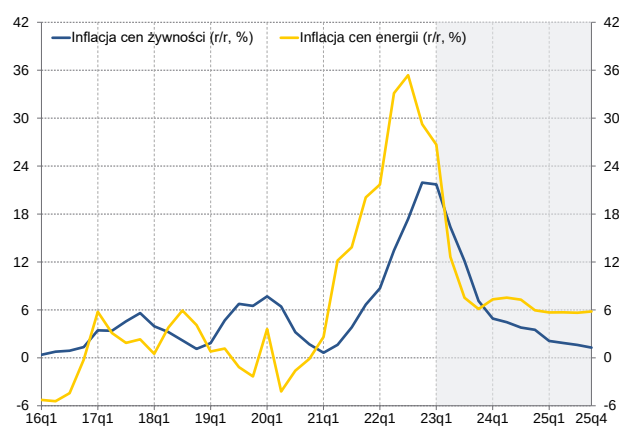
Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji listopadowej przyczyniły się do niewielkiego podwyższenia prognozy wzrostu

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.3 Projekcja marcowa na tle listopadowej

	2022	2023	2024	2025
PKB (r/r, %)				
III 2023	4,9	0,9	2,1	3,1
XI 2022	4,6	0,7	2,0	3,1
Inflacja CPI (r/r, %)				
III 2023	14,4	11,9	5,7	3,5
XI 2022	14,5	13,1	5,9	3,5

Źródło: obliczenia NBP.

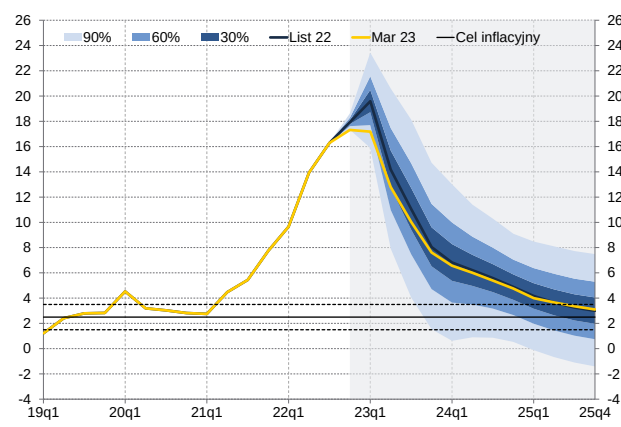
gospodarczego i obniżenia ścieżki inflacji CPI w latach 2023-2024. W 2025 r. obie te zmienne kształtują się natomiast na poziomie zbliżonym do oczekiwanego w listopadzie ub.r. (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Korekta scenariusza projekcyjnego jest konsekwencją szybszego od oczekiwań ustępowania skutków negatywnego szoku związanego ze zbrojną rosyjską agresją na Ukrainę. W porównaniu z poprzednią projekcją obniżyły się w szczególności ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych, a także oczekiwania odnośnie do ich poziomu w przyszłości formułowane w oparciu o wyceny kontraktów terminowych. W bieżącej projekcji skorygowano w dół również ścieżkę cen surowców rolnych, zwłaszcza pszenicy i rzepaku, w warunkach przedłużenia obowiązywania porozumienia umożliwiającego ich eksport z Ukrainy przez Morze Czarne. Złagodzenie szoków podaźowych dotyczących światową gospodarkę znalazło także odzwierciedlenie w wyższych prognozach wzrostu PKB za granicą w 2023 r.

Powyższe uwarunkowania przyczyniły się do obniżenia w latach 2023-2024 prognozowanej dynamiki cen energii, a w konsekwencji niższego wzrostu całego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w tym horyzoncie. Obok niższych cen gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych wiąże się to z uwzględnieniem w bieżącej rundzie prognostycznej skutków zamrożenia taryf na gaz ziemny dla gospodarstw domowych i jednostek wrażliwych na poziomie z 2022 r., uchwalonego przez Sejm po publikacji poprzedniej projekcji (por. pkt. *Rządowe działania ośłonowe*).

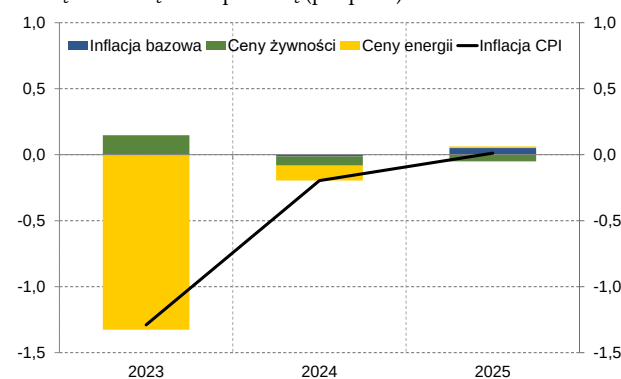
Szybsze od oczekiwań ustępowanie skutków negatywnego szoku związanego z rosyjską agresją oddziałuje jednocześnie w kierunku korekty w górę ścieżki aktywności gospodarczej względem

Wykres 4.24 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

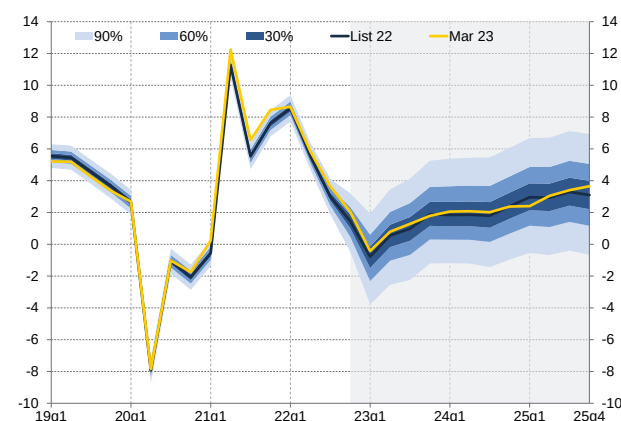
Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Wykres 4.26 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

założeń projekcji listopadowej. Ograniczenie presji inflacyjnej w latach 2023-2024 wpływa na zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w ujęciu realnym co zwiększa przestrzeń do wzrostu ich wydatków. Jednocześnie poprawie ulega sytuacja przedsiębiorstw w wyniku osłabienia presji kosztowej oraz wyższego popytu zagranicznego na polskie towary. Czynniki te wpływają pozytywnie na prognozowaną ścieżkę nakładów inwestycyjnych tego sektora oraz zapasów.

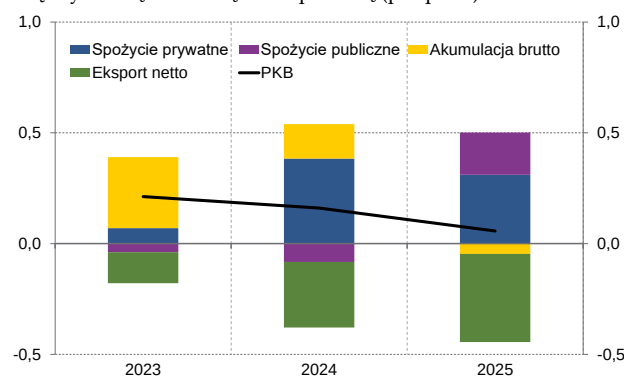
4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest wciąż w największym stopniu uzależniona od makroekonomicznych skutków agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie. Dodatkowym istotnym czynnikiem ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są efekty zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed dla koniunktury gospodarczej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Oprócz uwarunkowań zewnętrznych ważnym źródłem ryzyka projekcji jest skala i zakres przyszłych działań osłonowych rządu. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI i nieco wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki PKB poniżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

Dalszy przebieg agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę

Najważniejszym czynnikiem ryzyka dla kształtu przyszłej ścieżki aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w Polsce pozostaje rosyjska agresja zbrojna na Ukrainę. Niepewność ta związana jest z dalszym przebiegiem agresji oraz skutkami sankcji gospodarczych przeciwko

Wykres 4.27 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 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Tabela 4.4 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
23q1	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
23q2	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
23q3	0,02	0,03	0,05	0,50	0,04
23q4	0,06	0,10	0,15	0,50	0,09
24q1	0,08	0,14	0,20	0,50	0,12
24q2	0,08	0,13	0,22	0,50	0,14
24q3	0,09	0,16	0,26	0,50	0,17
24q4	0,11	0,20	0,32	0,50	0,21
25q1	0,18	0,29	0,43	0,51	0,25
25q2	0,21	0,34	0,48	0,50	0,27
25q3	0,24	0,37	0,52	0,50	0,28
25q4	0,28	0,41	0,56	0,50	0,28

Źródło: obliczenia NBP.

Rosji i rosyjskimi działaniami retorsyjnymi wobec Zachodu. Czynniki ten w istotnym stopniu wpływa na uwarunkowania handlu międzynarodowego w horyzoncie projekcji, w tym na funkcjonowanie globalnych łańcuchów dostaw oraz poziom cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Niepewnością jest obarczona w szczególności

dostępność nośników energii w Europie w kolejnym sezonie grzewczym (2023/2024) oraz możliwość eksportu zbóż i roślin oleistych z Ukrainy przez Morze Czarne, który obecnie jest utrudniany przez działania wojenne oraz podwyższone koszty transportu i ubezpieczenia.

Dalsza eskalacja rosyjskiej agresji spowodowałaby wzrost niepewności w gospodarce światowej, co skutkowałoby istotnym zwiększeniem skali zaburzeń w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw. Jednocześnie nastąpiłby wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych powyżej poziomu przyjętego w scenariuszu centralnym projekcji. Przy tych uwarunkowaniach można by oczekiwać zwiększenia inercji procesów inflacyjnych w gospodarce krajowej, co wydłużyłoby w czasie powrót wskaźnika inflacji CPI do celu inflacyjnego NBP. Natomiast w przypadku realizacji optymistycznego scenariusza szybkiego zakończenia rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę, negatywne skutki szoku podaźowego, który dotyka obecnie gospodarkę europejską byłyby mniej dotkliwe, co sprzyjałoby intensyfikacji procesu dezinflacji w Polsce.

Inne czynniki determinujące ceny surowców energetycznych na świecie

Przyszła ścieżka cen surowców energetycznych w istotnym stopniu determinowana jest przez materializację również innych ryzyk w gospodarce światowej niezwiązanych z rosyjską agresją. Wzrost wydobycia ropy naftowej w krajach OPEC+, Stanach Zjednoczonych oraz przez innych głównych producentów w połączeniu z wyższymi niż przeciętnie temperaturami w okresie grzewczym w Europie, co miałoby pozytywny wpływ na zapasy gazu ziemnego, sprzyjałoby poprawie relacji między podażą a popytem na surowce energetyczne w skali globalnej. W konsekwencji można by oczekiwać obniżenia poziomu ich cen na rynkach

światowych, co oddziaływałoby w kierunku szybszego spadku inflacji CPI i wyższej aktywności gospodarczej w Polsce względem scenariusza centralnego projekcji.

Ograniczenie wydobycia ropy naftowej przez głównych producentów w połączeniu ze zmniejszeniem zapasów gazu ziemnego w Europie pod wpływem gorszych warunków meteorologicznych, skutkowałoby natomiast wyższym poziomem cen surowców energetycznych na rynkach światowych niż przyjęto w scenariuszu centralnym projekcji. Dodatkowym źródłem presji na wzrost cen tych surowców mogłaby być silniejsza poprawa popytu niż przyjęto w założeniach do projekcji wynikająca bezpośrednio i pośrednio z odejścia Chin od polityki „zero Covid” i otwarcia się tamtejszej gospodarki. W konsekwencji realizacji tych ryzyk ścieżka cen surowców energetycznych ukształtowałaby się powyżej scenariusza centralnego projekcji, co oddziaływałoby w kierunku wolniejszego spadku inflacji CPI w Polsce. Poprawa koniunktury w chińskiej gospodarce wpłynęłaby natomiast na zwiększenie obrotów handlu światowego, co mogłoby w części łagodzić w horyzoncie projekcji negatywny wpływ wyższych cen surowców na ścieżkę krajowego eksportu i PKB.

Efekty zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed

Istotne ryzyko z otoczenia polskiej gospodarki wiąże się również ze skutkami podwyżek stóp procentowych przez EBC i Fed dla przyszłego kształtowania się PKB w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Ocenia się, że wyższe jest prawdopodobieństwo bardziej negatywnego niż przyjęto w scenariuszu centralnym projekcji wpływu na aktywność ekonomiczną zacieśniania polityki pieniężnej w tych gospodarkach. Materializacji tego ryzyka sprzyjałoby zaostrenie kryzysu energetycznego w Europie i bardziej uporczywa inflacja w gospodarce światowej. Przy

tych założeniach wyraźnie obniżyłaby się ścieżka spożycia gospodarstw domowych i inwestycji prywatnych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w warunkach silniejszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy oraz wyższego kosztu kredytu, prowadząc prawdopodobnie do recesji w obu tych gospodarkach.

Realizacja powyższego scenariusza miałaby w horyzoncie projekcji negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce, przy różnokierunkowym wpływie na inflację CPI. Z jednej strony, wyższa od oczekiwań inflacja za granicą oraz osłabienie kursu złotego pod wpływem dalszych podwyżek stóp procentowych przez EBC i Fed zwiększałyby inercję procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce poprzez wyższą dynamikę cen importu. Z drugiej strony, pogorszenie koniunktury i niższa presja popytowa sprzyjałyby procesowi szybszej dezinflacji w gospodarce krajowej.

Działania osłonowe rządu

Skala i zakres podejmowanych przez rząd osłonowych działań fiskalnych w celu złagodzenia negatywnych skutków wysokich cen surowców oraz inflacji dla gospodarstw domowych (por. punkt *Rządowe działania osłonowe*) pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka projekcji. Materializacja tego ryzyka zależy w istotnym stopniu od przyszłej ścieżki cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Wyższe niż założono w scenariuszu centralnym ceny tych surowców mogłyby bowiem skłonić rząd do przejściowego zwiększenia skali wsparcia dla konsumentów i innych podmiotów wrażliwych, co łagodziłoby negatywny wpływ zaburzeń zewnętrznych na krajową ścieżkę inflacji CPI i aktywności gospodarczej. Gdyby natomiast skutki zaburzeń podażowych w światowej gospodarce ustępowałyby szybciej, to również ograniczona mogłaby być skala i zakres rządowych dopłat do

cen energii elektrycznej i gazu oraz innych form wsparcia.

Tabela 4.5 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2022				2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	9,7	13,9	16,3	17,3	17,2	12,8	10,0	7,6	6,6	6,0	5,4	4,8	4,0	3,7	3,4	3,1	14,4	11,9	5,7	3,5
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	6,6	8,5	10,0	11,3	11,8	11,1	10,0	8,4	7,1	6,3	5,6	5,0	4,4	3,9	3,5	3,1	9,1	10,3	6,0	3,7
Ceny żywności (% r/r)	8,7	13,4	17,4	21,9	21,7	16,4	12,1	7,1	4,9	4,5	3,8	3,5	2,1	1,9	1,6	1,3	15,4	14,2	4,2	1,7
Ceny energii (% r/r)	21,7	33,1	35,4	29,2	26,7	12,6	7,5	6,1	7,3	7,5	7,3	5,9	5,7	5,7	5,6	5,8	29,9	13,0	7,0	5,7
PKB (% r/r)	8,6	5,8	3,6	2,0	-0,4	0,8	1,3	1,8	2,1	2,1	2,0	2,4	2,4	3,0	3,4	3,7	4,9	0,9	2,1	3,1
Popyt krajowy (% r/r)	12,0	6,9	3,1	1,1	-2,5	-0,5	-0,5	0,3	1,1	0,8	1,1	1,3	1,6	3,2	3,8	4,2	5,4	-0,8	1,1	3,2
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	6,7	6,4	0,9	-1,5	-1,0	-0,2	1,6	3,5	3,3	2,1	1,0	0,2	1,6	2,1	2,5	2,9	3,0	0,9	1,6	2,3
Spożycie publiczne (% r/r)	0,3	0,6	0,1	-1,6	2,1	0,9	3,6	7,2	-1,3	0,6	1,4	2,6	3,9	4,0	3,6	3,4	-0,3	3,4	0,8	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	4,7	6,6	2,0	4,9	2,8	1,4	-1,6	-2,7	-1,9	0,0	2,6	4,2	4,4	6,0	6,8	6,9	4,5	0,0	1,2	6,0
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-2,7	-0,7	0,6	0,9	1,9	1,3	1,7	1,5	1,0	1,4	1,0	1,1	0,9	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	1,6	1,1	0,1
Eksport (% r/r)	4,2	5,2	6,9	2,0	0,9	-0,3	0,0	1,5	2,3	3,9	3,3	3,9	4,0	4,1	4,1	4,1	4,5	0,7	3,3	4,1
Import (% r/r)	9,4	6,9	6,0	0,2	-2,4	-2,9	-3,2	-1,3	0,5	1,5	1,7	2,1	2,7	4,5	5,0	5,2	5,5	-2,3	1,4	4,3
Wynagrodzenia (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	13,3	12,6	11,3	10,8	9,7	8,6	7,5	6,8	6,7	6,5	6,4	6,2	12,1	12,0	8,1	6,5
Pracujący (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-1,2	-1,4	-1,3	-1,2	-0,9	-0,7	-0,4	-0,3	-0,2	0,5	-0,6	-1,2	-0,4
Stopa bezrobocia (%)	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	3,1	3,4	3,7	3,9	3,9	4,1	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	2,9	3,3	4,0	4,3
NAWRU (%)	4,9	4,6	4,4	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,5	4,1	4,0	4,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,0	58,0	57,9	58,1	58,0	58,0	57,9	57,8	57,7	57,6	57,6	57,6	57,5	57,6	57,5	57,5	58,0	57,9	57,7	57,5
Wydajność pracy (% r/r)	6,8	4,8	4,4	2,0	-0,3	1,3	1,8	3,0	3,5	3,5	3,2	3,3	3,1	3,5	3,7	3,8	4,3	1,4	3,4	3,5
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,7	6,7	9,6	10,2	14,1	11,3	9,4	7,7	6,1	4,9	4,1	3,4	3,5	2,9	2,5	2,3	7,4	10,4	4,6	2,8
Produkt potencjalny (% r/r)	4,0	3,8	4,0	3,9	3,9	3,5	3,1	2,8	2,7	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	3,9	3,3	2,6	2,8
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	4,2	2,4	1,3	0,1	0,0	-0,3	-0,5	-0,9	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,9	-0,5	-0,5	-0,4	2,0	-0,5	-0,9	-0,6
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,27	1,47	1,42	1,36	1,30	1,30	1,26	1,22	1,21	1,23	1,20	1,15	1,15	1,16	1,15	1,13	1,38	1,27	1,20	1,15
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	2,05	2,41	3,14	1,98	1,28	1,26	1,21	1,21	1,27	1,27	1,20	1,16	1,17	1,11	1,06	1,03	2,40	1,24	1,22	1,10
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	3,5	4,8	5,1	5,2	4,9	4,2	3,9	3,4	3,3	3,1	2,9	2,7	2,3	2,1	1,8	1,7	4,7	4,1	3,0	2,0
PKB za granicą (% r/r)	5,6	3,6	2,1	1,5	0,8	0,4	0,4	0,6	1,2	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5	3,2	0,6	1,5	1,6
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,5	-3,1	-2,2	-1,7	-0,9	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,4	0,3	0,1	-3,1	-0,4	0,5	0,1
WIBOR 3M (%)	3,50	6,24	7,08	7,29	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,03	6,95	6,95	6,95

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

Dla większości zmiennych wartości do IV kw. 2022 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

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

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie wrzesień 2022 r. – styczeń 2023 r.

■ Data: 7 września 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
P. Litwiniuk

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
H. J. Wnorowski

■ Data: 7 września 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,25 pkt. proc., tj. do poziomu 6,75% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 7,25%,
- stopa depozytowa 6,25%,
- stopa redyskontowa weksli 6,80%,
- stopa dyskontowa weksli 6,85%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
P. Litwiniuk
H. J. Wnorowski

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 7 września 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 14/2022 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
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
P. Litwiniuk
H. J. Wnorowski

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 7 września 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 15/2022 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2023.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
P. Litwiniuk
H. J. Wnorowski

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 5 października 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,00 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
H. J. Wnorowski

■ Data: 5 października 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
P. Litwiniuk
J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
W. S. Janczyk
C. Kochalski
H. J. Wnorowski

■ Data: 9 listopada 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,00 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 9 listopada 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
P. Litwiniuk
J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 7 grudnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,00 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 7 grudnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 7 grudnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Litwiniuk

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
G. Masłowska
J. B. Tyrowicz
H. J. Wnorowski

■ Data: 7 grudnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 16/2022 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2023.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

Przeciw: J. B. Tyrowicz

■ Data: 4 stycznia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,00 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 4 stycznia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
J. B. Tyrowicz

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
P. Litwiniuk
G. Masłowska
H. J. Wnorowski

■ Data: 4 stycznia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Litwiniuk

Przeciw: A. Glapiński
I. K. Dąbrowski
I. Duda
W. S. Janczyk
C. Kochalski
L. Kotecki
G. Masłowska
J. B. Tyrowicz
H. J. Wnorowski

www.nbp.pl

