



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Raport o inflacji – listopad 2022 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 3 listopada 2022 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2022 r. oraz informacji o planowanych zmianach legislacyjnych ogłoszonych do 7 listopada 2022 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	19
2.3 Sektor finansów publicznych	22
2.4 Rynek pracy	24
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	25
2.6 Pieniądz i kredyt	26
2.7 Bilans płatniczy	28
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2022 r.	31
4. Projekcja inflacji i PKB	43
4.1 Synteza	44
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	46
4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2025	48
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	58
4.5 Źródła niepewności projekcji	60
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – sierpień 2022 r.	65

Synteza

Dostępne dane wskazują na osłabianie się globalnej koniunktury gospodarczej w II i III kw. 2022 r. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim wysokie ceny surowców i towarów zaopatrzeniowych, wysoka niepewność związana z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie, a także globalne zacieśnienie warunków finansowania. Towarzyszy temu pogorszenie nastrojów konsumentów, mimo że sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach pozostaje bardzo dobra.

Jednocześnie inflacja na świecie wciąż kształtuje się na wysokim poziomie i w wielu gospodarkach jest najwyższa od kilku dekad. Istotnym źródłem wysokiej dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, oraz utrzymujące się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. Wobec silnie rosnących kosztów produkcji – w tym w części gospodarek także zwiększających się kosztów pracy – i w warunkach nadal relatywnie korzystnej sytuacji popytowej przedsiębiorstwa w części krajów dostosowują ceny produktów finalnych. W efekcie w tych gospodarkach także inflacja bazowa kształtuje się na podwyższonym poziomie.

Ceny surowców energetycznych w październiku br. były nadal wysokie, pomimo pewnego obniżenia się w ostatnim okresie. Jednocześnie ceny surowców rolnych kształtowały się w pobliżu rekordowo wysokich poziomów.

W warunkach wysokiej inflacji, w ostatnim okresie banki centralne na świecie podnosiły stopy procentowe lub utrzymywały je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że w głównych gospodarkach stopy procentowe w najbliższych kwartałach będą dalej podnoszone, po czym nastąpi ich stabilizacja lub stopniowy spadek.

Nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się w ostatnich miesiącach, czemu towarzyszyła podwyższona zmienność. Niekorzystnie na nastroje rynkowe wpływało oczekiwane osłabienie aktywności w gospodarce globalnej, zacieśnianie polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych oraz napięcia geopolityczne związane z trwającą rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w ostatnich miesiącach rosły. Jednocześnie dolar amerykański wyraźnie umocnił się względem wielu innych walut, w tym wobec euro.

W ostatnich miesiącach w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowała się na wysokim poziomie. We wrześniu 2022 r. inflacja CPI wzrosła do 17,2% r/r, a w październiku – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 17,9% r/r. Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wynikał w znacznej mierze ze stopniowego przekładania się wysokich cen surowców, związanych głównie z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie, na ceny dóbr konsumpcyjnych. Wysokie ceny surowców znalazły odzwierciedlenie we wzroście cen żywności i energii. Jednocześnie zwiększały one także koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co – w warunkach nadal

relatywnie wysokiego popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych i przyczyniało się do zwiększenia inflacji bazowej. Inflacja bazowa była także podwyższana przez efekty utrzymujących się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Jednocześnie w dalszym ciągu ograniczająco na dynamikę CPI oddziaływała Tarcza Antyinflacyjna.

W Polsce w II kw. br. roczna dynamika PKB pozostała relatywnie wysoka (5,8% r/r), choć niższa niż w I kw. br., co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki zapasów. Nieznacznie spowolnił także – nadal relatywnie szybki – wzrost spożycia gospodarstw domowych. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, a także dodatkowy popyt kreowany przez przebywających w Polsce uchodźców z Ukrainy. Natomiast w przeciwnym kierunku na popyt konsumpcyjny wpływało ograniczanie realnej siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych przez wysoką inflację oraz niekorzystne nastroje konsumentów i niepewność związana z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Jednocześnie przyspieszył wzrost inwestycji, do czego mogło się przyczynić relatywnie wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych i bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Wzrost inwestycji był natomiast ograniczany przez niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych oraz wzrost kosztów działalności. Z kolei wkład eksportu netto do dynamiki PKB pozostawał w II kw. br. ujemny, choć zmniejszyła się jego skala. Dostępne dane miesięczne wskazują na stopniowe pogarszanie się koniunktury gospodarczej w III kw. br.

Sytuacja finansowa sektora finansów publicznych w I połowie 2022 r. była korzystna i poprawiła się względem analogicznego okresu 2021 r., w związku m.in. z wygasaniem wsparcia dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw związanego z pandemią COVID-19.

W ostatnim okresie utrzymywała się bardzo dobra sytuacja na krajowym rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie m.in. w rekordowo niskiej stopie bezrobocia. Korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy sprzyjała wysokiej dynamice płac nominalnych. Jednocześnie pojawiają się sygnały pewnego spowolnienia popytu na pracę.

W ostatnich miesiącach w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – rentowności obligacji skarbowych wzrosły, a ceny akcji wyraźnie się obniżyły. Jednocześnie kurs złotego – podobnie jak wielu innych walut – osłabił się względem dolara amerykańskiego.

W III kw. br. spowolnił wzrost agregatu M3 i obniżyła się wielkość kredytu dla gospodarstw domowych. Nastąpiło to w warunkach wyraźnego wzrostu oprocentowania kredytów i depozytów pod wpływem dotychczasowych zdecydowanych podwyżek stóp procentowych NBP.

W II kw. 2022 r. saldo rachunku bieżącego obniżyło się, co wynikało głównie z dalszego pogorszenia salda obrotów towarowych. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost wartości importu, w szczególności paliw i towarów zaopatrzeniowych, w warunkach wysokich cen surowców na rynkach światowych. Zwiększyła się natomiast nadwyżka w handlu usługami. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie lipiec – październik 2022 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w

listopadzie 2022 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – sierpień 2022 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 21 października 2022 r. oraz informacje o planowanych zmianach legislacyjnych ogłoszonych do 7 listopada 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 14,4 – 14,5% w 2022 r. (wobec 13,2 – 15,4% w projekcji z lipca 2022 r.), 11,1 – 15,3% w 2023 r. (wobec 9,8 – 15,1%), 4,1 – 7,6% w 2024 r. (wobec 2,2 – 6,0%) oraz 2,1 – 4,9% w 2025 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,3 – 4,9% w 2022 r. (wobec 3,9 – 5,5% w projekcji z lipca 2022 r.), -0,3 – 1,6% w 2023 r. (wobec 0,2 – 2,3%), 1,0 – 3,1% w 2024 r. (wobec 1,0 – 3,5%) oraz 1,8 – 4,4% w 2025 r.

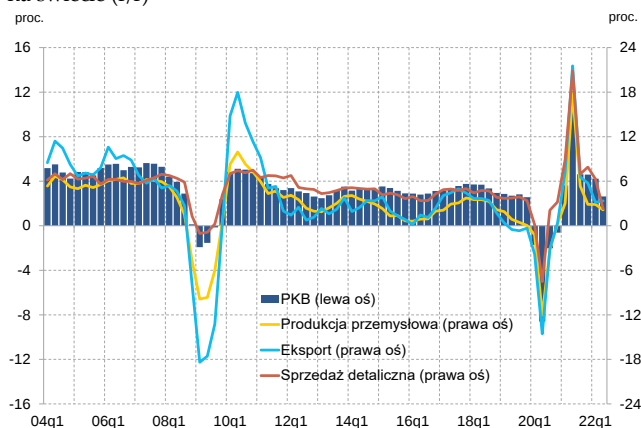
1. Otoczenie polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Dostępne dane wskazują na osłabianie się globalnej koniunktury gospodarczej w II i III kw. 2022 r. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim wysokie ceny surowców i towarów zaopatrzeniowych, wysoka niepewność związana z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie, a także globalne zacieśnienie warunków finansowania (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* oraz rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). W warunkach wysokiej inflacji towarzyszy temu pogorszenie nastrojów konsumentów, mimo że sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach pozostaje bardzo dobra. Jednocześnie dynamika handlu światowego pozostaje niższa niż w 2021 r., co sprzyja słabnięciu zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw (Wykres 1.1, Wykres 1.2).

W strefie euro dynamika PKB w II kw. br. obniżyła się do 4,3% r/r (wobec 5,5% r/r w I kw. br.; Wykres 1.3). Osłabienie tempa wzrostu odzwierciedlało jednak w znacznym stopniu efekt bazy, związany z szybką odbudową aktywności po poluzowaniu obostrzeń przeciwepidemicznych rok wcześniej. Głównym źródłem wzrostu PKB w II kw. br. pozostała konsumpcja wspierana przez odbudowę popytu na usługi i korzystną sytuację na rynku pracy. Dodatni wkład do wzrostu PKB miały również inwestycje, choć tempo ich wzrostu spowolniło. Jednocześnie wkład eksportu netto do wzrostu PKB był po raz kolejny ujemny. W III kw. br. dynamika PKB ponownie się

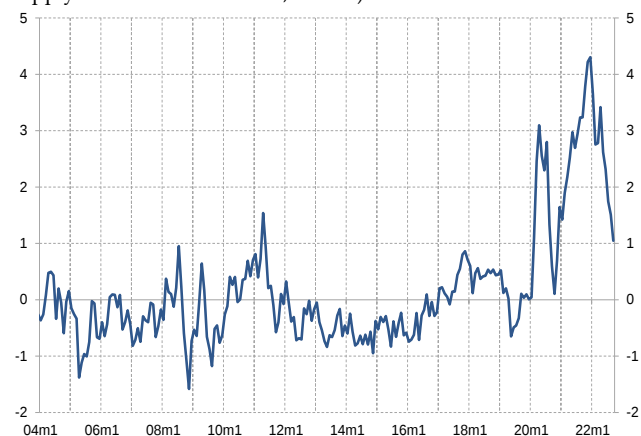
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB w 2019 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według 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.

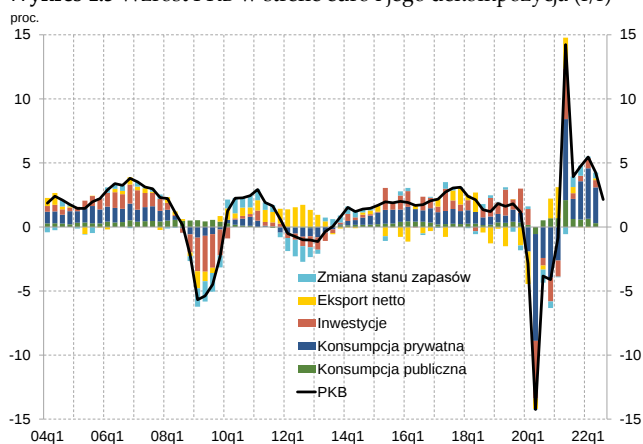
Wartością neutralną wskaźnika jest 0, wartości poniżej 0 oznaczają poprawę sytuacji, wartości powyżej 0 – pogorszenie sytuacji.

obniżyła (do 2,1% r/r według wstępnych danych¹), co wraz z pogarszającymi się wskaźnikami nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw świadczy o istotnym osłabieniu koniunktury gospodarczej następującym w warunkach wysokiej inflacji oraz niepewności związanej m.in. z obawami o dostępność oraz ceny gazu i energii elektrycznej w sezonie zimowym (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB zarówno w II kw., jak i w III kw. br. wyniosła 1,8% r/r (wobec 3,7% r/r w I kw. br.; Wykres 1.4)². Na niższą roczną dynamikę PKB w II i III kw. w porównaniu do I kw. br. złożyła się przede wszystkim malejąca dynamika konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. W szczególności pogłębił się spadek inwestycji w sektorze nieruchomości mieszkaniowych następujący w warunkach szybkiego wzrostu stóp procentowych. Dane miesięczne napływające w III kw. br. wskazują, że sytuacja na rynku pracy pozostawała korzystna, czemu towarzyszył wzrost realnych dochodów i wydatków gospodarstw domowych, choć nastroje konsumentów pozostawały na obniżonym poziomie.

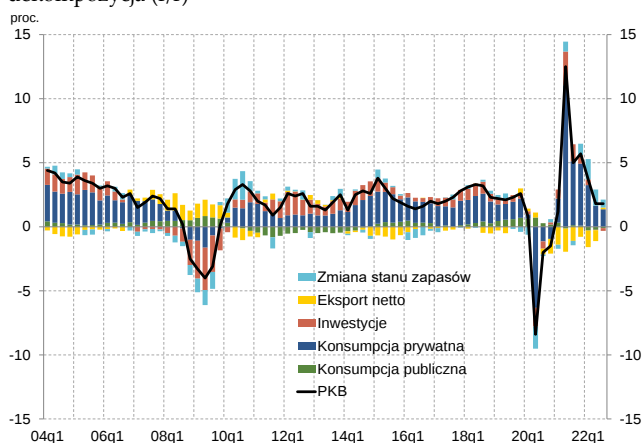
Również w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro wzrost PKB w II kw. br. spowolnił (średnio do 5,1% r/r z 6,1% r/r w I kw. br.). Przyczyniło się do tego przede wszystkim obniżenie dynamiki konsumpcji, która jednak pozostała głównym źródłem wzrostu gospodarczego. Dynamikę PKB w dalszym ciągu wspierał również wzrost inwestycji, jak również akumulacja zapasów, prowadzona w warunkach wysokiej inflacji cen producenta. Natomiast silnie negatywny wkład do wzrostu PKB miał ponownie eksport netto. Dane napływające w III kw. br.

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



Źródło: dane Eurostat.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

¹ Z kolei w ujęciu kwartalnym wzrost PKB w strefie euro w III kw. br. wyniósł 0,2% kw/kw (według wstępnych danych) wobec 0,8% kw/kw w II kw. br. oraz 0,6% kw/kw w I kw. br. (dane odsezonowane).

² W ujęciu kwartalnym PKB wzrósł w III kw. br. o 2,6% kw/kw saar (według wstępnych danych) po spadku PKB w poprzednich dwóch kwartałach (-0,6% kw/kw saar w II kw. br. i -1,6% kw/kw saar w I kw. br.). W I połowie br. spadek PKB wynikał przede wszystkim z ujemnego wkładu do wzrostu PKB kategorii wysoce zmiennych: w I kw. br. – eksportu netto, a w II kw. br. – zmiany zapasów.

wskazują na dalsze osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w regionie.

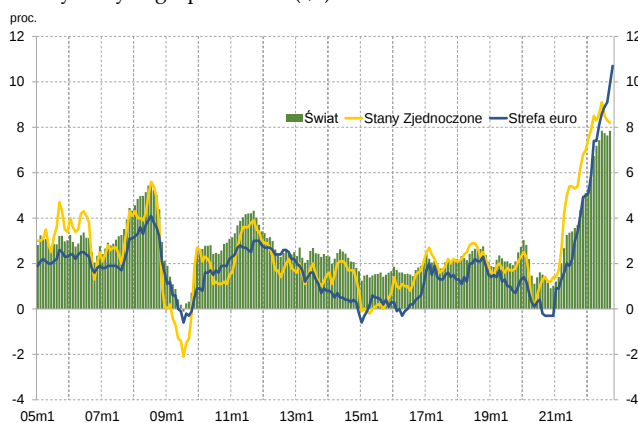
W Chinach dynamika PKB w II kw. br. wyraźnie się obniżyła, a w III kw. br. wzrosła (wzrost PKB wyniósł 3,9% r/r w III kw. i 0,4% r/r w II kw. wobec 4,8% w I kw.). Istotnym czynnikiem wpływającym na dotychczasową i oczekiwaną koniunkturę gospodarczą jest restrykcyjna polityka epidemiczna, kształtowana w zależności od zmieniającej się liczby zakażeń COVID-19. Aktywność gospodarczą ogranicza również przedłużający się kryzys na rynku nieruchomości.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Inflacja na świecie kształtuje się na wysokim poziomie i w wielu gospodarkach jest najwyższa od kilku dekad (Wykres 1.5). Istotnym źródłem wysokiej dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, oraz utrzymujące się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców* i rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Czynniki te skutkują także wysoką inflacją cen producenta³ (Wykres 1.6). Wobec silnie rosnących kosztów produkcji – w tym w części gospodarek także zwiększających się kosztów pracy – i w warunkach nadal relatywnie korzystnej sytuacji popytowej przedsiębiorstwa w części krajów dostosowują ceny produktów finalnych. W efekcie w tych gospodarkach także inflacja bazowa kształtuje się na podwyższonym poziomie (Wykres 1.7).

W tych warunkach inflacja HICP w strefie euro w dalszym ciągu rosła i – według wstępnych danych Eurostat – w październiku br. wyniosła 10,7% r/r, kształtując się na najwyższym poziomie od początku publikacji tego wskaźnika w 1997 r. Jednocześnie inflacja cen dóbr konsumpcyjnych w

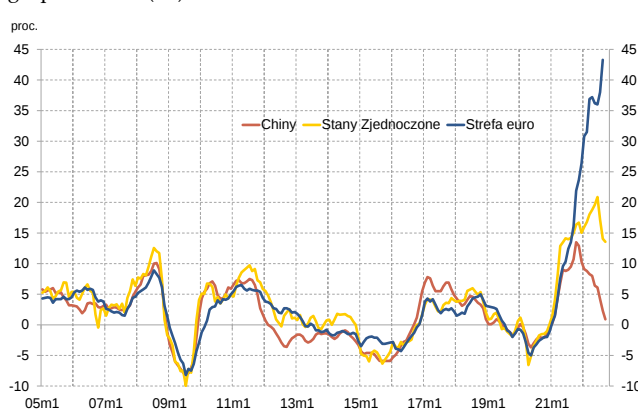
Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2019 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

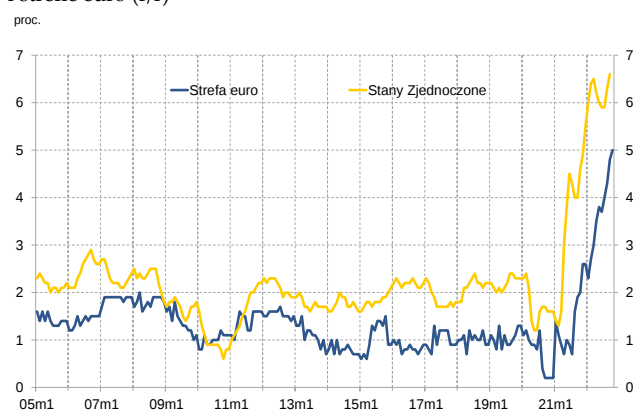
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen producenta w wybranych gospodarkach (r/r)



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

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

Wykres 1.7 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.

³ Przy czym w ostatnim okresie inflacja PPI w strefie euro dalej rosła – m.in. w związku z wcześniejszym silnym wzrostem hurtowych cen gazu ziemnego i energii elektrycznej na rynkach europejskich – natomiast w Stanach Zjednoczonych i Chinach obniżyła się.

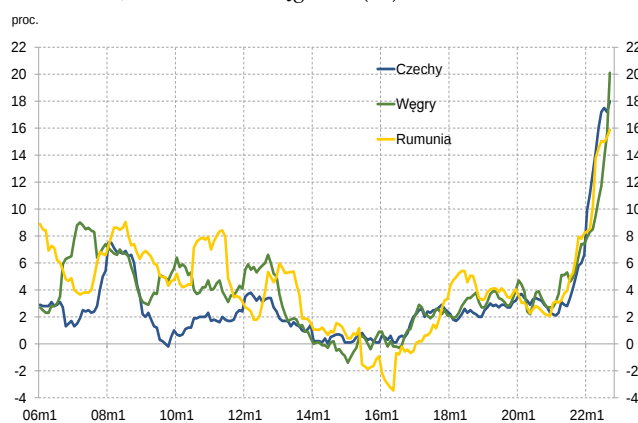
Niemczech była najwyższa od co najmniej 70 lat (inflacja HICP – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła 11,6% r/r w październiku br.). Do wzrostu inflacji w strefie euro w ostatnich miesiącach przyczynił się głównie dalszy wzrost inflacji bazowej i dynamiki cen żywności, przy utrzymującej się wysokiej dynamice cen energii. Również w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI kształtuje się w pobliżu najwyższego poziomu od kilku dekad, choć w ostatnich miesiącach dynamika cen nieco się obniżyła (do 8,2% r/r we wrześniu br. z 8,6% r/r w maju br.), głównie w wyniku obniżenia się dynamiki cen energii, zwłaszcza paliw, oraz towarów. Towarzyszył temu wzrost inflacji bazowej CPI (do 6,6% r/r we wrześniu br. z 6,0% r/r w maju br.).

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja jest wysoka i od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* ponownie wzrosła, przede wszystkim w związku z wyższą inflacją bazową i dynamiką cen żywności. Na szczególnie wysokim poziomie, powyżej 20%, kształtowała się inflacja w krajach bałtyckich. Według wstępnych danych Eurostat w Estonii inflacja HICP wyniosła w październiku 22,4% r/r, na Litwie 22,0% r/r, a na Łotwie 21,8% r/r. W Czechach inflacja CPI we wrześniu br. wyniosła 18% r/r, w Rumunii 15,9% r/r, a na Węgrzech – pomimo obowiązywania tam cen maksymalnych na paliwa i niektóre podstawowe produkty żywnościowe – wyniosła 20,1% r/r (Wykres 1.8).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców energetycznych w październiku br. były nadal wysokie, pomimo pewnego obniżenia się w ostatnim okresie. W kierunku wysokich cen tych surowców w dalszym ciągu oddziaływała ograniczona podaż, związana przede wszystkim z konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Natomiast w kierunku spadku cen surowców energetycznych oddziaływało m.in. pogorszenie bieżącej i oczekiwanej globalnej koniunktury

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



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Cena baryłki ropy naftowej Brent



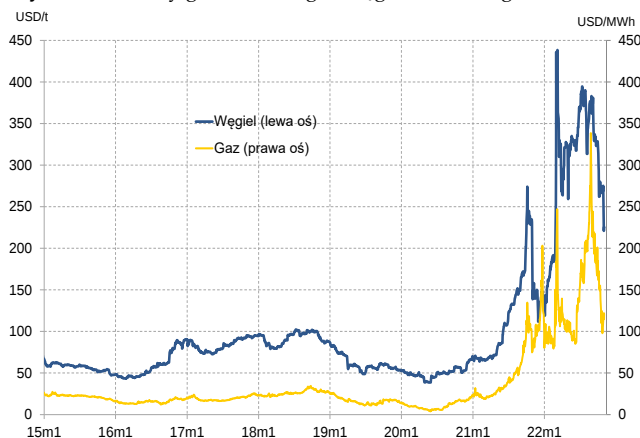
Źródło: dane Bloomberg.

gospodarczej. Z kolei ceny surowców rolnych w październiku br. kształtowały się w pobliżu rekordowo wysokich poziomów.

W tych warunkach – a także wobec niskiego poziomu zapasów ropy oraz polityki ograniczania podaży przez kraje OPEC⁴ – średnia cena ropy naftowej Brent w październiku br. była wyższa niż w poprzednich latach (w tym o ponad 10% wyższa niż rok wcześniej), pomimo spadku względem lipca br. w związku z pogorszeniem globalnej koniunktury (Wykres 1.9)⁵. Z kolei ceny gazu ziemnego w Europie w październiku br. były średnio o około 25% wyższe niż przed rokiem i kilkukrotnie wyższe niż w poprzednich latach, choć ostatnio wyraźnie się obniżyły (Wykres 1.10). Ograniczająco na ceny tego surowca – obok pogorszenia perspektyw aktywności gospodarczej na świecie – oddziaływało osiągnięcie planowego poziomu zapełniania magazynów gazu w Europie przed rozpoczęciem okresu grzewczego⁶. Jednocześnie średnia cena węgla kamiennego w październiku br. była o około 15% wyższa niż rok wcześniej oraz kilkukrotnie wyższa niż w poprzednich latach, choć również istotnie obniżyła się w ostatnich miesiącach.

W październiku br. indeks cen surowców rolnych NBP był o 30,6% wyższy niż przed rokiem (Wykres 1.11). W kierunku wysokich cen surowców rolnych oddziaływały ograniczenia w podaży części z nich (w tym zbóż oraz mięsa) – związane m.in. z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie – a także silna presja kosztowa związana z wysokimi cenami surowców

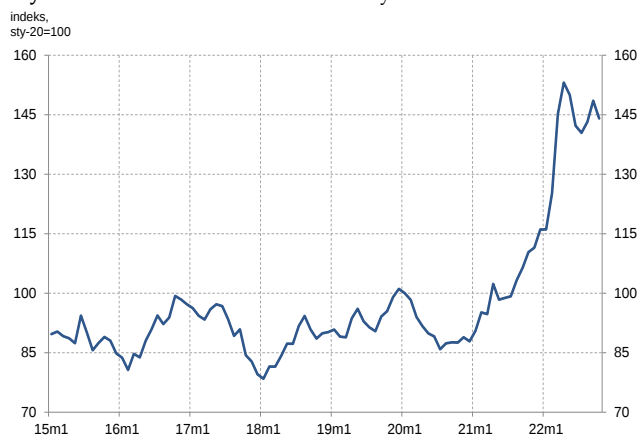
Wykres 1.10 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny gazu ziemnego wyrażają notowania kontraktów futures na miesiąc wprzód na gaz ziemny dostarczany do holenderskiego hubu TTF. 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.

⁴ Kraje OPEC, wraz z częścią pozostałych producentów ropy naftowej, podniosły wspólny limit wydobycia tego surowca o 648 tys. baryłek dziennie (b/d) w lipcu i sierpniu br. i o 100 tys. b/d we wrześniu br. w ramach przywracania produkcji do poziomu sprzed pandemii COVID-19. W związku z oczekiwanym spadkiem popytu na ropę w wyniku światowego spowolnienia gospodarczego, aby zapobiec obniżeniu cen, 5 września kraje te zapowiedziały ograniczenie produkcji o 100 tys. b/d od października br., a 5 października zdecydowały o wprowadzeniu dalszych ograniczeń w wysokości 2 mln b/d od listopada br.

⁵ W kierunku spadku cen ropy oddziaływała również decyzja państw członkowskich Międzynarodowej Agencji Energii o uwolnieniu rezerw strategicznych tego surowca. W szczególności Stany Zjednoczone zobowiązały się do uwolnienia 180 mln baryłek pochodzących ze strategicznych rezerw w okresie kwiecień–październik oraz dodatkowych 10 mln baryłek w listopadzie br., co wraz ze decyzją pozostałych państw zrzeszonych w Międzynarodowej Agencji Energii o uwolnieniu dodatkowych 60 mln baryłek spowodowało wzrost podaży o ponad 1%.

⁶ Zgodnie z porozumieniem z maja 2022 r. państwa UE zobowiązały się do zapełnienia swoich magazynów gazu do poziomu 80% do końca października br. – cel ten został zrealizowany do końca sierpnia, a w kolejnych tygodniach poziom zapełnienia magazynów przekroczył średnią z lat 2015-2019.

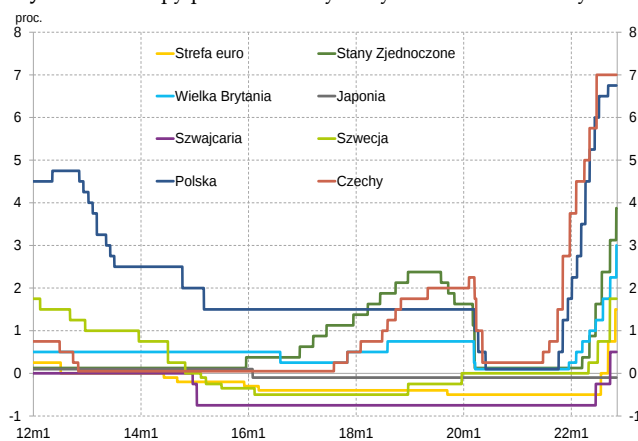
energetycznych i środków produkcji (zwłaszcza nawozów⁷).

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach wysokiej inflacji, w ostatnim okresie banki centralne na świecie podnosiły stopy procentowe lub utrzymywały je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach (Wykres 1.12; por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Banki centralne gospodarek rozwiniętych, w tym Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed), kontynuowały zacieśnianie polityki pieniężnej. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że w głównych gospodarkach stopy procentowe w najbliższych kwartałach będą dalej podnoszone, po czym nastąpi ich stabilizacja lub stopniowy spadek (Wykres 1.13). Z kolei w gospodarkach wschodzących część banków centralnych w ostatnim okresie nadal podnosiła stopy procentowe, a część – w tym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej – zaprzestała podwyżek stóp.

EBC od lipca br. trzykrotnie podniósł stopy procentowe. Stopa depozytowa wynosi obecnie 1,50%⁸. EBC sygnalizuje możliwość dalszych podwyżek, przy czym podkreśla, że decyzje będą podejmowane z posiedzenia na posiedzenie w zależności od napływających danych. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopa depozytowa EBC wzrośnie do około 3% w połowie 2023 r., po czym nastąpi jej stabilizacja. Dodatkowo w lipcu br. EBC wprowadził instrument ochrony transmisji (TPI), który ma wspierać efektywną i płynną transmisję polityki pieniężnej w całej strefie euro⁹.

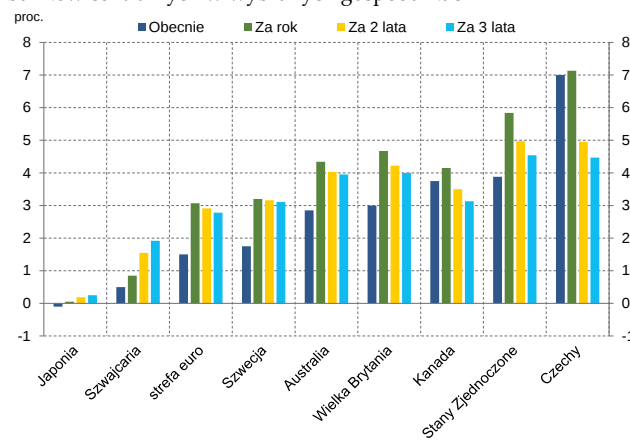
Wykres 1.12 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.13 Obecny i oczekiwany poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach



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*; dla Czech – stopa repo 2W. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 3 listopada 2022 r.

⁷ Wzrost cen nawozów jest konsekwencją wysokich cen gazu ziemnego oraz ograniczenia ich eksportu z Rosji i Białorusi.

⁸ W lipcu br. EBC podwyższył stopy procentowe po raz pierwszy od 2011 r., przy czym w okresie od czerwca 2014 r. do lipca 2022 r. stopa depozytowa EBC była ujemna.

⁹ Instrument ochrony transmisji (*Transmission Protection Instrument*, TPI) umożliwia skup na rynku wtórnym obligacji krajów członkowskich strefy euro doświadczających pogorszenia warunków finansowych, które nie mają podstaw w fundamentach gospodarczych. Wielkość skupu w ramach TPI będzie zależać od skali zakłóceń w mechanizmie transmisji.

Fed od marca 2022 r. sześciokrotnie podniósł stopy procentowe i obecnie przedział dla stopy *fed funds* wynosi 3,75-4,00%. Fed sygnalizuje podwyżki stóp również w najbliższych miesiącach. Mediana projekcji przedstawicieli Fed z września br. wskazuje, że stopa *fed funds* może wzrosnąć do około 4,75% w 2023 r., a następnie może być stopniowo obniżana.

W ostatnich miesiącach większość banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych – w tym Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Szwecji, Norwegii, Nowej Zelandii, Kanady i Australii – również podnosiła stopy procentowe.

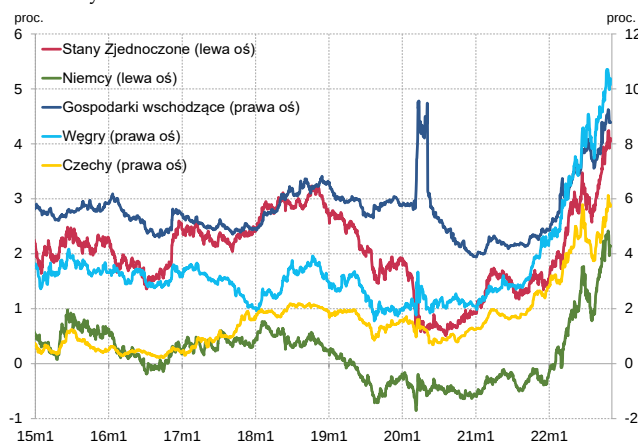
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się, czemu towarzyszyła podwyższona zmienność. Niekorzystnie na nastroje rynkowe wpływało oczekiwane osłabienie aktywności w gospodarce globalnej, zacieśnianie polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych w warunkach wysokiej inflacji oraz napięcia geopolityczne związane z trwającą rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w ostatnich miesiącach stopniowo rosły (Wykres 1.14). W efekcie m.in. w Stanach Zjednoczonych i Niemczech rentowności 10-letnich obligacji skarbowych osiągnęły najwyższe poziomy od ponad dekady. Natomiast ceny akcji na świecie, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, w ostatnim okresie w dalszym ciągu spadały (Wykres 1.15).

Jednocześnie dolar amerykański w ostatnim okresie wyraźnie umocnił się względem wielu innych walut. Kurs dolara wobec euro aprecjonował do najsilniejszego poziomu od 2002 r., czemu sprzyjał wyższy poziom i oczekiwany silniejszy wzrost stóp procentowych

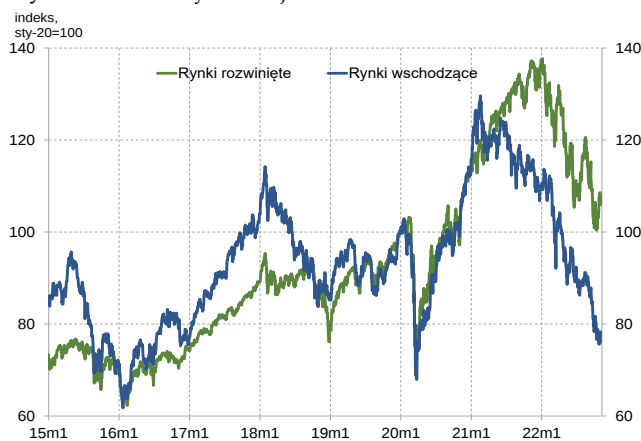
Wykres 1.14 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

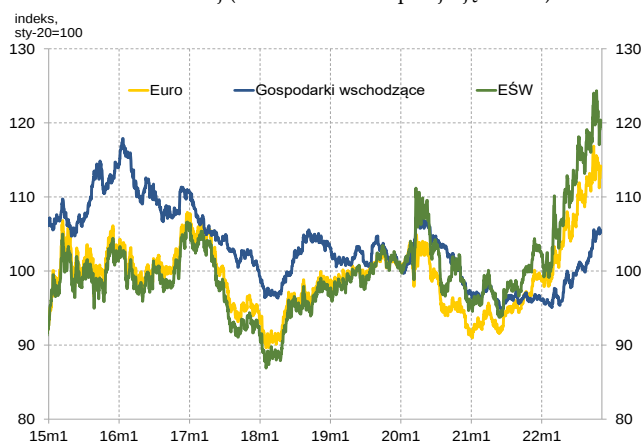
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



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.

oraz korzystniejsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro. W warunkach utrzymujących się napięć geopolitycznych związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie, dolar umacniał się szczególnie wyraźnie względem walut gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.16).

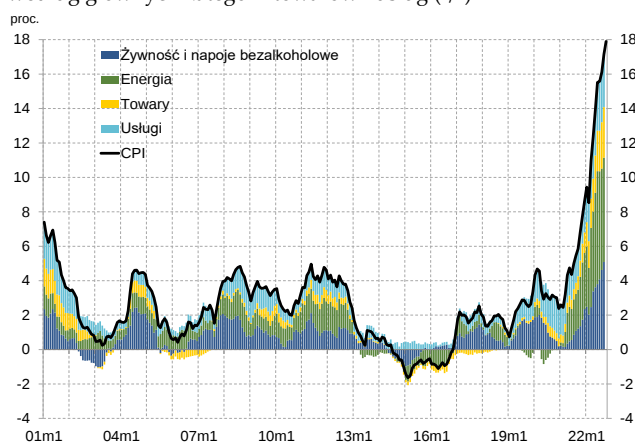
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

W ostatnich miesiącach w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych kształtowała się na wysokim poziomie (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

We wrześniu 2022 r. inflacja CPI wzrosła do 17,2% r/r (wobec 13,9% r/r w maju br.; Wykres 2.1)¹⁰. Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wynikał w znacznym stopniu ze stopniowego przekładania się wysokich cen surowców, związanych głównie z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), na ceny dóbr konsumpcyjnych. Wysokie ceny surowców znalazły odzwierciedlenie we wzroście cen żywności i energii. Jednocześnie zwiększały one także koszty funkcjonowania przedsiębiorstw¹¹, co – w warunkach nadal relatywnie wysokiego popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych i przyczyniało się do zwiększenia inflacji bazowej¹². Inflacja bazowa była także podwyższana przez efekty utrzymujących się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Jednocześnie w dalszym ciągu

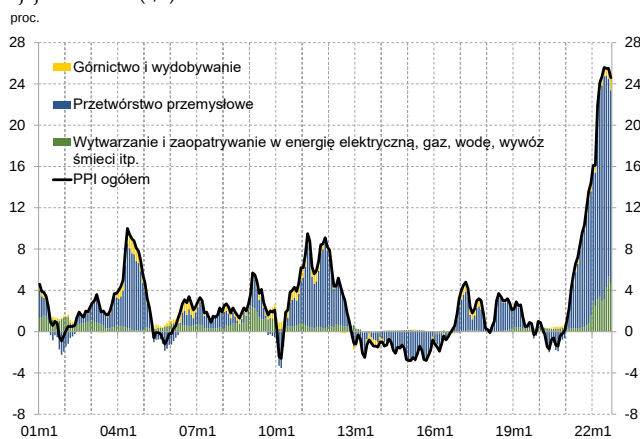
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w październiku 2022 r. – wstępny szacunek GUS.

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

¹⁰ W październiku br. – według wstępnego szacunku GUS – inflacja CPI wyniosła 17,9% r/r. Do przyspieszenia inflacji przyczyniła się przede wszystkim wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych.

¹¹ W warunkach silnej presji kosztowej, związanej ze wzrostem cen surowców, nośników energii i dóbr pośrednich, dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – kształtowała się na wysokim poziomie (we wrześniu br. wyniosła 24,6% r/r wobec 24,7% r/r w maju br.; Wykres 2.2).

¹² Ze względu na sztywności nominalne ceny towarów i usług mogą zmieniać się z opóźnieniem względem występujących szoków makroekonomicznych, w związku z czym proces przekładania się wyższych cen surowców i innych kosztów na ceny konsumpcyjne jest rozłożony w czasie.

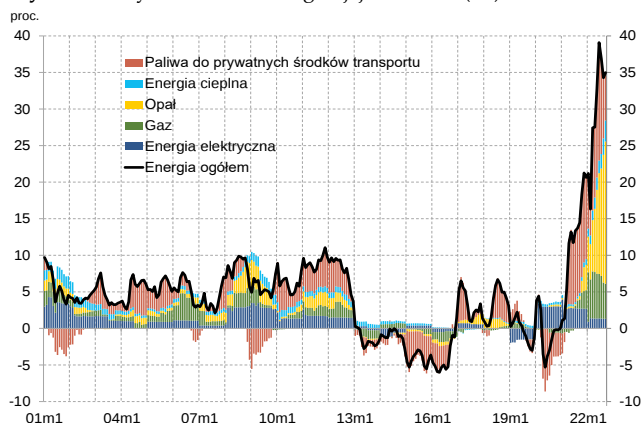
ograniczająco na dynamikę CPI oddziaływała Tarcza Antyinflacyjna¹³.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosła do 19,3% r/r we wrześniu 2022 r. (wobec 13,5% r/r w maju br.). Szybszy wzrost cen żywności wynikał z przekładania się silnej presji kosztowej – związanej z wyższymi cenami surowców rolnych na rynkach światowych oraz wzrostem kosztów produkcji, w tym m.in. kosztów energii i nawozów – na ceny dóbr finalnych.

Inflacja cen energii wyniosła we wrześniu 2022 r. 35,0% r/r (wobec 32,8% r/r w maju br.; Wykres 2.3). W kierunku szybszego wzrostu cen energii oddziaływał głównie silny wzrost rocznej dynamiki cen opału, związany w szczególności z wysokimi cenami węgla na rynku światowym i embargiem na jego import z Rosji. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływało przede wszystkim obniżenie dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu (w związku ze spadkiem cen ropy naftowej na rynku światowym), która jednak nadal była relatywnie wysoka (18,3% r/r we wrześniu br.). Do wzrostu cen energii przyczyniały się także w dalszym ciągu wyższe niż przed rokiem ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego, co wynika z wprowadzenia od stycznia br. wyższych taryf na sprzedaż i dystrybucję tych nośników energii¹⁴.

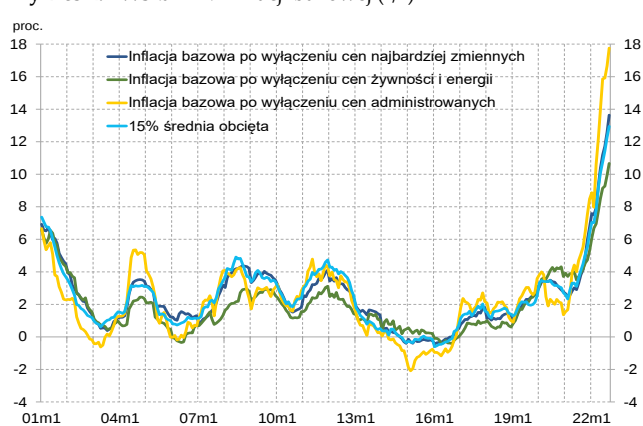
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii we wrześniu 2022 r. wzrosła do 10,7% r/r (wobec 8,5% r/r w maju br.; Wykres 2.4). Przyczyniło się do tego stopniowe przenoszenie rosnących kosztów przedsiębiorstw na ceny dóbr konsumpcyjnych w warunkach nadal relatywnie wysokiego popytu. Na wzrost wskaźnika inflacji

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.

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

	Ankieta przeprowadzona w:				
	21q4	22q1	22q2	22q3	22q4
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	5,9	9,0	10,5	10,1	9,0
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	5,9 (4,7-7,2)	8,8 (7,2-10,9)	9,7 (7,3-11,9)	9,6 (7,5-12,2)	-
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	3,8 (2,8-5,2)	4,9 (3,4-6,6)	5,7 (3,5-8,4)	6,1 (4,2-9,0)	-

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwanie inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu danego kwartału, z wyjątkiem IV kw. 2022 r., dla którego pokazano prognozę z października.

Oczekiwanie inflacyjne prognoz Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu danego kwartału.

¹³ Tarcza Antyinflacyjna to pakiet rozwiązań polityki fiskalnej, który ma ograniczać inflację CPI oraz przeciwdziałać jej negatywnym skutkom. W ramach tych działań 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. Uchwalone rozwiązania obowiązują do końca 2022 r.

¹⁴ 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.*).

po wyłączeniu cen żywności i energii złożyła się zarówno wyższa dynamika cen towarów nieżywnościowych, jak i usług. Towarzyszył temu wzrost pozostałych miar inflacji bazowej.

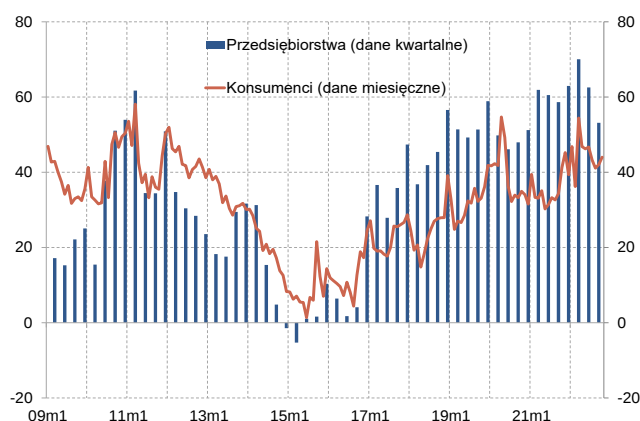
Oczekiwania inflacyjne analityków ankietowanych przez Refinitiv i uczestników Ankiety Makroekonomicznej w horyzoncie 4-8 kwartałów w dalszym ciągu kształtują się na wysokim poziomie (Tabela 2.1). Analitycy ankietowani przez Refinitiv spodziewają się przy tym, że od II kw. 2023 r. inflacja będzie się stopniowo obniżać. Oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw mierzone statystyką bilansową średnio w III kw. br. przesunęły się w kierunku niższej inflacji, choć nadal były relatywnie wysokie (Wykres 2.5).

2.2 Popyt i produkcja

W Polsce w II kw. br. roczna dynamika PKB pozostawała relatywnie wysoka, choć niższa niż w I kw. br., co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki zapasów (w II kw. br. PKB wzrósł o 5,8% r/r wobec 8,6% r/r w I kw. br.¹⁵; Wykres 2.6, Tabela 2.2). Dostępne dane miesięczne za III kw. wskazują na stopniowe pogarszanie się koniunktury gospodarczej.

W II kw. 2022 r. wzrost spożycia gospodarstw domowych nieznacznie spowolnił, przy czym pozostał relatywnie szybki (6,4% r/r wobec 6,7% r/r w I kw.; Wykres 2.7)¹⁶. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, a także dodatkowy popyt kreowany przez przebywających w Polsce uchodźców z Ukrainy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Wzrost popytu konsumpcyjnego był natomiast ograniczany przez wysoką inflację zmniejszającą realną siłę nabywczą dochodów gospodarstw

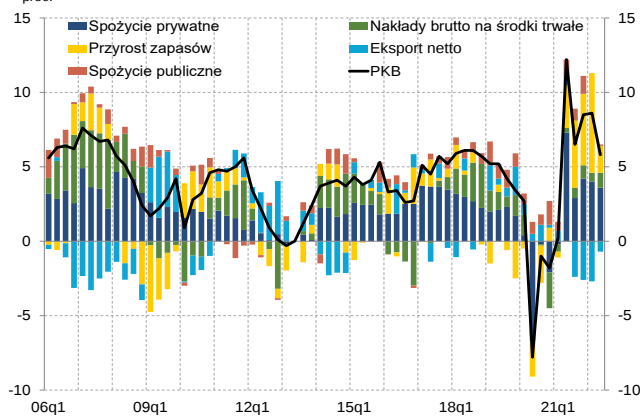
Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, NBP.

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

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

Źródło: dane GUS, NBP.

¹⁵ W I kw. 2022 r. największy – a także wyższy niż w poprzednich kwartałach i wyższy niż w II kw. 2022 r. – wkład do rocznej dynamiki PKB miał przyrost zapasów.

¹⁶ Obniżenie się rocznej dynamiki konsumpcji w porównaniu z poprzednim kwartałem było spowodowane wyższą bazą odniesienia (w I kw. 2021 r. obowiązywały restrykcje przeciwepidemiczne, które w II kw. 2021 r. zostały złagodzone), co w głównej mierze dotyczyło usług.

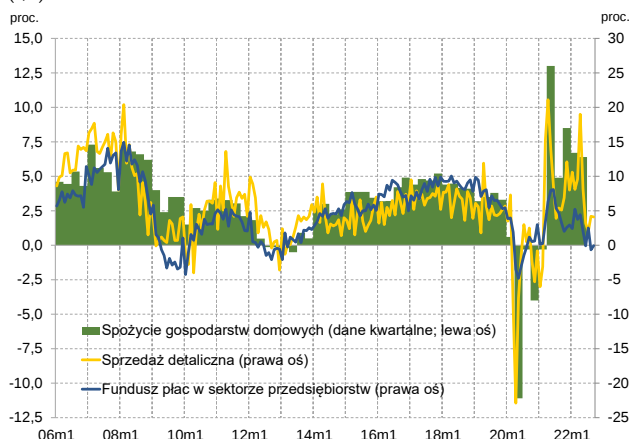
domowych oraz niekorzystne nastroje konsumentów i niepewność związana z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie (Wykres 2.8).

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe w II kw. 2022 r. przyspieszył do 6,6% r/r (wobec 4,7% r/r w I kw. 2022 r.; Wykres 2.9). Najsilniej wzrosły inwestycje przedsiębiorstw, szczególnie w sektorze przetwórstwa przemysłowego, do czego mogło się przyczynić relatywnie wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Natomiast ograniczająco na inwestycje firm nadal wpływała podwyższona niepewność dotycząca perspektyw gospodarczych oraz wzrost kosztów działalności. Przyspieszeniu wzrostu nakładów inwestycyjnych firm towarzyszyło obniżenie dynamiki inwestycji publicznych oraz wyhamowanie inwestycji mieszkaniowych, w związku m.in. ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych i zaostrzeniem warunków ich przyznawania (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

Wyraźnemu wzrostowi nakładów inwestycyjnych firm sprzyjała także utrzymująca się bardzo dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw (Tabela 2.3). W II kw. wynik na sprzedaży oraz wynik finansowy netto sektora ponownie wzrosły i osiągnęły w ujęciu nominalnym rekordowe poziomy. Korzystne zagregowane wyniki finansowe wynikały z nadal szybszego wzrostu przychodów ze sprzedaży niż kosztów sprzedanych produktów. Wskazuje to, że przedsiębiorstwa przenosiły silny wzrost kosztów, w tym związanych z wysokimi cenami gazu ziemnego i energii elektrycznej, na ceny dóbr finalnych (Wykres 2.10; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców* i rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*). W efekcie wskaźniki rentowności, w tym odsetek firm rentownych, nadal kształtowały się na wysokim poziomie.

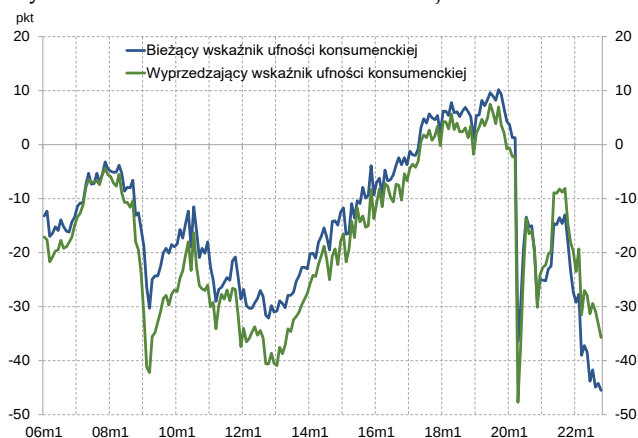
Jednocześnie utrzymywało się wyraźne zróżnicowanie sytuacji finansowej firm działających w różnych branżach. Przy czym w II kw. br. skala tego zróżnicowania nieco się zmniejszyła wskutek m.in. poprawy rentowności

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



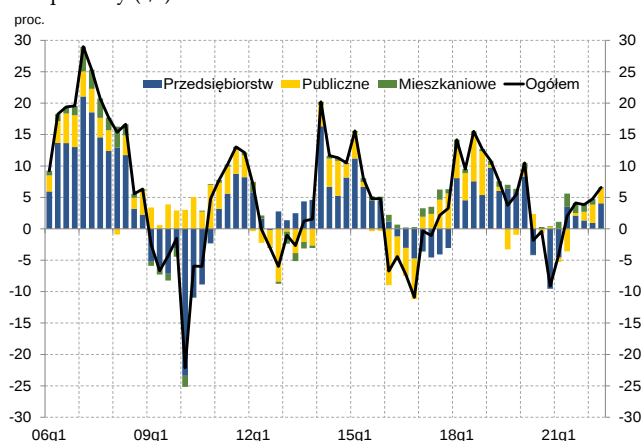
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.9 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

w branżach dotkniętych wcześniej restrykcjami epidemicznymi, w tym w firmach świadczących usługi hotelarskie, gastronomiczne i kulturalne.

Wkład eksportu netto do rocznej dynamiki PKB w II kw. br. pozostał ujemny, lecz zmniejszyła się jego skala (wyniósł -0,7 pkt proc. wobec -2,7 pkt proc. w I kw. 2022 r.). W warunkach słabszego popytu krajowego, w szczególności wyraźnie niższej dynamiki zapasów, nastąpiło pewne obniżenie dynamiki importu w ujęciu realnym. Jednocześnie nominalna dynamika importu towarów pozostała wysoka – i wyższa od dynamiki eksportu – między innymi ze względu na wysokie ceny importowanych paliw i surowców (Wykres 2.11). Z kolei nominalna dynamika eksportu towarów wzrosła – czemu sprzyjały rosnące ceny, a także odbudowa eksportu w sektorze motoryzacyjnym w warunkach zmniejszenia się zaburzeń w globalnych sieciach podaży¹⁷.

W II kw. 2022 r. wzrost wartości dodanej brutto spowolnił (łączna wartość dodana brutto wzrosła o 5,6% r/r wobec 8,4% r/r w I kw. 2022 r.; Wykres 2.12). Spośród głównych sektorów gospodarki dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się – choć pozostała dodatnia – zarówno w przemyśle oraz budownictwie, jak i w sektorze usług rynkowych.

Dostępne dane miesięczne wskazują na stopniowe pogarszanie się koniunktury gospodarczej w III kw. br. Dynamika sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym spowolniła (do 2,8% w III kw. br. wobec 9,0% r/r w II kw. br.), a popyt na dobra trwałego użytku był niższy niż przed rokiem. Rosła natomiast przede wszystkim sprzedaż żywności, farmaceutyków oraz odzieży i obuwiu, wspierana przez dodatkowy popyt kreowany przez uchodźców z Ukrainy. Jednocześnie dynamika produkcji przemysłowej nieco się obniżyła, choć – pomimo wyraźnego pogorszenia nastrojów

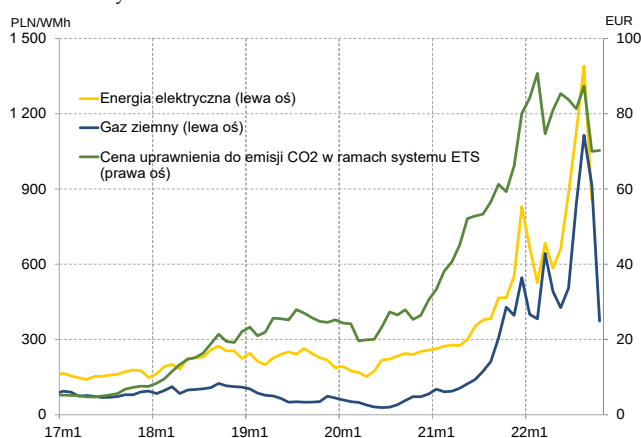
Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	średnia 2010- 2019	2020				2021				2022	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
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
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
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
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
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
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
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

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.10 Ceny gazu ziemnego i energii elektrycznej na Towarowej Giełdzie Energii oraz cena uprawnień do emisji CO₂ w ramach systemu EU ETS



Źródło: dane TGE, Bloomberg.

Ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego na rynku dnia następnego. Jedno uprawnienie do emisji w ramach EU ETS pozwala na emisję ekwiwalentu 1 tony CO₂.

¹⁷ Dane za lipiec i sierpień 2022 r. wskazują na nadal wysoką nominalną dynamikę eksportu i importu towarów, przy czym dynamika importu przewyższała dynamikę eksportu.

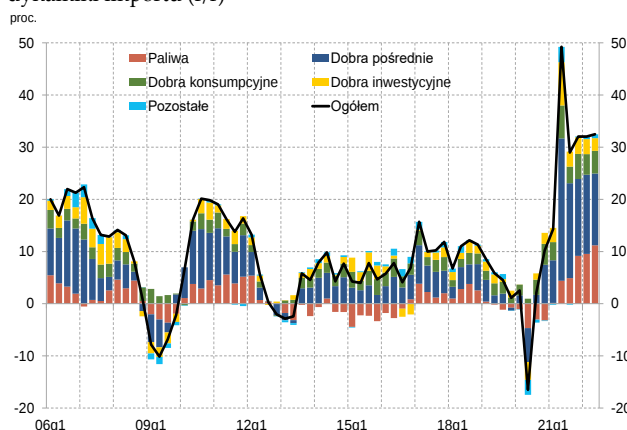
przedsiębiorców – pozostawała relatywnie wysoka (wyniosła 9,7% w III kw. br. wobec 11,3% r/r w II kw. br.). W III kw. br. spowolnił również wzrost produkcji budowlano-montażowej (do 3,4% w III kw. br. wobec 9,2% r/r w II kw. br.¹⁸).

2.3 Sektor finansów publicznych

Sytuacja finansowa sektora finansów publicznych w I połowie 2022 r. była korzystna. Wynik sektora w ujęciu ESA był zbliżony do zrównoważonego (-0,2% PKB) i poprawił się względem analogicznego okresu 2021 r. (-0,4% PKB; Wykres 2.13). Poprawa wyniku sektora była związana m.in. z wygasaniem wsparcia dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw związanego z pandemią COVID-19 (w I połowie ub.r. koszt działań antykryzysowych związanych z pandemią wyniósł 0,8% PKB).

Według danych Ministerstwa Finansów w okresie styczeń-wrzesień 2022 r. w budżecie państwa odnotowano nadwyżkę w wysokości 27,5 mld zł, a dochody podatkowe były wyższe o 12,4% r/r. Wskazany wynik został osiągnięty pomimo obniżek akcyzy i stawek VAT w ramach Tarczy Antyinflacyjnej¹⁹ oraz zmian w ramach Polskiego Ładu i jego korekty, które obniżają wpływy do budżetu państwa z PIT²⁰. Czynniki korzystnie oddziałującymi na wzrost dochodów podatkowych były relatywnie wysoka roczna dynamika PKB w I połowie br. oraz wysoka inflacja. Wydatki budżetu państwa w analizowanym okresie 2022 r. były wyższe o 13,8% r/r, m.in. za sprawą wyższej dotacji dla FUS (o 25,7% r/r; efekt bazy związany z przekazaniem dodatkowych środków FUS w grudniu 2020 r. i niższym zapotrzebowaniem

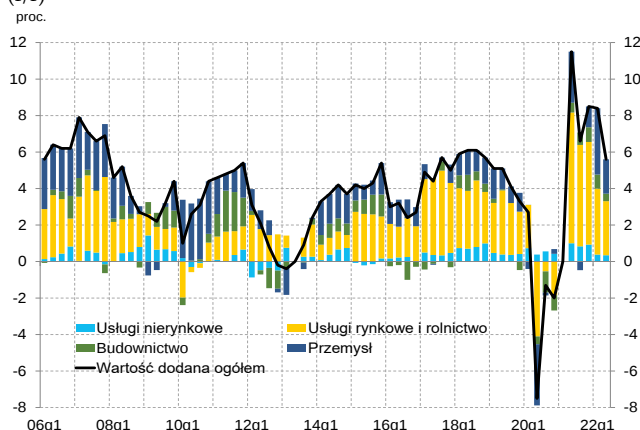
Wykres 2.11 Wkład poszczególnych grup towarów do nominalnej dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁸ Dynamika kwartalna produkcji budowlano-montażowej obliczona na podstawie dynamik miesięcznych.

¹⁹ W styczniu br. obniżono stawki VAT na gaz ziemny oraz energię elektryczną a także akcyzę na energię elektryczną oraz zwolniono z akcyzy na energię elektryczną gospodarstwa domowe. W lutym br. dokonano obniżki stawek VAT na kolejne towary, w szczególności podstawowe produkty żywnościowe oraz paliwa.

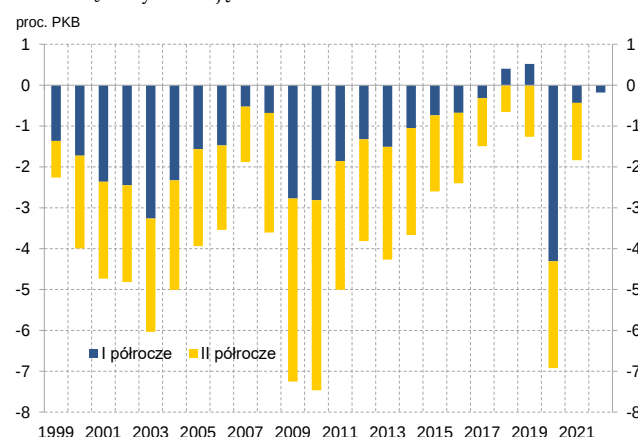
²⁰ W szczególności do obniżenia wpływów z PIT do budżetu przyczyniło się podwyższenie kwoty wolnej od podatku dla osób fizycznych rozliczających podatek według skali podatkowej z 8 000 zł do 30 000 zł oraz podwyższenie progu dochodów, po przekroczeniu którego obowiązuje 32% stawka podatku PIT, z 85 528 zł do 120 000 zł.

FUS na dotację w I półroczu 2021 r.), wyższych wydatków w częściach budżetowych: obrona narodowa i sprawy wewnętrzne, a także wypłat dodatków osłonowych i świadczeń w ramach Rodzinnego Kapitału Opiekuńczego²¹ wprowadzonych w 2022 r.

Mimo dobrej sytuacji budżetu państwa w pierwszych miesiącach br., zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną wynik sektora finansów publicznych w ujęciu ESA wyniesie w 2022 r. -4,7% PKB wobec -1,8% PKB w 2021 r. Na oczekiwane pogorszenie wyniku sektora w II półroczu br., oprócz czynników sezonowych, wpłyną również zmiany legislacyjne. W ostatnich miesiącach zakres rządowych działań antyinflacyjnych został rozszerzony o: dodatki węglowe, dopłaty do ogrzewania paliwami innymi niż gaz i węgiel dla gospodarstw domowych oraz podmiotów wrażliwych, rekompensaty dla ciepłownictwa systemowego oraz wsparcie dla sektorów energochłonnych. Łączne wydatki na wskazane działania wyniosą w br. ok. 0,8% PKB i zostaną w całości poniesione w II półroczu br. W III kw. została także wypłacona tzw. 14-ta emerytura (koszt 0,4% PKB). Kolejnym czynnikiem negatywnie oddziałującym na wynik sektora są zmiany podatkowe wprowadzone od lipca br. w ramach Polskiego Ładu (koszt korekty Polskiego Ładu dla sektora finansów publicznych w 2022 r. to 0,2% PKB), przede wszystkim obniżenie niższej stawki podatku PIT (z 17% do 12%).

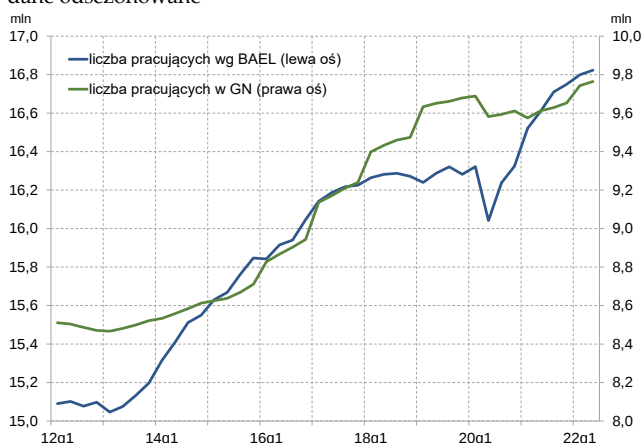
Zgodnie z jesienną notyfikacją dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA w relacji do PKB w 2022 r. wyniesie 51,7% (wobec 53,8% w ub.r.).

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat.

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 uspoźnienia 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.

²¹ Rodzinny Kapitał Opiekuńczy to świadczenie dla rodziców na drugie i każde kolejne dziecko, które ukończyło 1. rok życia. Przyznawane jest do momentu, w którym dziecko kończy 35. miesiąc życia. W ramach świadczenia rodzice otrzymują 500 zł co miesiąc przez 24 miesiące lub 1000 zł przez 12 miesięcy.

2.4 Rynek pracy

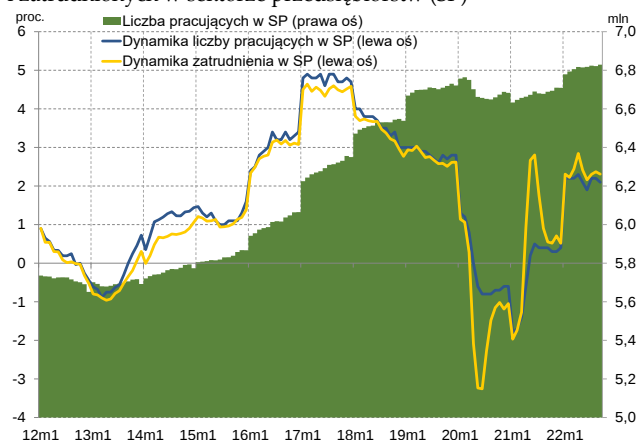
W ostatnim okresie utrzymywała się bardzo dobra sytuacja na krajowym rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie m.in. w rekordowo niskiej stopie bezrobocia. Jednocześnie pojawiają się sygnały pewnego spowolnienia popytu na pracę, po okresie silnego wzrostu (Wykres 2.14, Wykres 2.15).

Wzrost liczby pracujących według BAEL spowolnił w II kw. do 1,0% r/r wobec 1,7% r/r w I kw. br.²² Przyczynił się do tego wyraźnie wolniejszy przyrost liczby pracujących w sektorze usługowym oraz – choć w mniejszym stopniu – w przemyśle. Dane z sektora przedsiębiorstw (SP) wskazują na stabilizację rocznej dynamiki zatrudnienia w ostatnich miesiącach. Z kolei dane ankietowe GUS i NBP sygnalizują pewne osłabienie popytu na pracę w kolejnych okresach²³.

Jednocześnie stopa bezrobocia rejestrowanego kształtuje się w pobliżu najniższego poziomu w historii obserwacji, tj. od 1990 r. (we wrześniu br. wyniosła ona 5,2%; dane odsezonowane). Na historycznie niskim poziomie kształtowała się także stopa bezrobocia BAEL (2,6% w II kw. br.; dane odsezonowane; Wykres 2.16).

Korzystna sytuacja pracowników na rynku pracy znajdowała odzwierciedlenie w wysokiej dynamice płac nominalnych. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej (GN) w II kw. 2022 r. wzrosło o 11,8% r/r (Wykres 2.17). Nieco wyższa była dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw (13,7% w II kw. br. i 14,5% r/r w III kw. br.). Pomimo wysokiej dynamiki nominalnej, realne wynagrodzenia w II kw. w GN obniżyły się o 1,8% r/r, a w sektorze przedsiębiorstw o 0,2% r/r w II kw. oraz 1,6% r/r w

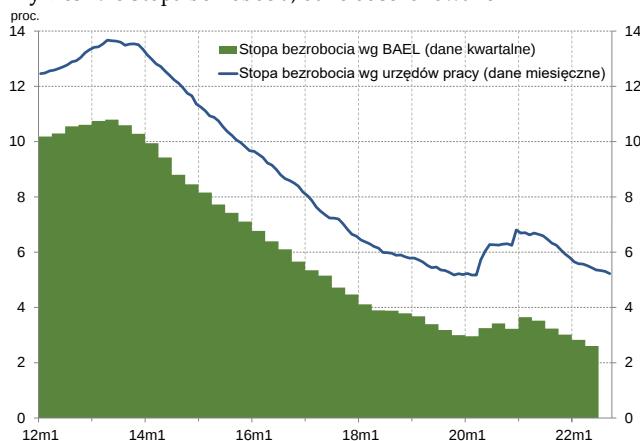
Wykres 2.15 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



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.

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 uspołnienienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu 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.

²² Pewne spowolnienie wzrostu liczby pracujących w II kw. br. było również widoczne w danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej, jak i danych ankietowych dotyczących badania popytu na pracę GUS, które dodatkowo wskazywały na niewielki spadek liczby wolnych miejsc pracy (dane odsezonowane).

²³ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2022 r., *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2022 (październik 2022)*, GUS, październik 2022 r. Na osłabienie popytu na pracę może wskazywać również zmniejszająca się liczba zgłoszonych w urzędach pracy w ciągu miesiąca ofert pracy, która w lipcu, sierpniu i wrześniu br. spadła odpowiednio o 22,1%, 14,8% i 19,9% r/r.

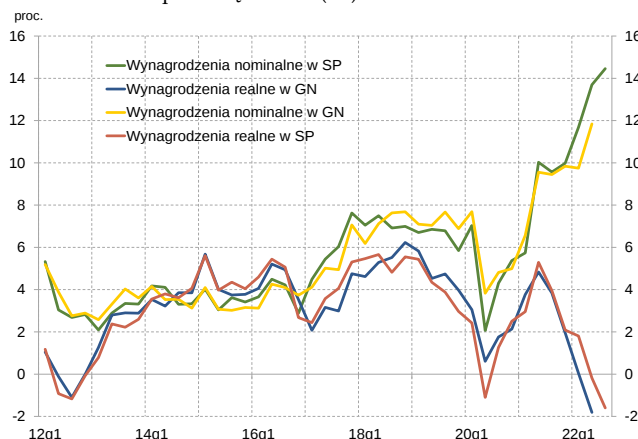
III kw. Szybki wzrost płac przy wolniejszym wzroście wydajności pracy przełożył się na wzrost rocznej dynamiki jednostkowych kosztów pracy do 6,8% r/r w II kw. br., wobec 2,8% r/r w I kw. br. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki wynagrodzeń nominalnych w kolejnych miesiącach, pomimo pewnego zmniejszenia się odsetka przedsiębiorstw planujących podwyżki oraz odsetka firm notujących wzrost nacisków płacowych.

Presję płacową częściowo łagodzi wysoka liczba imigrantów na krajowym rynku pracy, związana m.in. z napływem uchodźców wojennych z Ukrainy (Wykres 2.18). Według szacunków NBP w Polsce przebywa obecnie około 1,0-1,3 mln ukraińskich uchodźców²⁴, a ich aktywność zawodowa jest wysoka. Według danych MRiPS do 28 października br. do powiatowych urzędów pracy wpłynęło ok. 625 tys. powiadomień o powierzeniu wykonywania pracy obywatelowi Ukrainy²⁵.

2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

W ostatnich miesiącach na ceny instrumentów finansowych w Polsce wpływało pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych, w tym związane z zacieśnianiem polityki pieniężnej w warunkach wysokiej inflacji i z niepewnością dotyczącą perspektyw globalnej koniunktury oraz przebiegu i konsekwencji rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą* i rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie na ceny oddziaływało pewne pogorszenie się perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego oraz wzrost

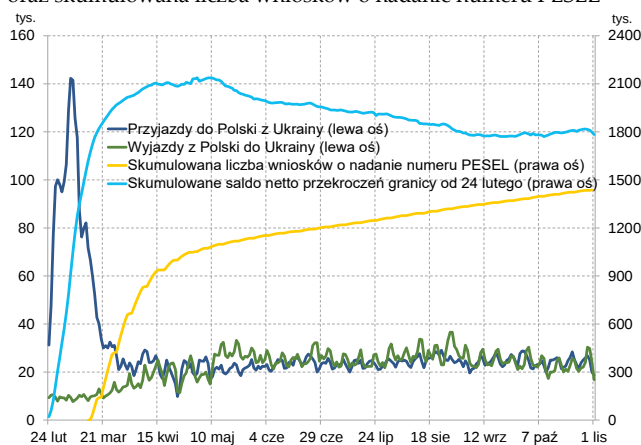
Wykres 2.17 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



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 2.18 Dzielne przekroczenia granicy polsko-ukraińskiej oraz skumulowana liczba wniosków o nadanie numeru PESEL



Źródło: dane Straży Granicznej, KPRM.

²⁴ Według danych KPRM z 31 października br. wniosek o nadanie numeru PESEL złożyło około 1,44 mln obywateli Ukrainy, jednak część z nich mogła później wyjechać z Polski. 40,8% wniosków obejmowało osoby poniżej 18 roku życia, 3,8% osoby powyżej 65 roku życia, zaś spośród osób w wieku od 18 do 65 lat 84,5% stanowiły kobiety.

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. Liczba Ukraińców, którzy podjęli pracę w ramach tej procedury jest niższa - część powiadomień dotyczy obywateli Ukrainy, którzy posiadają więcej niż jednego pracodawcę lub tych którzy zmienili miejsce zatrudnienia (każdy pracodawca wystawia kolejne powiadomienie). Prawo podjęcia pracy na podstawie powiadomienia przysługuje również Ukraińcom, którzy już przed wojną legalnie przebywali w Polsce.

stóp procentowych NBP (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*; Wykres 2.19).

W tych warunkach, w ostatnich miesiącach w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – rentowności obligacji skarbowych wzrosły, a ceny akcji wyraźnie się obniżyły (Wykres 2.20). Jednocześnie kurs złotego – podobnie jak wielu innych walut – osłabił się względem dolara amerykańskiego (Wykres 2.21).

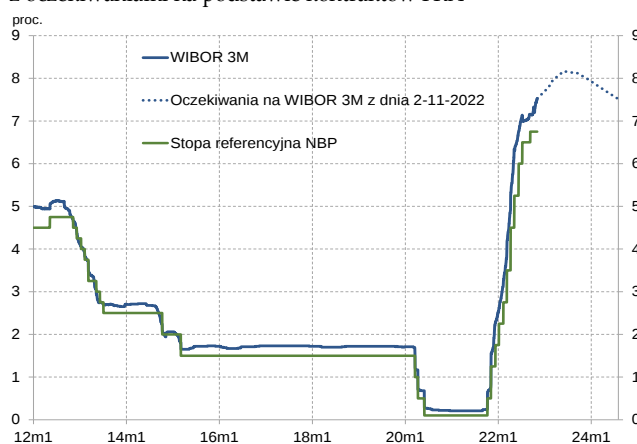
Z kolei na rynku mieszkaniowym w II kw. br. ceny transakcyjne w dalszym ciągu rosły w ujęciu rocznym, w związku z rosnącymi kosztami budowy mieszkań (Wykres 2.22)²⁶. Według danych NBP²⁷ dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wyniosła 14,8% r/r w II kw. 2022 r. (wobec 14,3% r/r w I kw. 2022 r.)²⁸.

2.6 Pieniądz i kredyt²⁹

W ostatnim okresie spowolnił wzrost agregatu M3 i obniżyła się wielkość kredytu dla gospodarstw domowych, w warunkach wyraźnego wzrostu oprocentowania kredytów i depozytów pod wpływem dotychczasowych zdecydowanych podwyżek stóp procentowych NBP.

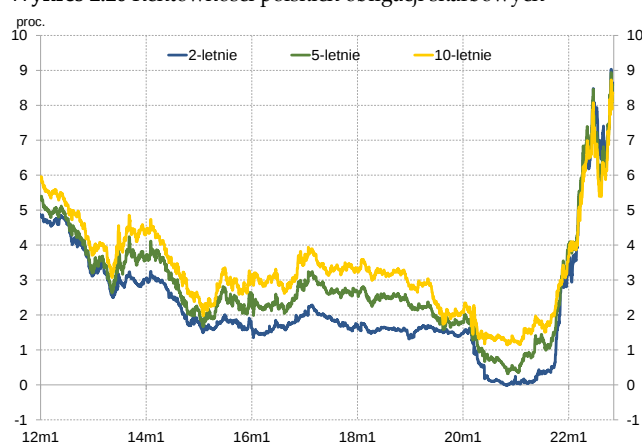
Dynamika agregatu M3 w III kw. 2022 r. ponownie się obniżyła (do 6,1% r/r wobec 6,8% r/r w II kw. br.; Wykres 2.23). Spadek dynamiki wynikał przede wszystkim z wolniejszego wzrostu gotówki w obiegu (8,2% r/r w III kw. br. wobec 12,9% r/r w II kw. br.), po wcześniejszym przejściowym zwiększeniu się popytu na gotówkę związanym z silnym wzrostem niepewności w następstwie rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Jednocześnie dynamika depozytów

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



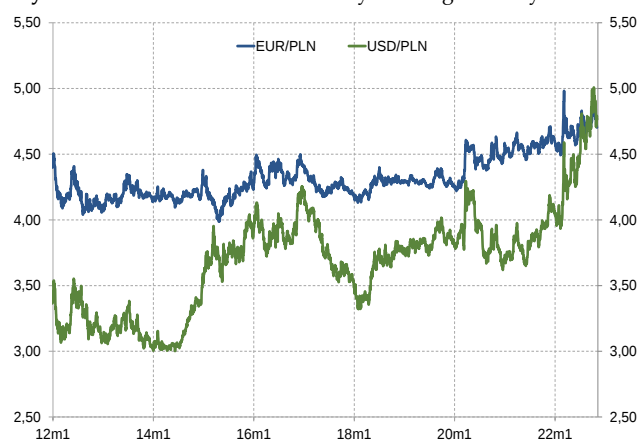
Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.20 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.21 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

²⁶ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2022 r.*, NBP, wrzesień 2022 r.

²⁷ Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do II kw. 2022 r. obejmują transakcje zawarte w okresie marzec – maj br.

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 II kw. 2022 r. 3,5% kw/kw (wobec 3,4% kw/kw w I kw. 2022 r.).

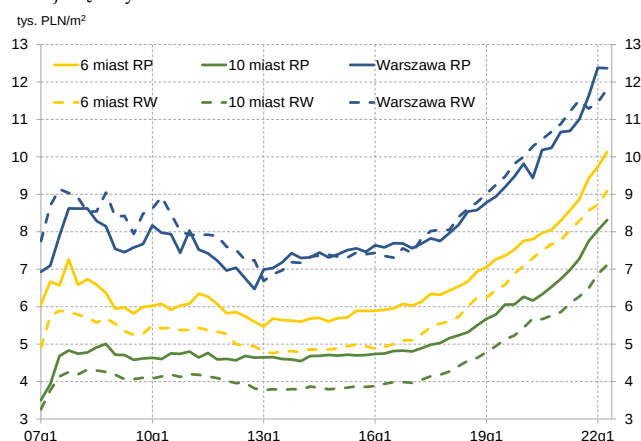
²⁹ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

gospodarstw domowych była relatywnie stabilna (wyniosła 1,3% r/r w III kw. wobec 1,4% r/r w II kw. br.). Ograniczająco na dynamikę depozytów gospodarstw domowych oddziaływały m.in. zwiększone zakupy detalicznych obligacji skarbowych w warunkach wzrostu ich oprocentowania. Towarzyszyła temu dalsza zmiana struktury depozytów, w tym przesunięcie części środków z depozytów bieżących na depozyty terminowe, wobec silniejszego wzrostu oprocentowania depozytów terminowych (Wykres 2.24)³⁰. Z kolei dynamika depozytów przedsiębiorstw wzrosła (do 8,5% r/r w III kw. br. wobec 7,6% r/r w II kw. br.) wskutek istotnego zwiększenia się depozytów terminowych.

Stan kredytów dla gospodarstw domowych w III kw. 2022 r. obniżył się (dynamika wyniosła -1,1% r/r wobec 1,9% r/r w II kw. br.; Wykres 2.25), w warunkach istotnego wzrostu ich oprocentowania, zaostrzenia kryteriów ich przyznawania³¹ oraz pogorszenia nastrojów konsumentów (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Obniżenie dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych wynikało przede wszystkim z wyhamowania wzrostu kredytów mieszkaniowych (do -0,1% r/r w III kw. br. wobec 3,4% r/r w II kw. br.)³² przy pogłębieniu się spadku popytu na tego typu kredyty³³. Towarzyszył temu spadek wielkości kredytów konsumpcyjnych (dynamika -0,6% r/r w III kw. br. wobec 1,5% r/r w II kw. br.) oraz pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych.

Z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w III kw. 2022 r. ponownie wzrosła (do 16,1% r/r

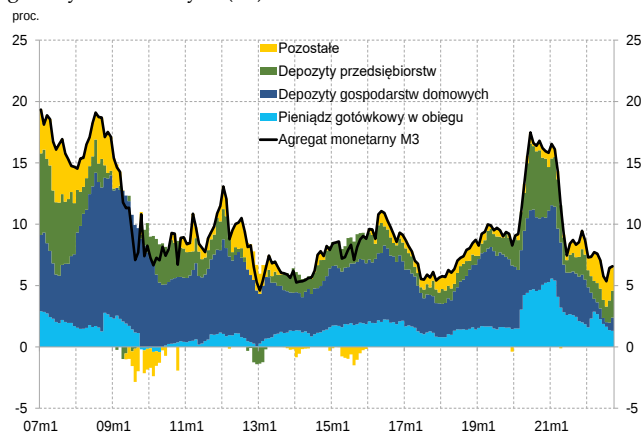
Wykres 2.22 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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.

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).

³⁰ W okresie od stycznia do września 2022 r. stan złotych depozytów bieżących gospodarstw domowych zmniejszył się o ok. 136,1 mld zł (spadek o 17,2%), natomiast stan złotych depozytów terminowych gospodarstw domowych zwiększył się o ok. 108,3 mld zł (wzrost o 68,1%).

³¹ W II i III kw. banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych w związku z m.in. pogorszeniem prognoz sytuacji gospodarczej oraz sytuacji finansowej gospodarstw domowych. Do istotnego zaostrzenia kryteriów polityki kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych przyczyniła się obowiązująca od kwietnia br. rekomendacja KNF zaostrzająca procedury wyznaczania zdolności kredytowej. Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kwartał 2022 r.*, NBP, lipiec 2022 r.

³² Jednocześnie w ciągu III kw. 2022 r. pogłębiła się ujemna dynamika kredytów mieszkaniowych w ujęciu miesięcznym.

³³ Według danych Biura Informacji Kredytowej w III kw. 2022 r. wartość wnioskowanych kredytów mieszkaniowych spadła średnio o 69,5% r/r (wobec spadku o 50,1% r/r w II kw. br.).

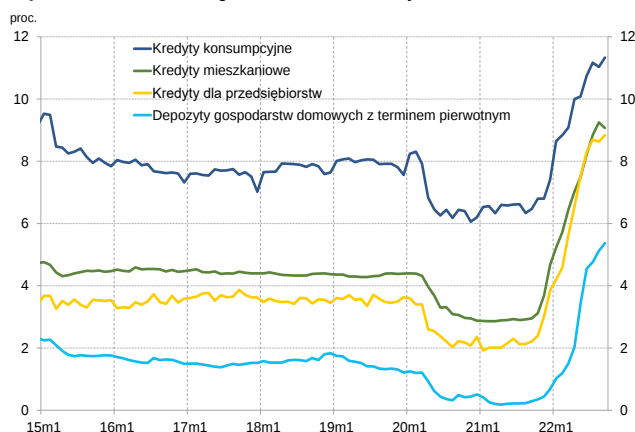
wobec 12,6% r/r w II kw. br.; Wykres 2.26). Przyczyniło się do tego przede wszystkim przyspieszenie wzrostu kredytów o charakterze bieżącym (do 31,5% r/r w III kw. br. wobec 27,6% r/r w II kw. br.), związane ze zwiększonym zapotrzebowaniem na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego dużych przedsiębiorstw w warunkach wysokiej dynamiki cen surowców i komponentów do produkcji. Dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym również wzrosła (do 6,0% r/r w III kw. br. wobec 3,1% r/r w II kw. br.), odzwierciedlając pewną odbudowę, przerwanych pandemią, procesów inwestycyjnych finansowanych kredytami.

2.7 Bilans płatniczy³⁴

W II kw. 2022 r. saldo rachunku bieżącego obniżyło się (do -3,5% PKB z -2,7% PKB w I kw. br.). Wynikało to przede wszystkim z dalszego pogorszenia salda obrotów towarowych (do -3,6% PKB w II kw. wobec -2,7% PKB w I kw. 2022 r.; Wykres 2.27). Za spadek salda obrotów towarowych w dalszym ciągu odpowiadał głównie wzrost wartości importu, w szczególności paliw i towarów zaopatrzeniowych, w warunkach wysokich cen surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3. *Światowe rynki surowców*).

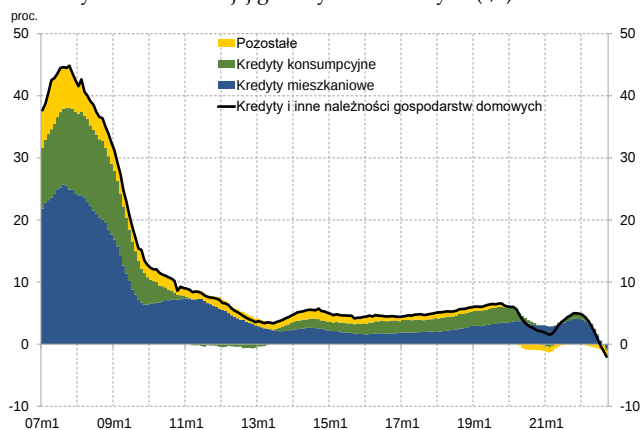
W kierunku wyższego salda rachunku bieżącego oddziaływał natomiast wzrost salda w handlu usługami (do 4,9% PKB w II kw. wobec 4,6% PKB w I kw. 2022 r.). Jednocześnie salda pozostałych składowych rachunku bieżącego nie uległy istotnym zmianom. W szczególności saldo dochodów pierwotnych pozostawało ujemne (-4,7% PKB w II kw. br.), co wynikało przede wszystkim z wysokich dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce³⁵.

Wykres 2.24 Średnie oprocentowanie nowych umów



Źródło: dane NBP.

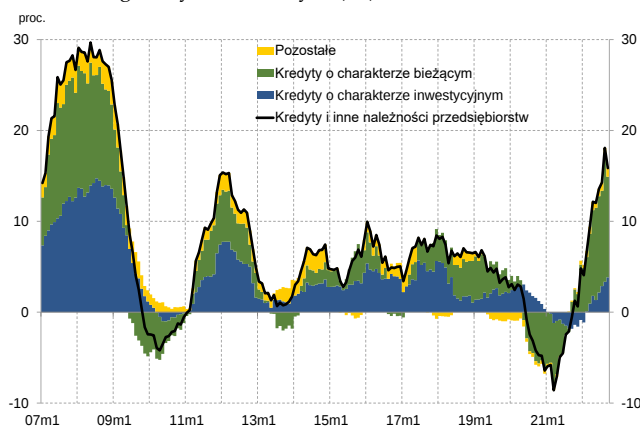
Wykres 2.25 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



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.

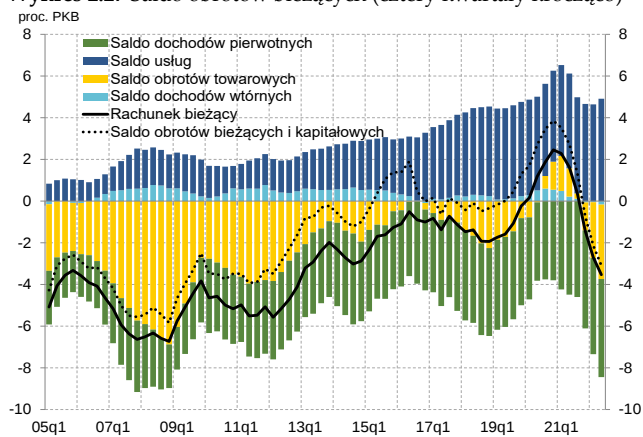
³⁴ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. We wrześniu 2022 r. dokonano rewizji danych dotyczących bilansu płatniczego – więcej informacji na ten temat w publikacji NBP *Informacja o zmianach w statystyce bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w latach 2004-2021*, NBP, wrzesień 2022 r.

³⁵ Z kolei na rachunku kapitałowym utrzymywała się nadwyżka (0,4% PKB w II kw. br.), wynikająca z napływu środków z UE.

Jednocześnie saldo rachunku finansowego w II kw. br. obniżyło się (do -3,2% PKB wobec -2,6% PKB w I kw. br.), co oznacza wzrost napływu netto kapitału do Polski (Wykres 2.28).

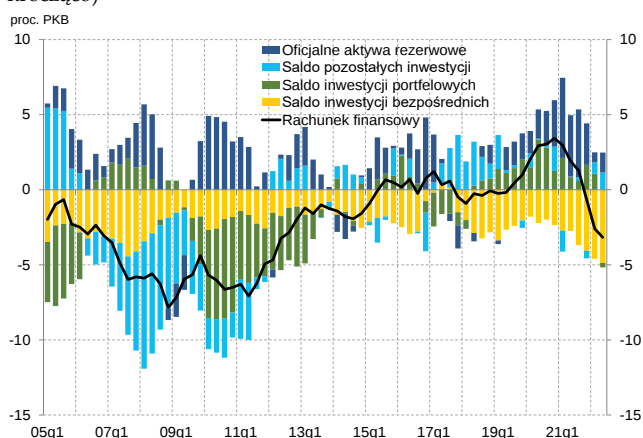
Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W II kw. 2022 r. ponownie poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (liczona w relacji do PKB), osiągając najwyższy poziom przynajmniej od 2004 r. Jednocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB kształtował się na najniższym poziomie od 2008 r.

Wykres 2.27 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	0,2	1,2	1,9	2,5	2,3	1,6	0,4	-1,4	-2,7	-3,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	1,7	2,7	3,5	3,9	3,5	2,7	1,4	-0,7	-2,1	-3,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,8	4,4	5,0	5,7	6,0	5,9	4,9	3,3	2,0	1,3
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	5,7	6,0	6,3	6,6	5,8	6,0	5,7	5,1	5,0
Zadłużenie zagr./PKB	60	59	59	61	61	57	58	57	56	55
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-46	-45	-44	-44	-42	-41	-40	-40	-39	-35
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	134	133	122	115	108	101	107	115	101	105
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	117	121	119	124	124	122	130	140	115	116

Źródło: dane NBP.

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

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2022 r.

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

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

Na posiedzeniu wskazywano, że w II kw. br. w największych gospodarkach rozwiniętych utrzymywała się bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy, w związku z czym koniunktura w tych gospodarkach była oceniana jako relatywnie korzystna. Jednocześnie podkreślano, że w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, dynamika aktywności gospodarczej wyraźnie się obniżyła, co wpływało także na obniżenie dynamiki eksportu gospodarek rozwiniętych. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że w ostatnim okresie nasilają się sygnały wyraźnego pogarszania perspektyw wzrostu gospodarki światowej, co znajduje odzwierciedlenie w spadku wskaźników nastrojów podmiotów gospodarczych. Wskazywano, że negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, utrzymujące się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, w tym związana z nią wysoka niepewność. W kierunku wolniejszego wzrostu aktywności gospodarczej oddziaływać będzie także zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Podkreślano, że na istotne osłabienie globalnej koniunktury wskazują także

dostępne prognozy, zarówno ośrodków zewnętrznych, jak i NBP. W szczególności zwracano uwagę na prognozowane obniżenie rocznej dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i – w wyrażnie większej skali – w strefie euro. Zaznaczano przy tym, że w strefie euro występuje ryzyko silniejszego od obecnie prognozowanego obniżenia dynamiki PKB, gdyby doszło do całkowitego wstrzymania dostaw gazu z Rosji. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę na ryzyka dla aktywności gospodarczej wynikające z kolejnej fali epidemii COVID-19 w Europie.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja na świecie nadal rośnie, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy od dekad. Podczas dyskusji zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła w czerwcu 8,6%, przy czym była silnie zróżnicowana między krajami. Zaznaczano, że w wielu krajach tej strefy roczna dynamika cen kształtowała się na dwucyfrowych poziomach, a w krajach bałtyckich – wynosiła około 20%. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w maju wzrosła do 8,6%. Głównym źródłem wzrostu dynamiki cen na świecie pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie

międzynarodowym, nasilone przez efekty wojny. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że sytuacja na rynkach surowców pozostaje niekorzystna, choć w ostatnim czasie stała się ona nieco bardziej zróżnicowana. W szczególności na rynku gazu sytuacja pogorszyła się, wobec doniesień o ograniczeniach w dostawach tego surowca z Rosji do kolejnych krajów europejskich, w tym do Niemiec i Włoch. Podkreślano, że ograniczona podaż gazu oddziałuje w kierunku wzrostu jego cen, które na rynku europejskim są około trzy razy wyższe niż przed rokiem i siedmiokrotnie wyższe niż przed pandemią. Natomiast cena ropy naftowej Brent w ostatnim okresie obniżyła się, głównie pod wpływem obaw o globalne osłabienie aktywności gospodarczej, choć wciąż była około 40% wyższa niż przed rokiem i około 60% wyższa niż przed pandemią. Podkreślano, że w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także wysoka dynamika popytu i rosnące koszty pracy, co przekłada się na wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie wskazywano, że w wielu gospodarkach w dalszym ciągu podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały, choć zwracano uwagę, że oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego powinno oddziaływać w kierunku niższej inflacji.

Podczas dyskusji zaznaczano, że biorąc pod uwagę wysoką bieżącą i prognozowaną inflację, wiele banków centralnych w ostatnim okresie zacieśniało politykę pieniężną. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w czerwcu ponownie podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC zakończył skup netto aktywów. Banki centralne wielu gospodarek, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, kontynuowały podwyższanie stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że koniunktura w II kw. br. pozostawała korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się. Zwracano uwagę, że choć dane o produkcji przemysłowej

oraz sprzedaży detalicznej w maju wskazują na dalszy, relatywnie szybki wzrost aktywności w ujęciu rocznym, to były one gorsze od oczekiwań rynkowych. Zaznaczano także, że wzrost sprzedaży detalicznej ogółem był podwyższany przez wysoką dynamikę sprzedaży dóbr nietrwałych – wspieraną przez zakupy realizowane na potrzeby uchodźców z Ukrainy – natomiast popyt na dobra trwałe osłabił się. Jednocześnie napływające dane wskazywały na pogorszenie się koniunktury w sektorze budowlanym. Członkowie Rady podkreślali również, że wskaźniki nastrojów, w tym bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej i indeks PMI, obniżyły się.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa bezrobocia w Polsce pozostaje na historycznie niskim poziomie. Towarzyszy temu wyraźny wzrost wynagrodzeń, choć roczna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spowolniła w maju do 13,5%. Jednocześnie wskazywano, że w maju nastąpiło zahamowanie wzrostu przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze w ujęciu miesięcznym, co wraz z rosnącą aktywnością zawodową uchodźców z Ukrainy prawdopodobnie oddziałuje ograniczająco na presję płacową.

Podczas dyskusji na temat perspektyw aktywności gospodarczej zwracano uwagę, że według projekcji średnioroczna dynamika PKB w bieżącym roku ma pozostać relatywnie wysoka. Podkreślano jednak, że wynika to głównie z silnego wzrostu aktywności w I kw. br., natomiast w II połowie br. dynamika PKB prawdopodobnie wyraźnie się obniży. Zaznaczano przy tym, że – zgodnie z centralną ścieżką projekcji w II połowie 2023 r. rozpocznie się stopniowe przyspieszenie rocznej dynamiki PKB, choć pozostanie ona niższa niż w poprzednich latach. Wskazywano również, że zgodnie z projekcją osłabienie koniunktury może przyczynić się do pewnego wzrostu bezrobocia w kolejnych latach, co będzie oddziaływało ograniczająco na dynamikę

wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – ich zdaniem – mimo oczekiwanego osłabienia koniunktury wzrost bezrobocia jest mało prawdopodobny. Jednocześnie podkreślano, że perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obarczone są znaczną niepewnością.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wzrosła w czerwcu 2022 r. do 15,6% r/r. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że wysoka inflacja wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Zaznaczano, że inflacja jest także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu międzynarodowego. Podczas dyskusji wskazywano również, że wzrostowi cen w Polsce sprzyja utrzymujący się wysoki popyt pozwalający przenosić przedsiębiorstwom wzrost kosztów na ceny finalne, czemu towarzyszy wzrost inflacji bazowej. Zwracano jednak uwagę, że inflacja bazowa – oprócz wpływu czynników popytowych – odzwierciedla także pośrednie oddziaływanie czynników niezależnych od krajowej koniunktury, które zwiększają koszty produkcji i ceny wielu towarów. Jednocześnie wskazywano, że inflację ogranicza obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Podczas dyskusji o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że zgodnie z lipcową projekcją NBP w nadchodzących kwartałach inflacja pozostanie wysoka, ze względu na oczekiwane utrzymanie się oddziaływania czynników obecnie podwyższających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Zwracano także uwagę na ryzyko znaczących podwyżek regulowanych taryf na

energię elektryczną i gaz ziemny na początku 2023 r. Wskazywano także na wpływ niekorzystnych warunków agrometeorologicznych oraz czynników kosztowych w rolnictwie, które oddziałują w kierunku wyższych cen żywności. Jednocześnie podkreślano, że w kolejnych latach będzie następował stopniowy spadek inflacji w kierunku celu NBP, czemu będzie sprzyjało oczekiwane osłabienie koniunktury wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz dotychczasowe podwyższenie stóp procentowych NBP, które oddziałuje m.in. w kierunku niższej dynamiki kredytu. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces dezinflacji może przebiegać wolniej niż wskazuje projekcja, m.in. ze względu na możliwe poluzowanie polityki fiskalnej.

W kontekście projekcji członkowie Rady podkreślali, że występują istotne czynniki niepewności dotyczące kształtowania się inflacji, takie jak dalszy przebieg wojny w Ukrainie, rozwój sytuacji na globalnych rynkach surowców, a także skala globalnego i krajowego spowolnienia gospodarczego i jego oddziaływanie na dynamikę cen. Ponadto zaznaczano, że czynnikiem niepewności dla dynamiki cen w Polsce jest także okres obowiązywania obniżonych stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Członkowie Rady ocenili, że nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 punktu procentowego, tj.

do poziomu 6,50% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 7,00%; stopa depozytowa 6,00%; stopa redyskontowa weksli 6,55%; stopa dyskontowa weksli 6,60%.

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 września 2022 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w II kw. br. w największych gospodarkach roczna dynamika PKB obniżyła się, a napływające dane za III kw., wskazują na dalsze pogarszanie się globalnej aktywności gospodarczej. Nadal bowiem negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, a także – choć w mniejszym stopniu niż wcześniej – zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw. Zwracano ponadto uwagę, że globalny popyt jest i będzie ograniczany przez zacieśnienie polityki pieniężnej dokonywane przez wiele banków centralnych, w tym główne banki centralne. Wskazywano, że dane o PKB w II kw. br. potwierdziły spadek aktywności w Stanach Zjednoczonych i Chinach w tym okresie, natomiast w strefie euro utrzymał się wzrost PKB. Jednocześnie wskazywano, że aktywności gospodarczej w Europie w nadchodzących kwartałach będzie ciążyć przede wszystkim silny szok podaży na rynku surowców energetycznych oraz energii elektrycznej. Zaznaczano przy tym, że sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach rozwiniętych pozostaje bardzo dobra, co jest czynnikiem stabilizującym koniunkturę. Wskazywano jednak, że wskaźniki nastrojów konsumentów utrzymują się tam na bardzo niskich poziomach.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach w większości gospodarek inflacja nadal rosła, osiągając w wielu krajach po raz kolejny najwyższe poziomy od dekad. Podczas dyskusji zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła w sierpniu 9,1%, przy czym w wielu krajach tej strefy roczna dynamika cen kształtowała się na dwucyfrowych poziomach, a w krajach bałtyckich przekraczała 20%.

Podkreślano, że choć głównym źródłem wzrostu dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców oraz utrzymujące się – pomimo sygnałów ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, to w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na sygnały płynące z badań koniunktury, które sugerują zmniejszanie się presji kosztowej w efekcie słabnięcia zaburzeń w globalnych sieciach dostaw i spadek cen transportu międzynarodowego. Jednocześnie dalsze wzrosty inflacji bazowej w wielu gospodarkach świadczą o tym, że proces przenoszenia przez firmy silnego wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych trwa. Członkowie Rady wskazywali ponadto, że w wielu gospodarkach podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały, choć zwracano uwagę, że oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia popytowych czynników podwyższających ceny.

Podczas dyskusji zaznaczano, że biorąc pod uwagę wysoką bieżącą i prognozowaną inflację, wiele banków centralnych w ostatnim okresie kontynuowało zacieśnianie polityki pieniężnej. W szczególności w lipcu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych po raz kolejny podwyższyła stopy procentowe. Z kolei Europejski Bank Centralny

dokonał wówczas pierwszej od 2011 r. podwyżki stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że koniunktura w I połowie br. nadal była korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniża się, o czym świadczą dane o PKB. Wskazywano, że – zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – PKB w II kw. 2022 r. wzrósł o 5,5% r/r, a jego spowolnienie względem I kw., kiedy to roczna dynamika PKB wyniosła 8,5%, wynikało przede wszystkim z istotnego zmniejszenia się wkładu zapasów. Jednocześnie w II kw. br. utrzymała się relatywnie wysoka roczna dynamika konsumpcji, a także nastąpiło przyspieszenie wzrostu inwestycji.

Odnosząc się do danych miesięcznych, zwracano uwagę, że dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej w lipcu oraz wskaźniki koniunktury za sierpień sugerują, że roczna dynamika aktywności gospodarczej w III kw. br. także się obniży. W lipcu obniżyła się bowiem zarówno dynamika produkcji przemysłowej, jak i budowlano-montażowej oraz spowolniła sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym, w tym sprzedaż dóbr trwałego użytku była niższa niż przed rokiem. W sierpniu pogorszyły się z kolei odczyty wskaźników ufności konsumenckiej i nastąpił kolejny spadek PMI w przemyśle. Członkowie Rady oceniali zatem, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać dalszego obniżania się rocznej dynamiki PKB, przy czym prognozy obarczone są obecnie znaczną niepewnością. Wskazywano, że negatywnie na aktywność wpływają m.in. silne wzrosty cen energii i jej nośników, choć efekty te będzie łagodzić przedłużenie Tarczy Antyinflacyjnej czy wprowadzenie dodatków węglowych i dopłat do ogrzewania.

W trakcie dyskusji zaznaczano, że sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, co jest odzwierciedlone w rekordowo niskiej stopie bezrobocia oraz utrzymującym się wyraźnym wzroście wynagrodzeń. Wskazywano, że

bezrobocie w lipcu pozostało na historycznie niskim poziomie, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach nadal rosło. Wskazywano, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w lipcu wyniosła 15,8%, jednak jej wzrost wobec poprzedniego miesiąca był w znacznej mierze efektem wypłaty nagród w niektórych branżach. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że liczba wakatów od kilku miesięcy spada, co może sygnalizować zapełnianie miejsc pracy, ale również pewien spadek popytu na pracę.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła w sierpniu 2022 r. do 16,1% r/r. Członkowie Rady podkreślali, że wysoka inflacja wynika wciąż głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji na Ukrainę – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Wskazywano, że inflacja jest także nadal podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw oraz przenoszenie przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych, co przekłada się również na wzrost inflacji bazowej. Natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej oddziałuje w kierunku ograniczenia inflacji.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie zbliżona do obecnego poziomu. Członkowie Rady podkreślali, że ścieżka cen w przyszłym roku będzie silnie uzależniona od decyzji co do Tarczy Antyinflacyjnej oraz skali wzrostu cen regulowanych. Część członków Rady oceniała, że prawdopodobnie przynajmniej do połowy 2023 r. inflacja pozostanie silnie podwyższona, przy czym – ze względu na trudne do przewidzenia czynniki regulacyjno-podażowe, w tym dalszy

przebieg wojny w Ukrainie czy kształtowanie się sytuacji na europejskim rynku surowców, a także niepewność co do skali oczekiwanego spowolnienia światowej i europejskiej gospodarki – obecnie formułowane prognozy nadal obciążone są bardzo wysoką niepewnością.

Członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że istotne podwyższenie stóp procentowych NBP dokonane w ciągu ostatniego roku wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces dezinflacji może być ograniczany ze względu na możliwe poluzowanie polityki fiskalnej.

Odnosząc się do efektów prowadzonej polityki pieniężnej, część członków Rady zwracała uwagę, że dokonany od października 2021 r. silny wzrost stóp procentowych NBP przełożył się na istotny wzrost oprocentowania kredytów i depozytów, co skutkuje w szczególności spadkiem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz przesuwaniem środków gospodarstw domowych z rachunków bieżących na lokaty terminowe lub na zakup obligacji skarbowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że wprowadzenie tzw. wakacji kredytowych skierowanych do wszystkich kredytobiorców hipotecznych osłabia efekt dokonanego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP.

Członkowie Rady ocenili, że nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP będzie oddziaływać w

kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,75% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: 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 5 października 2022 r.

Na posiedzeniu zaznaczano, że napływające informacje wskazują na pogorszenie globalnej koniunktury gospodarczej w III kw. br. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, a także zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie. Wskazywano przy tym, że w wielu krajach sytuacja na rynku pracy jest nadal korzystna. Większość członków Rady zaznaczała, że realna siła nabywcza wynagrodzeń jest jednak ograniczana przez wysoką inflację, czemu towarzyszą pesymistyczne nastroje konsumentów i przedsiębiorstw.

Zaznaczono, że w Europie wysokie ceny energii i obawy o niedobory gazu w obliczu zbliżającej się zimy osłabiają aktywność gospodarczą, a w branżach energochłonnych doprowadziły już do spadków produkcji. Jednocześnie silnie drożące dobra pierwszej potrzeby ograniczają możliwość nabywania przez wiele gospodarstw domowych innych produktów i usług. Towarzyszy temu utrzymująca się duża niepewność dotycząca perspektyw europejskiej koniunktury. Zwracano

jednocześnie uwagę, że w Stanach Zjednoczonych perspektywy aktywności gospodarczej są lepsze niż w strefie euro – m.in. ze względu na brak uzależnienia gospodarki amerykańskiej od surowców energetycznych z Rosji – choć także na nie negatywnie oddziałuje wysoka inflacja i istotne zacieśnienie polityki pieniężnej.

Wskazywano, że osłabieniu globalnej koniunktury i perspektyw wzrostu gospodarki światowej towarzyszyło w omawianym okresie pogorszenie nastrojów i wzrost zmienności na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w wyraźnym spadku cen akcji i obligacji, a także deprecjacji wielu walut wobec dolara amerykańskiego.

W odniesieniu do globalnych procesów inflacyjnych, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu gospodarkach inflacja kształtuje się na najwyższym poziomie od dekad. Podkreślano, że – według wstępnych danych Eurostatu – we wrześniu inflacja w strefie euro wzrosła do około 10%, w Niemczech sięgnęła niemal 11%, w Holandii wzrosła do ponad 17%, a w krajach bałtyckich nadal wyraźnie przekraczała 20%. Podkreślano, że istotnym źródłem wysokiej dynamiki cen w wielu gospodarkach pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie. W kierunku szybkiego wzrostu cen oddziałują także utrzymujące się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. W tym kontekście zwracano uwagę na bardzo wysoką dynamikę cen producenta w wielu gospodarkach, w tym w Niemczech. Członkowie Rady podkreślali również, że w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wpływ czynników popytowych na dynamikę cen jest obecnie znaczący. Zaznaczano, że wzrost popytu wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr konsumpcyjnych, prowadzi również

do wzrostu inflacji bazowej. Zwracano przy tym uwagę, że pojawiają się sygnały wskazujące, że skala zewnętrznych szoków, które doprowadziły do wzrostu inflacji na świecie, stopniowo się zmniejsza, o czym – poza stopniowym łagodzeniem zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży – świadczy pewien spadek cen ropy naftowej. W tym kontekście wskazywano, że inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w ostatnim okresie nieco się obniżyła, choć towarzyszył temu dalszy wzrost inflacji bazowej CPI.

Na posiedzeniu zaznaczano, że w warunkach wysokiej inflacji główne banki centralne w ostatnim okresie w dalszym ciągu zacieśniały politykę pieniężną. We wrześniu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny po raz kolejny wyraźnie podwyższyły stopy procentowe. Jednocześnie niektórzy członkowie podkreślali, że zacieśnieniu polityki pieniężnej głównych banków centralnych towarzyszy komunikacja wskazująca na ich determinację do obniżenia inflacji do celu. Zwracano uwagę, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne powinno ograniczać presję inflacyjną w skali ogólnoswiatowej i oddziaływać w kierunku osłabienia globalnej koniunktury. Oceniano, że działania głównych banków centralnych będą więc komplementarne wobec dokonywanego w wielu gospodarkach zacieśnienia monetarnego. W tych uwarunkowaniach – a także uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej – niektóre banki centralne, które wcześniej istotnie podwyższyły stopy procentowe (np. Bank Czech), obecnie wstrzymują się od dalszych podwyżek. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne będą – *ceteris paribus* – zmniejszały ich dysparytet wobec stóp procentowych utrzymywanych w innych gospodarkach, co może oddziaływać w kierunku aprecjacji walut bazowych. Członkowie ci oceniali, że w takiej sytuacji wpływ osłabienia

globalnej presji inflacyjnej na dynamikę cen w wielu krajach byłby ograniczony.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, większość członków Rady oceniała, że dostępne dane miesięczne sugerują stopniowe pogarszanie się koniunktury. Zwracano uwagę na osłabienie nastrojów gospodarstw domowych i niższą niż rok temu sprzedaż dóbr trwałych oraz zaznaczano, że towarzyszący temu dalszy wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym był częściowo efektem popytu kreowanego przez uchodźców z Ukrainy. Podkreślano, że także wskaźniki koniunktury dla przemysłu są pesymistyczne. Jednocześnie wskazywano, że produkcja przemysłowa nadal istotnie rośnie, wspierana przez złagodzenie zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że pogorszenie koniunktury nie jest wyraźne.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w najbliższych kwartałach – w warunkach globalnego spowolnienia gospodarczego – prognozowane jest dalsze obniżenie dynamiki PKB w Polsce, do czego – mimo działań osłonowych rządu – przyczyniają się m.in. wysokie ceny energii i jej nośników. Podkreślano przy tym, że perspektywy koniunktury obarczone są znaczną niepewnością.

Podczas dyskusji wskazywano, że mimo osłabienia koniunktury, sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, co jest odzwierciedlone w niskiej stopie bezrobocia. Większość członków Rady oceniała jednak, że dane z sektora przedsiębiorstw mogą sugerować pewne ostudzenie popytu na pracę w części branż. Wyrażali oni opinię, że – wraz ze wzrostem podaży pracy ze strony ukraińskich uchodźców – powinno to sprzyjać ograniczeniu presji płacowej i z czasem obniżeniu inflacji. Jednocześnie inni członkowie podkreślali, że roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw od kilku miesięcy pozostaje niższa od dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych, a

więc siła nabywcza wynagrodzeń w tym sektorze obniża się. Pojawiała się jednak ocena, że sytuacja na rynku pracy będzie utrudniała ograniczenie inflacji, ze względu na wyraźny wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła we wrześniu 2022 r. do 17,2% r/r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na przyspieszenie wzrostu cen, w tym także w ujęciu miesięcznym. Większość członków Rady podkreślała, że wysoka inflacja w dalszym ciągu wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych тариф na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie zwracano uwagę, że inflacja jest także podwyższana przez przenoszenie przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych oraz efekty wcześniejszych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, co podwyższa także inflację bazową. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dynamikę cen podwyższają także czynniki o charakterze popytowym. Członkowie Rady wskazywali także, że roczny wskaźnik inflacji ogranicza obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie zbliżona do obecnego poziomu, a w ciągu przyszłego roku powinna się obniżyć. Podkreślano, że ścieżka cen będzie silnie uzależniona od decyzji co do Tarczy Antyinflacyjnej oraz kształtowania się cen regulowanych, w tym zamrożenia cen energii elektrycznej do pewnego pułapu zużycia. Jednocześnie wskazywano, że obecnie formułowane prognozy nadal obarczone są bardzo wysoką niepewnością, w tym związaną z

dalszym przebiegiem i konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, sytuacją na europejskim rynku surowców, a także skalą oczekiwanego spowolnienia gospodarczego na świecie. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo obniżenia się inflacji w przyszłym roku – wynikającego częściowo z efektów bazy – dynamika cen w średnim okresie, w razie braku dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, pozostanie wyższa od celu inflacyjnego. Członkowie ci oceniali, że proces dezinflacji będzie utrudniany przez podwyższone oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W tym kontekście wskazywali oni, że poziom realnych stóp procentowych – uwzględniających oczekiwany przez te podmioty, a także profesjonalnych prognostów, poziom inflacji w przyszłym roku – pozostaje ujemny.

Jednocześnie zwracano uwagę, że dotychczasowe wyraźne podwyżki stóp procentowych NBP wpłynęły na istotny wzrost oprocentowania kredytów i depozytów, co powinno oddziaływać ograniczająco na krajową presję popytową i w konsekwencji stopniowo zmniejszać możliwość przekładania rosnących kosztów na ceny dóbr finalnych. Podkreślano w szczególności, że zacieśnienie polityki pieniężnej NBP przyczyniło się do zahamowania akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych oraz oddziaływało w kierunku ujemnej rocznej dynamiki łącznej wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych. Towarzyszyła temu również zmiana struktury aktywów gospodarstw domowych, w tym przesunięcie części środków z depozytów bieżących na depozyty terminowe i na zakup obligacji skarbowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali natomiast, że wprowadzenie tzw. wakacji kredytowych skierowanych do wszystkich kredytobiorców hipotecznych osłabia efekt dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP.

Większość członków Rady oceniła, że dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki

pieniężnej NBP oraz spodziewane obniżenie się dynamiki aktywności gospodarczej, w tym na skutek szoków zewnętrznych, przyczynią się do ograniczenia dynamiki popytu w polskiej gospodarce, co będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Większość członków Rady wskazała, że ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że zgodnie z Załoženiami 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. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby także umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec nadal korzystnej koniunktury w Polsce, wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych oraz ze względu na poluzowanie polityki fiskalnej dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych jest ich zdaniem niewystarczająca dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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 dniu 9 listopada 2022 r.

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%.

Napływające dane wskazują na pogarszanie się koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. W III kw. br. nastąpiło wyraźne obniżenie rocznej dynamiki PKB w strefie euro i jej stabilizacja w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie, mimo korzystnej sytuacji na rynkach pracy w największych gospodarkach, w październiku dalej obniżały się wskaźniki koniunktury. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym wysokie ceny surowców, żywności i komponentów do produkcji, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Utrzymuje się przy tym niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę, w tym – pomimo pewnego spadku cen gazu w Europie w ostatnim okresie – utrzymuje się niepewność dotycząca wpływu sytuacji na rynku surowców energetycznych na aktywność w gospodarce europejskiej w najbliższych kwartałach.

W wielu gospodarkach inflacja kształtuje się na najwyższym poziomie od dekad, a w strefie euro oraz w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej nadal rośnie. Istotnym źródłem wysokiej dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, oraz utrzymujące się – pomimo ich złagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. Do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. Czynniki te, wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr

konsumpcyjnych, prowadzą również do wzrostu inflacji bazowej.

W warunkach wysokiej inflacji główne banki centralne w ostatnim okresie w dalszym ciągu zacieśniały politykę pieniężną. W szczególności Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny po raz kolejny podwyższyły stopy procentowe.

W Polsce dostępne dane miesięczne za III kw. br., w tym o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej, oraz wskaźniki koniunktury sugerują, że roczna dynamika PKB ponownie się obniżyła. W kolejnych kwartałach prognozowane jest dalsze spowalnianie wzrostu gospodarczego, przy czym perspektywy koniunktury obarczone są znaczną niepewnością. Mimo spadku dynamiki PKB, nadal utrzymuje się bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, w tym na niskim poziomie kształtuje się stopa bezrobocia.

Inflacja CPI w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła w październiku 2022 r. do 17,9% r/r. Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wynikał w znacznej mierze ze stopniowego przenoszenia wysokich cen surowców na ceny dóbr konsumpcyjnych. Wysokie ceny surowców znalazły odzwierciedlenie we wzroście cen żywności i energii. Jednocześnie zwiększały one także koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co – w warunkach nadal relatywnie wysokiego popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych i przyczyniało się do zwiększenia inflacji bazowej. Inflacja bazowa była także podwyższana przez efekty utrzymujących się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. W dalszym ciągu ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziaływała natomiast Tarcza Antyinflacyjna.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD.

Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 21 października 2022 r. oraz informacje o planowanych zmianach legislacyjnych ogłoszonych do 7 listopada 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 14,4 – 14,5% w 2022 r. (wobec 13,2 – 15,4% w projekcji z lipca 2022 r.), 11,1 – 15,3% w 2023 r. (wobec 9,8 – 15,1%), 4,1 – 7,6% w 2024 r. (wobec 2,2 – 6,0%) oraz 2,1 – 4,9% w 2025 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 4,3 – 4,9% w 2022 r. (wobec 3,9 – 5,5% w projekcji z lipca 2022 r.), -0,3 – 1,6% w 2023 r. (wobec 0,2 – 2,3%), 1,0 – 3,1% w 2024 r. (wobec 1,0 – 3,5%) oraz 1,8 – 4,4% w 2025 r.

Rada ocenia, 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. 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 w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2022 r. do IV kw. 2025 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2022 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2022 r. (*cut-off date*) oraz informacji o planowanych zmianach legislacyjnych ogłoszonych do 7 listopada 2022 r.

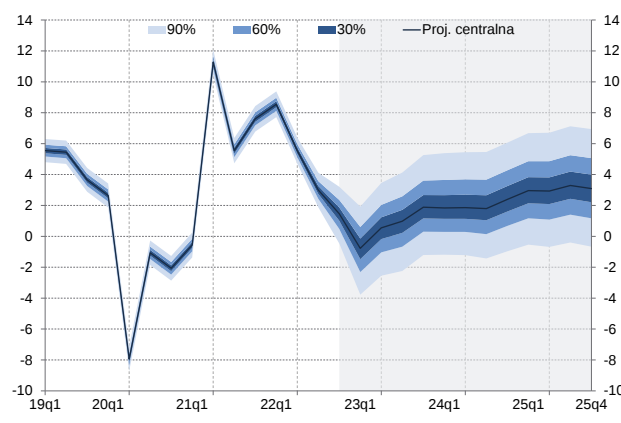
4.1 Synteza

Scenariusz centralny bieżącej projekcji jest w istotnym stopniu determinowany przez makroekonomiczne skutki agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę obejmujące w szczególności silny wzrost cen surowców energetycznych oraz – w mniejszej skali – również innych surowców na rynkach światowych. Na funkcjonowanie wielu gospodarek na świecie, w tym gospodarki polskiej, negatywnie wpływa ograniczenie przez Rosję dostaw gazu do Europy, istotny wzrost niepewności wpływający na decyzje podmiotów gospodarczych dotyczące alokacji zasobów, a także zacieśnienie warunków monetarnych na świecie. Na krajowe procesy cenotwórcze w 2022 r. nadal oddziałują również wysokie koszty uprawnień do emisji CO₂ oraz napięcia w globalnych sieciach dostaw, choć zaburzenia te uległy w ostatnim okresie pewnemu osłabieniu.

Na obserwowany obecnie wysoki poziom inflacji wpływają także czynniki o charakterze popytowym powiązane z szybką odbudową aktywności gospodarczej po okresie obowiązywania silnych restrykcji sanitarnych w trakcie pandemii COVID-19. Czynniki te w połączeniu z wysokim wzrostem kosztów pracy prowadzą do szybkiego przenoszenia zewnętrznych szoków cenowych na rynku energii i żywności na pozostałe kategorie cen. Skalę wzrostu inflacji istotnie ograniczają natomiast podwyżki stóp NBP oraz działania antyinflacyjne rządu, obejmujące w szczególności częściowe zamrożenie cen energii elektrycznej i innych nośników energii.

W latach 2023-2025, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br., 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 od wielu lat inflacji zwiększa bowiem jej persystencję poprzez wzrost oczekiwań

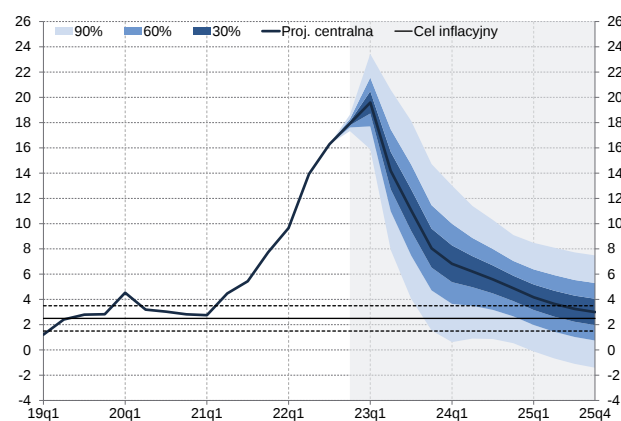
Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



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.).

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

inflacyjnych przekładających się na zwiększoną akceptację dla wzrostu cen w wielu sektorach gospodarki. Za stopniowym obniżaniem się inflacji w horyzoncie projekcji przemawia spowolnienie wzrostu 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 obniży się. W najbliższych kwartałach krajowa koniunktura będzie pozostawać pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego odzwierciedlonego w szybkim wzroście cen wielu surowców oraz dóbr i usług. W 2023 r. zwiększy się niekorzystne oddziaływanie na krajową aktywność gospodarczą wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych, a w 2024 r. pozytywny wpływ ożywienia za granicą będzie ograniczać 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 sytuacja 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. W przypadku inflacji, istotnym źródłem ryzyka jest również przyszły kształt polityki antyinflacyjnej banków centralnych i rządów. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI i dynamiki PKB (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Silny wzrost cen surowców i podwyższona niepewność wynikające z agresji Rosji na Ukrainę, a także zacieśnienie polityki pieniężnej przyczyniły się do spowolnienia dynamiki aktywności w większości gospodarek rozwiniętych w III kw. br. Czynniki te, w tym dalszy wzrost stóp procentowych głównych banków centralnych oraz napięcia na rynku gazu, będą ograniczać aktywność gospodarczą także w kolejnych kwartałach (Wykres 4.3). W konsekwencji, po okresie odbudowy po kryzysie wywołanym pandemią, dynamika PKB w największych gospodarkach rozwiniętych wyraźnie spowolni, a w części z nich, w tym w Niemczech, prawdopodobnie nastąpi przejściowy spadek PKB (Tabela 4.1).

W 2023 r. oczekuje się również obniżonego tempa wzrostu aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach wschodzących. Wpływa na to zacieśnienie globalnych warunków finansowania i krajowych polityk pieniężnych w warunkach wysokiej inflacji i spowolnienia wzrostu w gospodarkach rozwiniętych. Ponadto silne restrykcje epidemiczne negatywnie wpływają na koniunkturę gospodarczą w Chinach, w tym na tamtejszy sektor przemysłowy, zakłócając również funkcjonowanie globalnych łańcuchów dostaw. Z kolei gospodarka rosyjska znajduje się w recesji, do czego przyczyniają się sankcje nałożone na ten kraj po agresji zbrojnej na Ukrainę.

Inflacja i rynki surowców

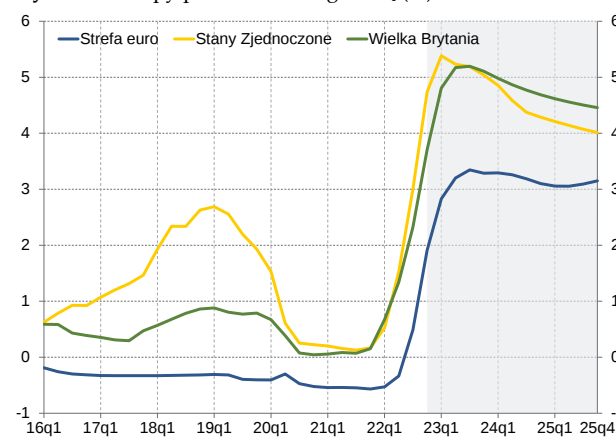
Obawy o kondycję światowej gospodarki sprawiły, że ceny ropy naftowej obniżyły się do poziomu zbliżonego do notowanego przed wybuchem rosyjskiej agresji na Ukrainę. Dalsze ograniczenie dostaw gazu ziemnego przez Rosję spowodowało natomiast ponownie silny wzrost notowań tego surowca na rynkach europejskich. Wzrosły również ceny węgla kamiennego, w związku z

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)

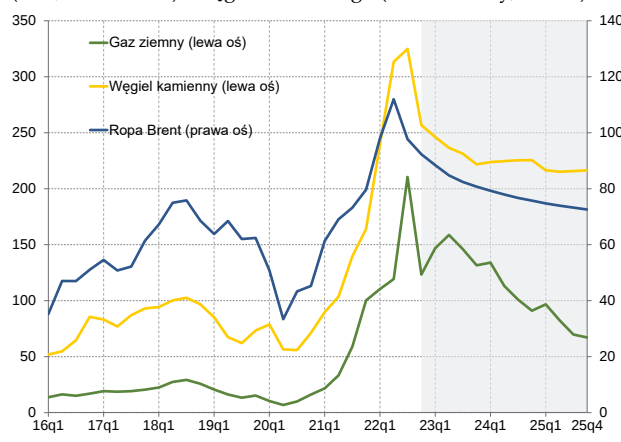


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

decyzją UE o zakazie jego importu z Rosji oraz w wyniku wzrostu cen gazu – substytutu węgla w produkcji energii elektrycznej. Notowania kontraktów terminowych wskazują jednocześnie, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą się stopniowo obniżać³⁶ (Wykres 4.4, Wykres 4.5). W całym horyzoncie projekcji będą one jednak znacząco przewyższać poziom sprzed wybuchu pandemii. Spadkowi cen surowców energetycznych będzie sprzyjać ograniczenie popytu, w tym 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 dłuższym okresie do obniżenia cen surowców energetycznych będzie się przyczyniać zwiększanie wykorzystania odnawialnych źródeł energii.

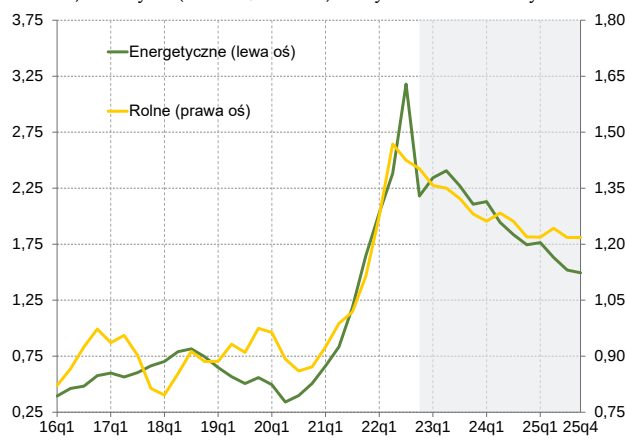
Presja na wzrost światowych cen surowców rolnych, spowodowana ograniczoną podażą i rosnącymi kosztami produkcji, spotęgowana skutkami rosyjskiej agresji na Ukrainę, nieco osłabła w III kw. (Wykres 4.5). Przyczyniło się do tego zawarte w lipcu br. porozumienie o odblokowaniu eksportu pszenicy z Ukrainy przez Morze Czarne, jednak obawy o jej podaż w związku z rosyjską agresją utrzymują się. Ceny wielu surowców rolnych wciąż jednak podwyższają wysokie ceny surowców energetycznych wpływające na koszty transportu, energii elektrycznej oraz ceny nawozów sztucznych. W horyzoncie projekcji, wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych oraz ograniczeniem skali zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji, ceny produktów rolnych na rynkach światowych powinny się stopniowo obniżać (Wykres 4.5).

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



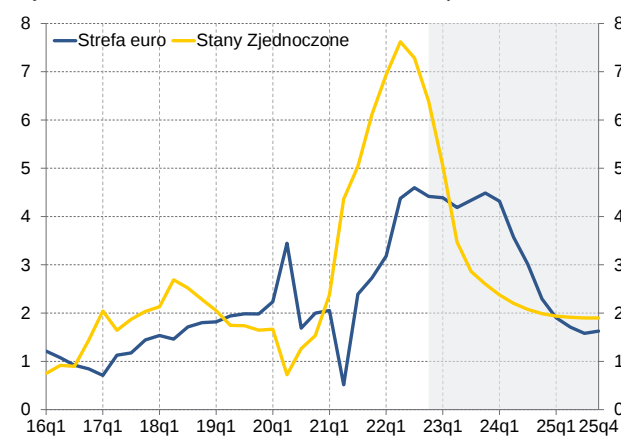
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

³⁶ 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.

W III kw. odnotowano dalsze przyśpieszenie dynamiki cen konsumenta oraz cen producenta w strefie euro, przy nieznacznym obniżeniu się inflacji w Stanach Zjednoczonych. Inflację w gospodarce światowej napędzają wysokie ceny surowców oraz niedobory towarów wynikające z przedłużających się – choć stopniowo ustępujących – zakłóceń w globalnych sieciach dostaw (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*, Wykres 4.6). W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. W dalszym horyzoncie projekcji, wraz ze stopniowym wygasaniem czynników podwyższających inflację oraz spowolnieniem tempa wzrostu aktywności gospodarczej, dynamika cen będzie się stopniowo obniżać (Wykres 4.6).

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Niepewność

W Europie i na świecie cały czas utrzymuje się znaczące ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę oraz napięciami w niektórych innych rejonach świata. Działania wojenne oraz możliwość ich eskalacji, napięcia polityczne i decyzje o ograniczaniu podaży gazu przez Rosję, a także będące skutkiem agresji sankcje gospodarcze nakładane na Rosję zaburzają funkcjonowanie światowej gospodarki oraz kształtowanie się cen i podaży surowców energetycznych i rolnych. Szersze omówienie tych ryzyk zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2025

Założenia legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach nośników energii, rząd podejmuje liczne działania osłonowe, chroniące gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu cen surowców. Prognozowana ścieżka wzrostu gospodarczego oraz inflacji CPI w najbliższych

kwartałach będzie zatem kształtować się pod wpływem szeregu zmian legislacyjnych zwiększających stopień ekspansywności polityki fiskalnej, silniej niż przyjęto w projekcji lipcowej.

W projekcji listopadowej uwzględniono obowiązujące do końca br. roku obniżenie podatków w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. Obejmuje ono zniesienie akcyzy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, obniżenie stawki akcyzy na paliwa silnikowe oraz zmniejszenie stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, energię elektryczną, ciepłą, gaz i paliwa, a także zwolnienie sprzedaży paliw z podatku od sprzedaży detalicznej. Jednocześnie, zgodnie z ostatnimi zapowiedziami Premiera założono, że większość powyższych rozwiązań dotyczących opodatkowania nośników energii wygaśnie wraz z końcem 2022 r. i w dalszym horyzoncie projekcji Tarcza Antyinflacyjna będzie obowiązywać w ograniczonym zakresie. Ocenia się, że w wyniku bezpośredniego oddziaływania Tarczy tempo wzrostu cen konsumenta w 2022 r. ukształtuje się w ujęciu średniorocznym na poziomie o 3,9 pkt proc. niższym w stosunku do scenariusza nieuwzględniającego tego pakietu, a jej częściowe wycofanie w 2023 r. podniesie dynamikę cen o ok. 1,9 pkt proc. Roczny koszt dla finansów publicznych obowiązywania niższych stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej jest szacowany na ok. 1,0% PKB w br. i ok. 0,4% PKB w 2023 r. (Tabela 4.2).

Rząd wprowadził też szereg innych regulacji chroniących gospodarstwa domowe przed aktualnym silnym wzrostem cen energii (Tabela 4.2). Oprócz uwzględnionych już w poprzedniej rundzie dodatków osłonowych dla najuboższych, do gospodarstw domowych i instytucji użyteczności publicznej bez dostępu do sieci gazowej i ciepłowniczej trafią w br. jednorazowe dopłaty z tytułu wykorzystania do ogrzewania węgla i innych paliw (przewidywany koszt tych transferów to 0,6% PKB w br., Tabela 4.2).

Tabela 4.2 Rządowe wsparcie antyinflacyjne – zmiany kosztów dla sektora finansów publicznych (w pkt proc. PKB)

Rządowe wsparcie antyinflacyjne – zmiany kosztów dla SFP względem poprzedniego roku (w pkt proc. PKB)		
	2022	2023*
Zmiany podatkowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej	1,0	-0,6
Dodatki osłonowe oraz transfery do gospodarstw domowych, które używają węgla (i innych paliw oraz energii elektrycznej) do ogrzewania oraz dotacje dla dystrybutorów węgla	0,6	-0,5
Rekompensaty dla sprzedawców gazu, ciepła i energii elektrycznej za sprzedaż po cenach regulowanych dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej	0,4	0,7
Dopłaty do cen energii elektrycznej oraz gazu dla przedsiębiorstw energochłonnych	0,2	0,1
Dopłaty do cen nawozów dla rolników	0,1	-0,1
Łączna zmiana kosztów powyższych działań dla SFP względem poprzedniego roku	2,3	-0,3

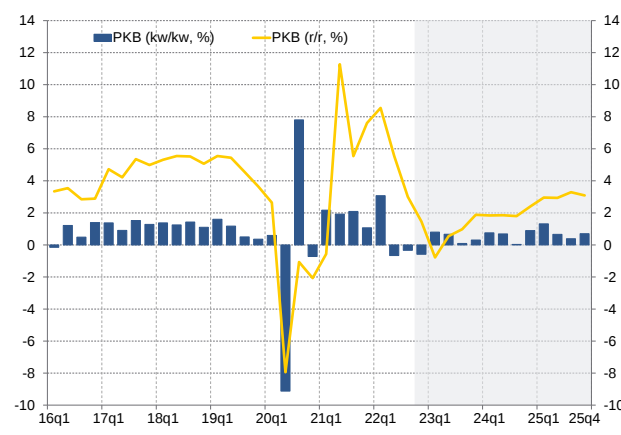
Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.
(*) Szacunki kosztów rządowych działań antyinflacyjnych w 2023 r. obciążone są dużą niepewnością.

Rząd uregulował też ustawowo wzrost taryf dotyczących energii elektrycznej i ciepłej dostarczanej gospodarstwom domowym, instytucjom użyteczności publicznej, a dla samej energii elektrycznej – także mikro, małym i średnim przedsiębiorstwom. Ponadto, na lata 2022-2027 poszerzył zakres podmiotów objętych regulacją cen gazu o instytucje pożytku publicznego. Jednocześnie, mając na celu ograniczenie wzrostu tych cen, zobowiązał się do wypłaty rekompensat dla sprzedawców i dystrybutorów nośników energii. W aktualnym sezonie grzewczym (od października br. do kwietnia 2023 r.) ograniczono ustawowo wzrost taryf za ciepło i ogrzewanie wody dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej. Przyjęto również regulacje częściowo zamrażające ceny energii elektrycznej od 1 grudnia br. do końca 2023 r. dla gospodarstw domowych, jednostek użyteczności publicznej oraz mikro, małych i średnich firm, przy czym działanie to będzie w części sfinansowane z przychodów wytwórców energii elektrycznej. Zgodnie z szacunkami NBP opartymi na dokumentach rządowych, łączny koszt dla sektora finansów publicznych rekompensat z tytułu regulacji taryf dotyczących gazu, energii ciepłej i elektrycznej wyniesie w br. 0,4% PKB, a w 2023 r. 1,1% PKB (Tabela 4.2).

Kolejnym kanałem wsparcia antyinflacyjnego są dopłaty do cen energii elektrycznej i gazu dla przedsiębiorstw energochłonnych, które będą wypłacane w latach 2022-2023 (w wysokości 0,2% PKB rocznie). Ponadto, w związku z silnym wzrostem cen nawozów w br., o dopłaty mogli ubiegać się również rolnicy (0,1% PKB, Tabela 4.2).

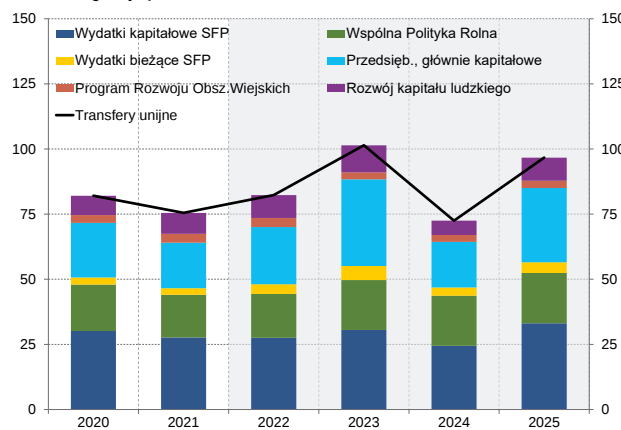
W najbliższych kwartałach w dalszym ciągu korzystnie na koniunkturę będzie wpływała redukcja obciążeń podatkowych w ramach programu Polski Ład (powodująca ubytek wpływów podatkowych o 1,0% PKB w 2022 r. i o kolejne 0,5% PKB w 2023 r.). Pozytywnie na sytuację finansową gospodarstw domowych oddziaływać będą też uwzględnione już w

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



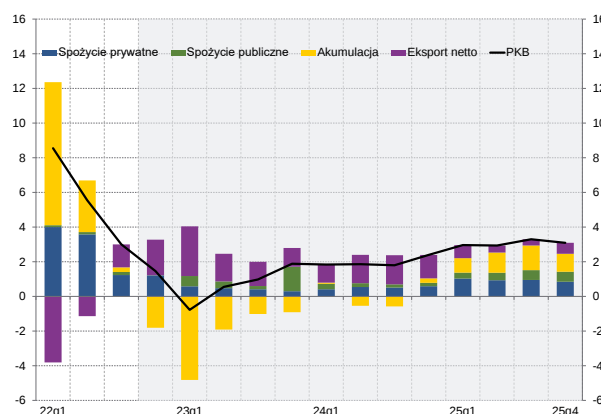
Źródło: obliczenia NBP.

projektacji lipcowej – wakacje kredytowe, tj. możliwość zawieszenia spłaty łącznie ośmiu rat kredytów hipotecznych w 2022 i 2023 r. Zgodnie z danymi Biura Informacji Kredytowej, na koniec sierpnia br. zawieszone w ramach wakacji kredytowych raty dotyczyły 58% łącznej wartości złotych kredytów hipotecznych. Przy utrzymaniu się takiego odsetka wykorzystania tego wsparcia dla kredytobiorców, wartość zawieszonych rat można szacować na poziomie 0,3% PKB w każdym z lat 2022-2023. Jednocześnie wakacje kredytowe nie stanowią bezpośredniego obciążenia dla finansów publicznych.

Aktywność gospodarcza

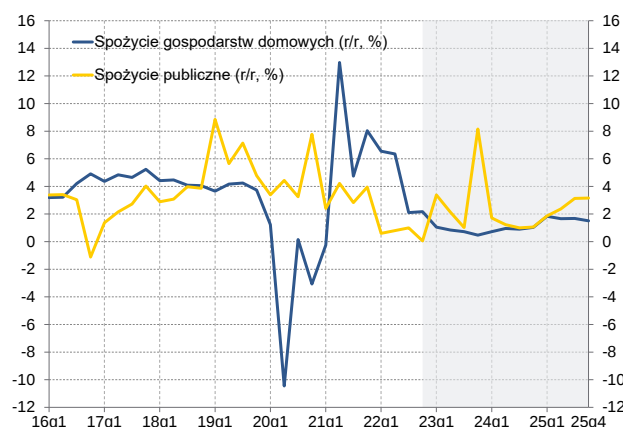
Obserwowane od II kw. br. wyraźne osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce utrzyma się w kolejnych kwartałach. Najniższy poziom tempa wzrostu w ujęciu r/r spodziewany jest w I kw. 2023 r. (-0,8% r/r), gdy na wyraźny spadek większości komponentów PKB nałoży się dodatkowo negatywny efekt bazy związany z silnym przyrostem zapasów w I kw. br. (por. Wykres 4.7, Wykres 4.9). Krajowa koniunktura w horyzoncie projekcji pozostawać będzie pod wpływem silnego ujemnego szoku podaźowego, będącego skutkiem agresji Rosji na Ukrainę, i odzwierciedlonego w wyraźnym wzroście cen szeregu surowców na rynkach światowych. Niekorzystnie na aktywność gospodarczą w Polsce będzie również oddziaływać wyraźne spowolnienie za granicą, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Skalę pogorszenia krajowej koniunktury będzie łagodzić szereg działań osłonowych dla gospodarstw domowych i podmiotów wrażliwych w zakresie wzrostu cen nośników energii (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Pod wpływem stopniowego wygasania negatywnych szoków podaźowych oraz odbudowy aktywności za granicą, w dalszym horyzoncie prognozy wzrost gospodarczy przyspieszy. Skalę ożywienia w 2024 r. będzie przy tym ograniczał oczekiwany istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu

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



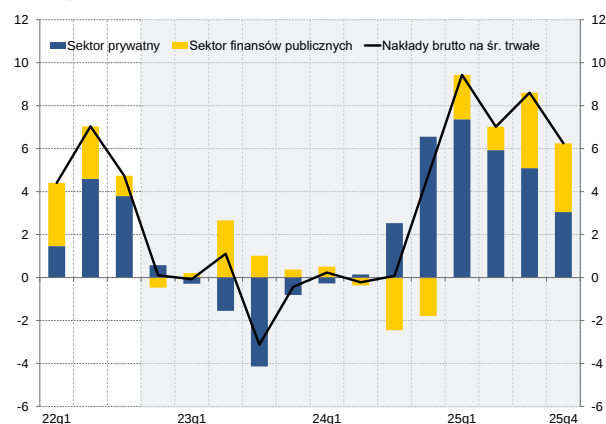
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

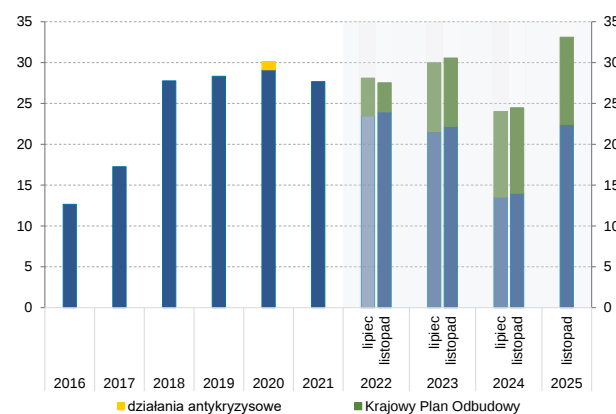
Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych,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

wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.8).

W horyzoncie projekcji dynamika spożycia sektora gospodarstw domowych będzie kształtować się na poziomach wyraźnie niższych od wartości notowanych w ub.r. i w pierwszej połowie br. (Wykres 4.10). Wydatki konsumentów ograniczać będzie przewidywana w najbliższych kwartałach wysoka inflacja CPI zmniejszająca siłę nabywczą ludności, obniżone nastroje związane z agresją zbrojną Rosji na Ukrainę oraz dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP. Wpływ powyższych czynników będzie częściowo neutralizowany przez wprowadzone przez rząd rozwiązania legislacyjne. Obejmują one obowiązujące już zmiany podatkowe wynikające z wdrożenia programu Polski Ład oraz nowe regulacje chroniące gospodarstwa domowe przed aktualnym silnym wzrostem cen energii, a także wsparcie dla osób posiadających kredyty hipoteczne w złotych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Dynamikę spożycia prywatnego w najbliższych kwartałach będą też podnosić wydatki konsumpcyjne uchodźców z Ukrainy, finansowane zarówno ze środków własnych, jak i przyznanych im świadczeń rodzinnych.

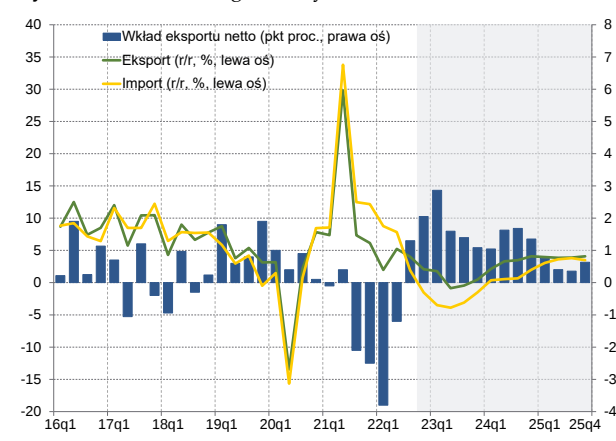
W nadchodzących kwartałach inwestycje prywatne pozostaną pod silnym negatywnym wpływem bezpośrednich i pośrednich skutków agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę. Niekorzystnie na popyt inwestycyjny będą wpływać wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz koszty zużycia energii. Aktywność inwestycyjną będą też hamować obniżone nastroje przedsiębiorców – w szczególności wysoka niepewność, której oceny w badaniach ankietowych firm w III kw. br. wzrosły do najwyższego historycznie poziomu³⁷. Na osłabienie dynamiki prywatnych nakładów inwestycyjnych będzie wpływać też spowolnienie w otoczeniu gospodarczym Polski, zwiększona

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

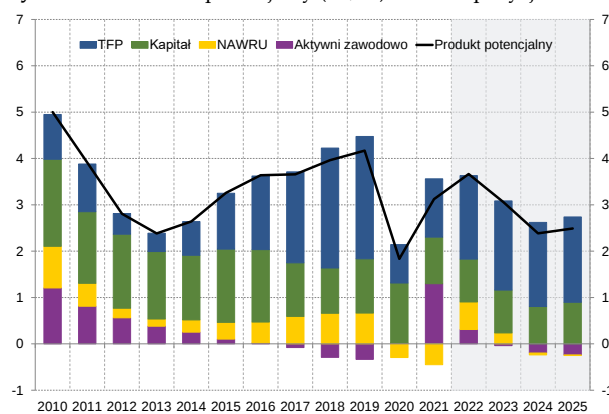
³⁷ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2022 r.

zmiennosc kursu walutowego oraz rozložone w czasie efekty dokonanych podwyżek stóp procentowych NBP ograniczających dostępność, zwiększających koszt kredytu oraz obniżających wartość bieżącą projektów inwestycyjnych. W rezultacie inwestycje prywatne w 2023 r. ukształtują się na poziomie niższym niż w br. (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.

Ścieżka inwestycji publicznych w listopadowej projekcji jest w dużym stopniu determinowana poziomem absorpcji funduszy unijnych (Wykres 4.12). W odniesieniu do funduszy dla Polski w ramach instrumentu *Recovery and Resilience Facility* przyjęto, że rozpoczęcie wykorzystania środków nastąpi w 2022 r., zaś w latach 2023-2025 kwoty wykorzystania będą zbieżne z założeniami rządu zawartymi w *Programie Konwergencji* z kwietnia br. W konsekwencji nakłady inwestycyjne sektora finansów publicznych, które w latach 2022-2023 będą rosnać w średnim tempie zbieżnym do 5,0% r/r, w 2024 r., obniżą się w ślad za spadkiem transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydawania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 (Wykres 4.11). Ze względu na rosnącą absorpcję funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 wzrost inwestycji publicznych w 2025 r. ponownie przyspieszy. Dynamika nakładów kapitałowych sektora finansów publicznych w latach 2023-2025 będzie przy tym podwyższana przez planowane zwiększenie wydatków na obronność.

Pod wpływem słabnącego popytu ze strefy euro, w szczególności z Niemiec, w 2023 r. nastąpi spadek dynamiki eksportu w stosunku do poziomu notowanego w br. W latach 2024-2025, dzięki

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



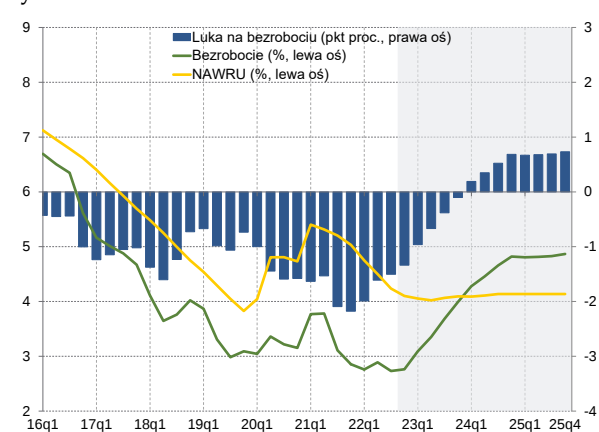
Źródło: obliczenia NBP.

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-Douglasa w postaci:

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

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

Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

stopniowemu ożywieniu w otoczeniu gospodarczym Polski, tempo wzrostu sprzedaży za granicę ponownie wzrośnie (Wykres 4.13). Jednocześnie, ze względu na wyraźne wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, przez cały horyzont projekcji kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB będzie dodatnia.

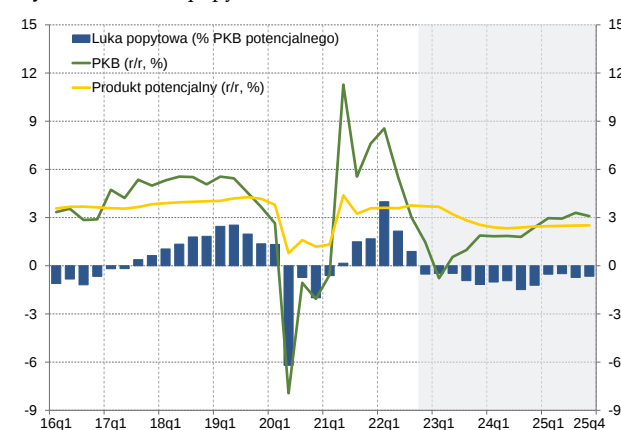
Produkt potencjalny i luka popytowa

Relatywnie wysokie tempo wzrostu potencjału polskiej gospodarki w 2022 r. odzwierciedla wyraźny wzrost wykorzystania czynników produkcji – kapitału i pracy – po zakończonym okresie obowiązywania silnych restrykcji (Wykres 4.14). W konsekwencji następuje spadek poziomu stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) oraz przyspieszenie tempa wzrostu łącznej produktywności czynników produkcji (TFP). W horyzoncie projekcji efekt ten będzie wygasał przyczyniając się do obniżenia dynamiki produktu potencjalnego.

W tym samym kierunku będzie oddziaływać pogarszająca się sytuacja demograficzna wpływająca na spadek liczby osób w wieku produkcyjnym, co będzie ograniczać wzrost liczby osób aktywnych zawodowo. Potencjał produkcyjny krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji zwiększa natomiast rozłożony w czasie wzrost podaży pracy na skutek napływu uchodźców z Ukrainy³⁸, przeważający nad negatywnym wpływem jednoczesnego odpływu migrantów (głównie mężczyzn) z niektórych branż.

W wyniku wysokiego wzrostu gospodarczego w ostatnich kwartałach, w I poł. br. luka popytowa osiągnęła średni poziom 3,1% potencjalnego PKB (Wykres 4.16). W kolejnych latach spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej przełoży się na

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.

³⁸ 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).

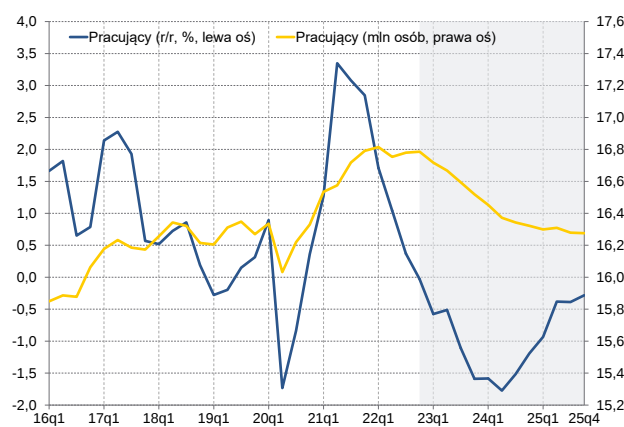
ponowne obniżenie luki popytowej, która przyjmie ujemne wartości. Taki kształt luki popytowej oznacza, że czynniki popytowe, które obecnie oddziałują w kierunku wyższej inflacji CPI, w dalszym horyzoncie będą przyczyniać się do jej spadku.

Rynek pracy

W pierwszej połowie 2022 r. utrzymywała się korzystna sytuacja na rynku pracy, co obrazuje obserwowany wyraźny wzrost liczby osób pracujących, przy jednoczesnym spadku liczby bezrobotnych i biernych zawodowo (Wykres 4.15, Wykres 4.17)³⁹. W kolejnych kwartałach, wraz z silnym spowolnieniem krajowej aktywności gospodarczej, popyt na pracę ulegnie osłabieniu, ale zakłada się, że nie nastąpi silny wzrost stopy bezrobocia. Scenariusz ten potwierdzają badania ankietowe NBP⁴⁰, które wskazują, że od początku br. planowany poziom zatrudnienia w przedsiębiorstwach obniżył się, ale nadal pozostaje zdecydowanie powyżej długookresowej średniej. W kierunku ograniczenia liczby pracujących będzie również oddziaływała obniżająca się od 2023 r. stopa aktywności zawodowej będąca pod negatywnym wpływem procesów demograficznych (Wykres 4.18). Oczekiwany w horyzoncie projekcji wzrost zatrudnienia imigrantów z Ukrainy będzie łagodzić spadek krajowego zasobu pracy, choć – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL.

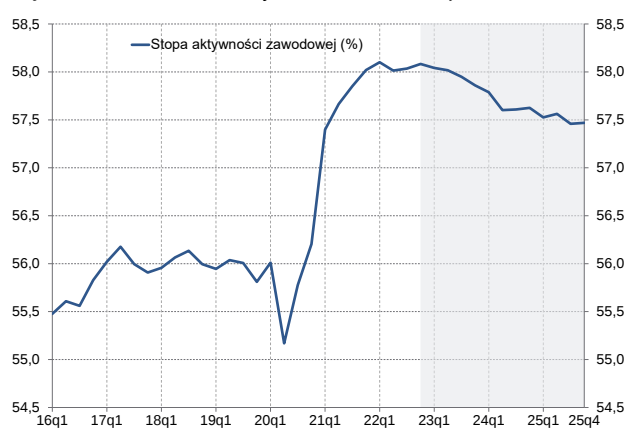
Dostępne bieżące dane wskazują, że w warunkach podwyższonego tempa wzrostu cen oraz odczuwalnych w wielu branżach niedoborów kadrowych, dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej utrzyma się w br. na wysokim poziomie (Wykres 4.19). Taką ocenę

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

³⁹ 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.

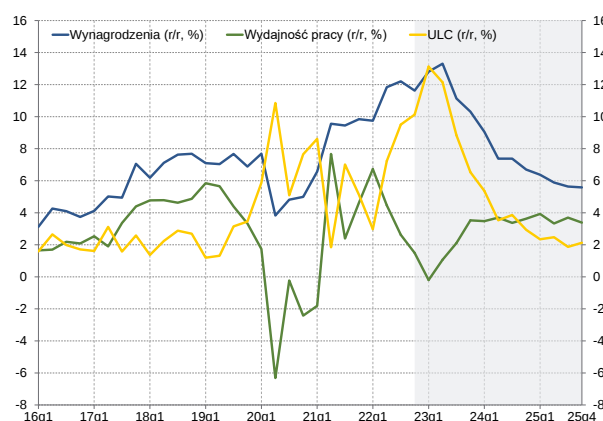
⁴⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2022 r.

potwierdzają badania ankietowe NBP, zgodnie z którymi znaczący odsetek przedsiębiorstw planuje wzrost płac w IV kw. 2022 r., przy utrzymaniu wysokiej planowanej średniej wysokości podwyżki⁴¹. Z drugiej strony, presję płacową w horyzoncie projekcji będzie łagodzić napływ uchodźców z Ukrainy, którzy stopniowo będą znajdować zatrudnienie na polskim rynku pracy. W latach 2023-2025, wraz z ograniczeniem tempa wzrostu gospodarczego, wzrostem stopy bezrobocia i spadkiem inflacji, dynamika wynagrodzeń stopniowo się obniży, choć pozostanie na relatywnie wysokim poziomie.

Inflacja CPI

Silny negatywny szok podaży, którego głównym źródłem są obecnie skutki zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę, doprowadził w ostatnich miesiącach do istotnego wzrostu inflacji. W istotnym stopniu wynika on z rekordowo wysokich cen surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych, podwyższonych cen uprawnień do emisji CO₂ oraz utrzymujących się napięć w globalnych sieciach dostaw. Czynniki te w połączeniu z wysokimi kosztami pracy prowadzą do silnych wzrostów inflacji cen żywności i energii w gospodarce (Wykres 4.21, Wykres 4.23). Na obserwowany obecnie wysoki poziom inflacji wpływają także czynniki o charakterze popytowym. Powiązane są one z szybką odbudową aktywności gospodarczej po okresie obowiązywania silnych restrykcji w trakcie pandemii COVID-19, w efekcie której luka popytowa pozostała dodatnia do III kw. br. 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). Wpływ tych czynników na krajową inflację uległ nasileniu również w wyniku wzrostu cen importu (Wykres 4.22) w warunkach

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy

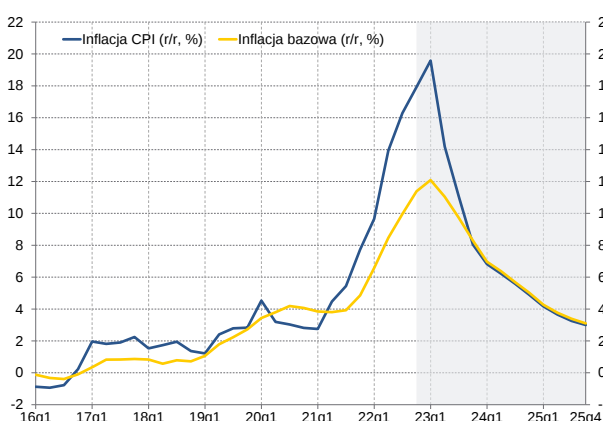


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

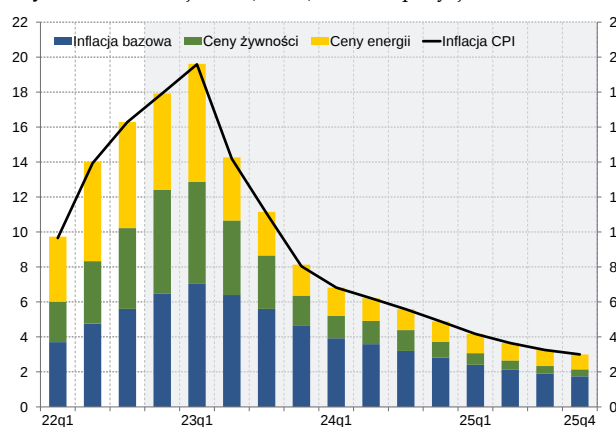
⁴¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2022 r.

osłabienia kursu złotego, przede wszystkim wobec dolara amerykańskiego.

Po wzroście inflacji w I kw. 2023 r., w dalszym horyzoncie, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających inflację CPI, jej poziom zacznie się obniżać. Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym przy stopie referencyjnej równej 6,75%) inflacja CPI dopiero pod koniec horyzontu projekcji powróci do przedziału odchyień 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 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 obniżenie się luki popytowej – zakładane obniżenie cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych w latach 2023-2025. Ceny tych surowców wciąż będą jednak przewyższać poziom sprzed pandemii. Ze względu na proces taryfikacji i opóźnione dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców i uprawnień do emisji CO2 spadek dynamiki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych będzie rozłożony w czasie. 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.

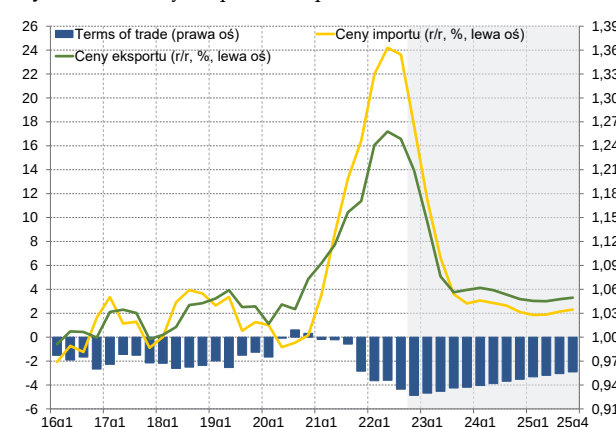
W całym horyzoncie projekcji istotny wpływ na dynamikę cen konsumenta mają działania rządu (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). W 2022 r. inflację CPI istotnie obniża wprowadzenie Tarczy Antyinflacyjnej oraz ograniczenie wzrostu cen gazu dla gospodarstw domowych. W I kw. 2023 r.

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



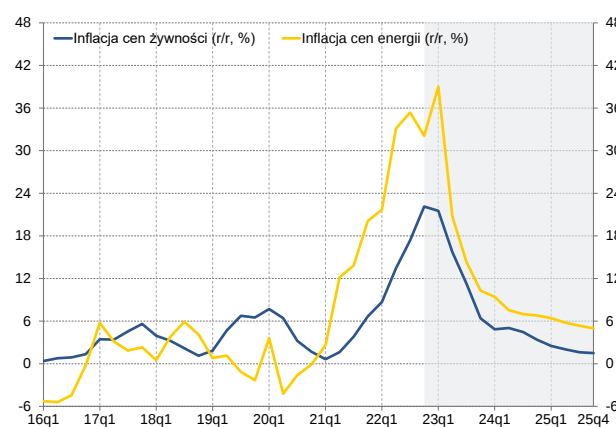
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

znaczna część rozwiązań, które obowiązywały w 2022 r. w ramach Tarczy wygaśnie, co będzie oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki cen ze względu na statystyczny efekt bazy. Efekt ten będzie jednak kompensowany przez pozostałe zmiany fiskalne, w tym częściowe zamrożenie cen energii elektrycznej. W 2024 r. odmrożenie cen energii elektrycznej będzie z kolei oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji CPI.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji lipcowej przyczyniły się do obniżenia prognozy wzrostu gospodarczego w 2023 r., przy zbliżonej do poprzedniej projekcji oczekiwanej dynamice PKB w 2022 i 2024 r. Ścieżka inflacji CPI została natomiast zrewidowana w górę względem wyników poprzedniej projekcji (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

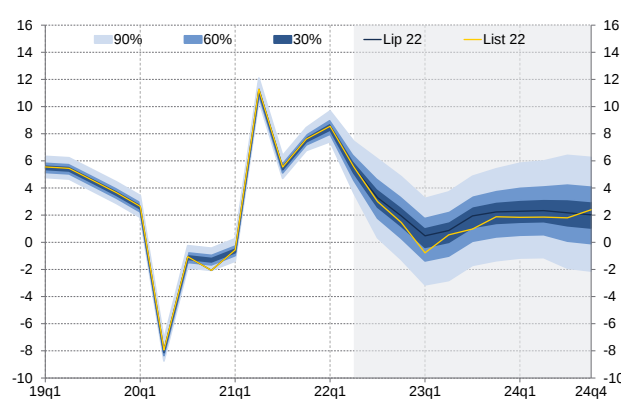
Obniżenie prognozy krajowego wzrostu gospodarczego w 2023 r. jest konsekwencją silniejszego negatywnego wpływu rosyjskiej agresji na Ukrainę na procesy gospodarcze w kraju i za granicą. W szczególności założono, że w jeszcze większym stopniu – niż przyjęto w poprzedniej projekcji – przełoży się ona na wzrost cen gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych, przy czym cena gazu w Europie wyraźnie przewyższa jego cenę na innych rynkach. W konsekwencji w bieżącej projekcji przyjęto, że wojna na Ukrainie będzie skutkować niższym wzrostem gospodarczym w krajach głównych partnerów handlowych Polski, zwłaszcza w Niemczech, ze względu na istotną rolę przemysłu w tej gospodarce i silnym uzależnieniu od importu rosyjskiego gazu. Niższa ścieżka wzrostu PKB w Polsce w 2023 r. wynika także z podwyżek stóp procentowych NBP, które miały miejsce po zamknięciu poprzedniej projekcji. Skalę rewizji w dół krajowego wzrostu gospodarczego łagodzi natomiast zmiany legislacyjne wprowadzone od

Tabela 4.3 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2022	2023	2024
PKB (r/r, %)			
XI 2022	4,6	0,7	2,0
VII 2022	4,7	1,4	2,2
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2022	14,5	13,1	5,9
VII 2022	14,2	12,3	4,1

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



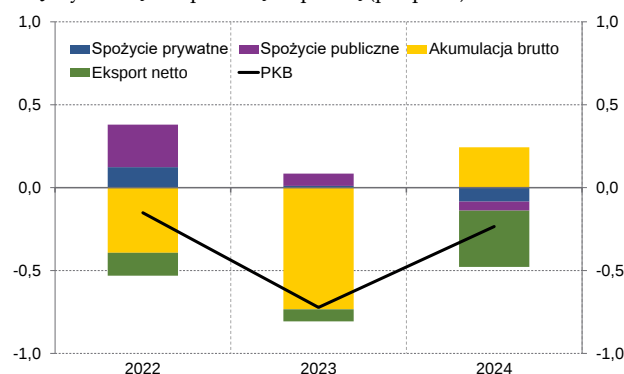
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

zamknięcia projekcji lipcowej, w szczególności zwiększenie subwencji do firm w związku z zamrożeniem cen energii elektrycznej w 2023 r. (por. pkt. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*), a także wydłużenie okresu obowiązywania części rozwiązań w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. W 2024 r., wraz z wygasaniem zaburzeń obniżających wzrost PKB za granicą i powrotem ścieżki tej kategorii makroekonomicznej do założeń lipcowych, także wzrost gospodarczy w kraju ukształtuje się na poziomie zbliżonym do poprzedniej projekcji.

Rewizja w górę prognozy inflacji CPI w latach 2022-2023 wynika z wyższej dynamiki inflacji bazowej i cen żywności, związanej z rozłożoną w czasie reakcją tych komponentów koszyka CPI na silniejszy niż założono w rundzie lipcowej wzrost kosztów produkcji, zwłaszcza energii. Antyinflacyjne działania rządu koncentrują się bowiem na sektorze gospodarstw domowych a w mniejszym stopniu dotyczą sektora przedsiębiorstw. Koszty działalności firm zwiększają również utrzymujące się zaburzenia globalnych łańcuchów dostaw oraz osłabienie waluty krajowej. Ograniczająco na wzrost inflacji bazowej i cen żywności oddziałuje natomiast niższy wzrost gospodarczy łagodzący presję popytową w gospodarce. Skalę korekty ścieżki inflacji CPI w latach 2022-2023 ogranicza rozszerzona – względem stanu z dnia zamknięcia projekcji lipcowej – skala rządowego wsparcia antyinflacyjnego, która przekłada się na obniżenie prognozowanej ścieżki inflacji cen energii w tym horyzoncie. W tym samym kierunku oddziałują również niższe ceny ropy naftowej, których ścieżka obniżyła się w ślad za oczekiwanym spowolnieniem w gospodarce światowej.

W 2024 r., rozłożony w czasie wpływ na inflację CPI – z jednej strony – wyższych niż w poprzedniej rundzie prognostycznej kosztów – a z drugiej – niższej aktywności gospodarczej w dużym stopniu zbilansuje się. Przyjęte w scenariuszu

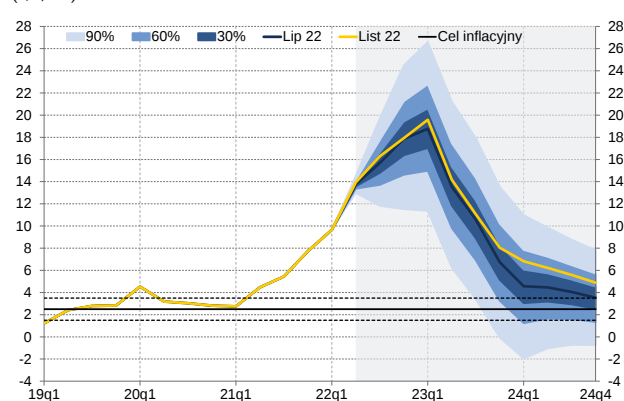
Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

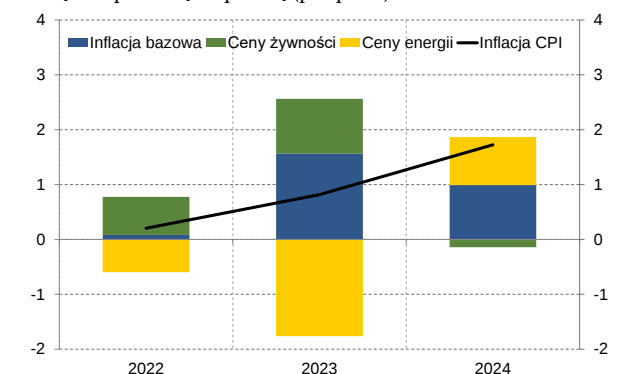
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Wykres 4.26 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (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.

prognostycznym założenie o odmrożeniu cen energii elektrycznej od 2024 r. przyczyni się jednak do wzrostu inflacji cen konsumenta ponad poziom oczekiwany w poprzedniej projekcji.

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 w znacznym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu globalnej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie oraz materializacją innych ryzyk geopolitycznych na świecie. W przypadku inflacji, istotnym źródłem ryzyka jest również przyszły kształt polityki antyinflacyjnej banków centralnych i rządów. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI i dynamiki PKB w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

Dalszy przebieg agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę

Trwająca rosyjska agresja zbrojna na Ukrainę, niepewność z nią związana, w tym możliwość jej dalszej eskalacji, rosyjskie działania retorsyjne wobec Zachodu oraz konsekwencje wprowadzonych i planowanych sankcji gospodarczych przeciwko Rosji stanowią najważniejsze ryzyko dla kształtowania się aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych za granicą i w Polsce.

Przy silnym uzależnieniu krajów Unii Europejskiej od importu surowców energetycznych, w tym importu z Rosji, przyszła sytuacja w tej gospodarce obciążona jest w istotnym stopniu niepewnością uzależnioną od wpływu wstrzymania zakupów rosyjskiej ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego.

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%)
22q4	0,00	0,00	0,00	0,46	0,00
23q1	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
23q2	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
23q3	0,01	0,02	0,04	0,50	0,03
23q4	0,05	0,08	0,12	0,49	0,08
24q1	0,08	0,13	0,19	0,50	0,11
24q2	0,07	0,13	0,20	0,51	0,13
24q3	0,08	0,14	0,23	0,50	0,16
24q4	0,10	0,19	0,31	0,51	0,20
25q1	0,15	0,26	0,40	0,50	0,25
25q2	0,20	0,33	0,47	0,49	0,27
25q3	0,25	0,38	0,53	0,49	0,28
25q4	0,29	0,42	0,57	0,50	0,28

Źródło: obliczenia NBP.

Niepewność ta związana jest z sytuacją pogodową w okresie zimowym, możliwością rozbudowy terminali LNG i zapewnienia dostaw z innych kierunków geograficznych, jak również skalą ewentualnego racjonowania nośników energii dla wybranych branż przemysłu. W warunkach łagodnej zimy, mniejszego zapotrzebowania na energię, przy jednoczesnej szybszej niż założono w scenariuszu centralnym rozbudowie terminali i zwiększonych dostawach surowców energetycznych z innych kierunków można oczekiwać zmniejszenia negatywnego wpływu spadku importu surowców z Rosji na aktywność gospodarczą w krajach UE. W przypadku realizacji negatywnego scenariusza wzrosłoby natomiast ryzyko racjonowania energii dla branż energochłonnych i wejścia w recesję strefy euro, a skala spadku PKB w Niemczech i Włoszech w przyszłym roku

ulegåłyby zwiększeniu względem przyjętych w scenariuszu centralnym założeń.

Istotnym czynnikiem ryzyka scenariusza projekcyjnego jest również perspektywa dalszego eksportu surowców rolnych z Ukrainy, w tym pszenicy, kukurydzy i roślin oleistych. Pomimo zniesienia – na mocy porozumienia między Ukrainą, Turcją i ONZ – rosyjskiej blokady ukraińskich portów na Morzu Czarnym pod koniec lipca br., czynnikiem hamującym eksport pozostaje wysoki koszt transportu produktów rolnych, w tym ich ubezpieczenia w warunkach trwających działań zbrojnych. Inna niż założono w scenariuszu centralnym dostępność zboża z Ukrainy na rynku międzynarodowym będzie oddziaływać nie tylko na ceny jej bliskich substytutów, ale również – ze względu na dostępność pasz – na kształtowanie się na rynkach światowych cen mięsa i produktów mlecznych.

Dalsza eskalacja rosyjskiej agresji zbrojnej może wpływać również negatywnie na możliwość importu z Rosji i Ukrainy innych surowców, w tym metali rzadkich, takich jak lit, nikiel i pallad, wykorzystywanych m.in. w przemyśle samochodowym. W takim scenariuszu można oczekiwać również zwiększonej skali zaburzeń w łańcuchach dostaw, a tym samym dalszego wzrostu globalnej inflacji i pogorszenia koniunktury w gospodarce światowej, w tym w Polsce. Wraz z pogorszeniem uwarunkowań dla handlu zagranicznego nastąpiłby wzrost cen importu, powodując jednocześnie obniżenie salda obrotów bieżących w bilansie płatniczym.

Zakończenie agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę w horyzoncie projekcji doprowadziłoby natomiast do zmniejszenia skali zakłóceń w globalnych łańcuchach dostaw oraz wpłynęłoby na spadek awersji do ryzyka geopolitycznego w Europie Środkowo-Wschodniej. Przy realizacji tego optymistycznego scenariusza ścieżka cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach

światowych mogłaby ukształtować się na niższym poziomie niż przyjęto w projekcji oraz zmniejszyłyby się zaburzenia w światowym handlu. Przy tych uwarunkowaniach można oczekiwać spadku persystencji procesów inflacyjnych w gospodarce krajowej i szybszego niż założono w projekcji obniżenia stopy inflacji CPI.

Dalszy przebieg pandemii COVID-19 na świecie

Kolejnym ryzykiem dla scenariusza centralnego projekcji jest dalszy przebieg pandemii COVID-19. Ocenia się przy tym, że wpływ tego czynnika na gospodarkę światową jest mniejszy niż w poprzednich rundach progностycznych i ogranicza się w dużym stopniu do terytorium Chin, gdzie rząd kontynuuje politykę „zero przypadków COVID”. Można założyć, że w wyniku rozszerzenia *lockdownów* w Chinach doszłoby do wzrostu skali zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, co doprowadziłoby do obniżenia światowego wzrostu gospodarczego oraz utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. W przypadku złagodzenia polityki epidemicznej w Chinach lub wprowadzenia na rynek skutecznego leku na COVID-19, możliwe byłoby natomiast ograniczenie negatywnego wpływu pandemii na wzrost gospodarki światowej. Taki scenariusz mógłby doprowadzić do poprawy funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw, zwłaszcza jeżeli nastąpiłby jednoczesny wzrost dostępności materiałów i półproduktów oraz spadek ich cen.

Szybsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed

Ryzykiem dla scenariusza centralnego projekcji jest również możliwość silniejszego zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed w reakcji na rosnącą inflację, w tym szybszy od oczekiwań wzrost inflacji bazowej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Większa od oczekiwań skala podwyżek stóp procentowych przez te banki centralne wpłynęłaby na ograniczenie

dostępności i wyższy koszt kredytu, co przyczyniłoby się do silniejszego obniżenia dynamiki spożycia gospodarstw domowych oraz inwestycji prywatnych w tych gospodarkach. Stanowiłoby to tym samym czynnik zwiększający ryzyko wystąpienia recesji w 2023 r. w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych.

Realizacja tego scenariusza oddziaływałaby negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce, przy różnokierunkowym wpływie na inflację. Z jednej strony, wyższa od oczekiwań inflacja za granicą oraz osłabienie kursu złotego w ślad za silniejszymi podwyżkami stóp procentowych przez EBC i Fed zwiększałyby krajową inflację poprzez wyższą dynamikę cen importu. Z drugiej strony, niższa aktywność gospodarcza w Polsce i mniejsza presja popytowa łagodziłyby wpływ na krajową inflację wyższych cen importu.

Działania antyinflacyjne rządu oraz transfery UE

W bieżącej rundzie progностycznej zwiększył się zakres podejmowanych przez rząd w ramach polityki fiskalnej działań, których celem jest ograniczenie negatywnego wpływu wysokich cen surowców oraz inflacji na sytuację gospodarstw domowych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Inna niż założono w scenariuszu centralnym skala tych działań mogłaby wpłynąć na zmianę prognozowanej dynamiki cen konsumpcyjnych w horyzoncie projekcji i tym samym przyczynić się do korekty ścieżki krajowej aktywności gospodarczej.

Dodatkowym czynnikiem ryzyka wpływającym negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce w latach 2023-2024 jest możliwość dalszego opóźnienia wypłaty środków z nowego unijnego instrumentu finansowego Next Generation EU. Otrzymanie środków na realizację projektów w ramach Krajowego Planu Odbudowy uzależnione jest bowiem od akceptacji przez Komisję Europejską osiągnięcia przez Polskę tzw.

„kamieni milowych”. Opóźnienie lub wstrzymanie środków przyczyniłoby się do obniżenia krajowej aktywności gospodarczej oraz wpłynęłoby również negatywnie na przyszły poziom salda obrotów bieżących i kapitałowych.

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	17,9	19,6	14,2	11,1	8,0	6,8	6,2	5,6	4,9	4,2	3,6	3,3	3,0	14,5	13,1	5,9	3,5
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	6,6	8,5	10,0	11,4	12,1	11,0	9,7	8,3	7,0	6,4	5,7	5,0	4,3	3,8	3,4	3,1	9,1	10,3	6,0	3,6
Ceny żywności (% r/r)	8,7	13,4	17,4	22,1	21,5	15,7	11,3	6,4	4,8	5,0	4,5	3,4	2,5	2,0	1,6	1,5	15,3	13,6	4,4	1,9
Ceny energii (% r/r)	21,7	33,1	35,4	32,1	39,0	20,7	14,3	10,3	9,4	7,6	7,0	6,8	6,4	5,8	5,3	5,0	30,5	20,6	7,7	5,6
PKB (% r/r)	8,5	5,5	3,0	1,5	-0,8	0,6	1,0	1,9	1,8	1,9	1,8	2,4	3,0	2,9	3,3	3,1	4,6	0,7	2,0	3,1
Popyt krajowy (% r/r)	13,2	7,2	1,8	-0,6	-3,8	-1,1	-0,4	0,9	0,8	0,2	0,1	1,1	2,4	2,7	3,2	2,7	5,2	-1,1	0,6	2,7
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	6,6	6,4	2,1	2,2	1,0	0,8	0,7	0,5	0,7	1,0	0,9	1,0	1,8	1,7	1,7	1,5	4,3	0,8	0,9	1,7
Spożycie publiczne (% r/r)	0,6	0,8	1,0	0,1	3,4	2,1	1,0	8,2	1,7	1,2	1,0	1,1	1,9	2,4	3,1	3,2	1,1	3,6	1,2	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	4,3	7,1	4,4	0,1	-0,1	1,1	-3,1	-0,4	0,2	-0,2	0,1	4,8	9,4	7,0	8,6	6,2	3,9	-0,6	1,2	7,8
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-3,8	-1,2	1,3	2,1	2,9	1,6	1,4	1,1	1,0	1,6	1,7	1,4	0,8	0,4	0,4	0,6	-0,3	1,7	1,4	0,5
Eksport (% r/r)	2,0	5,2	4,0	2,1	1,8	-0,9	-0,5	0,5	2,1	3,3	3,5	4,1	4,0	3,8	3,9	4,1	3,4	0,2	3,3	3,9
Import (% r/r)	8,8	7,8	1,9	-1,5	-3,5	-3,9	-3,1	-1,5	0,4	0,5	0,7	2,0	3,1	3,6	3,8	3,5	4,2	-3,0	0,9	3,5
Wynagrodzenia (% r/r)	9,7	11,8	12,2	11,6	12,8	13,3	11,1	10,3	9,0	7,4	7,4	6,7	6,4	5,9	5,6	5,6	11,3	11,9	7,6	5,9
Pracujący (% r/r)	1,7	1,0	0,4	0,0	-0,6	-0,5	-1,1	-1,6	-1,6	-1,8	-1,5	-1,2	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	0,8	-0,9	-1,5	-0,5
Stopa bezrobocia (%)	2,8	2,9	2,7	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,5	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,9	2,8	3,5	4,6	4,8
NAWRU (%)	4,7	4,5	4,2	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,4	4,1	4,1	4,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,1	58,0	58,0	58,1	58,0	58,0	57,9	57,9	57,8	57,6	57,6	57,6	57,5	57,6	57,5	57,5	58,1	58,0	57,7	57,5
Wydajność pracy (% r/r)	6,7	4,5	2,6	1,5	-0,2	1,1	2,1	3,5	3,5	3,7	3,4	3,6	3,9	3,3	3,7	3,4	3,8	1,6	3,5	3,6
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	3,0	7,2	9,5	10,1	13,1	12,1	8,8	6,5	5,4	3,5	3,9	2,9	2,3	2,5	1,9	2,1	7,4	10,1	3,9	2,2
Produkt potencjalny (% r/r)	3,6	3,6	3,8	3,7	3,7	3,2	2,8	2,5	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	3,7	3,1	2,4	2,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	4,0	2,2	0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,2	-1,0	-0,9	-1,5	-1,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	1,6	-0,8	-1,2	-0,6
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,27	1,47	1,42	1,40	1,36	1,35	1,32	1,28	1,26	1,28	1,26	1,22	1,22	1,24	1,22	1,22	1,39	1,33	1,26	1,22
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	2,03	2,38	3,18	2,18	2,34	2,41	2,27	2,11	2,13	1,95	1,83	1,74	1,76	1,63	1,52	1,49	2,44	2,28	1,91	1,60
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	3,6	4,7	4,9	4,6	4,2	3,8	3,7	3,8	3,7	3,2	2,8	2,3	2,0	1,8	1,7	1,7	4,5	3,9	3,0	1,8
PKB za granicą (% r/r)	5,6	3,6	1,7	0,9	0,0	-0,4	0,0	0,6	1,3	1,8	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6	1,5	2,9	0,0	1,8	1,7
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-2,7	-3,5	-3,8	-3,4	-2,6	-2,0	-1,6	-1,3	-1,1	-0,8	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	-3,4	-1,3	-0,1	0,5
WIBOR 3M (%)	3,50	6,24	7,08	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	5,94	6,95	6,95	6,95

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

Dla większości zmiennych wartości do III 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 maj – sierpień 2022 r.

■ Data: 5 maja 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: L. Kotecki

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

■ Data: 5 maja 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt. proc., tj. do poziomu 5,25% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 5,75%,
- stopa depozytowa 4,75%,
- stopa redyskontowa weksli 5,30%,
- stopa dyskontowa weksli 5,35%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
P. Litwiniuk

■ Data: 5 maja 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2022 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
R. Sura
H. J. Wnorowski

Przeciw: L. Kotecki
P. Litwiniuk

■ Data: 5 maja 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2022 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2021.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
P. Litwiniuk

■ Data: 5 maja 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2022 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2021.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
P. Litwiniuk

■ Data: 5 maja 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2022 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2021 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 8 czerwca 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: L. Kotecki

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

■ Data: 8 czerwca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt. proc., tj. do poziomu 6,00% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 6,50%,
- stopa depozytowa 5,50%,
- stopa redyskontowa weksli 6,05%,
- stopa dyskontowa weksli 6,10%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 8 czerwca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2022 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
R. Sura
H. J. Wnorowski

Przeciw: L. Kotecki

■ Data: 7 lipca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt. proc., tj. do poziomu 6,50% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 7,00%,
- stopa depozytowa 6,00%,
- stopa redyskontowa weksli 6,55%,
- stopa dyskontowa weksli 6,60%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: nikt nie głosował

■ Data: 7 lipca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2022 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
L. Kotecki
P. Litwiniuk
R. Sura
H. J. Wnorowski

Przeciw: nikt nie głosował