



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Raport o inflacji – listopad 2023 r.

Warszawa, 2023 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 Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji i PKB stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP.

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 1 listopada 2023 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 23 października 2023 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	16
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	23
2.4 Rynek pracy	25
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	26
2.6 Pieniądz i kredyt	27
2.7 Bilans płatniczy	29
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2023 r.	31
4. Projekcja inflacji i PKB	39
4.1 Synteza	40
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	41
4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025	45
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	52
4.5 Źródła niepewności projekcji	54
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2023 r.	59

Synteza

W ostatnim okresie koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona. Roczna dynamika PKB zarówno w II kw., jak i w III kw. 2023 r. w strefie euro obniżała się i była nadal wyraźnie niższa od wieloletniej średniej, a w Stanach Zjednoczonych przyspieszała. Jednocześnie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej roczna dynamika PKB w II kw. br. pozostała bliska zera. Negatywnie na globalną koniunkturę nadal wpływały skutki wcześniejszego silnego wzrostu cen surowców oraz zacieśnienie warunków finansowania w wielu gospodarkach rozwiniętych i podwyższona niepewność. W tych warunkach wzrost globalnej produkcji przemysłowej pozostał niski, a dynamika wolumenu handlu światowego obniżyła się. W III kw. 2023 r. spowolniła również koniunktura w sektorze usług. W kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływała natomiast nadal bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej w dalszym ciągu się obniżała, chociaż była nadal podwyższona. Z kolei średnia inflacja na świecie kształtowała się we wrześniu br. na podobnym poziomie co w maju br. Globalną dezinflację w ostatnich miesiącach spowolnił wzrost rocznej dynamiki cen energii, wynikający z efektów bazy oraz pewnego wzrostu cen surowców energetycznych. Inflacja bazowa w większości największych gospodarek na świecie oraz w bezpośrednim otoczeniu Polski obniżała się, choć była wciąż podwyższona. W związku z niższymi niż rok wcześniej cenami surowców oraz ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach podaży, presja kosztowa była ograniczona, co w wielu krajach znalazło odzwierciedlenie w niskiej dynamice cen produkcji.

Ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych wzrosły w ostatnim okresie, choć kształtują się wciąż wyraźnie poniżej rekordowych poziomów z ubiegłego roku. Jednocześnie pozostają one znacząco wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podażowymi na części rynków surowcowych.

W ostatnim okresie wiele banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych podniosło stopy procentowe lub utrzymywało je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach. Z kolei część banków centralnych w gospodarkach wschodzących poluzowała parametry polityki pieniężnej. Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z wyceny instrumentów finansowych wskazują, że w kolejnych latach stopy procentowe w wielu gospodarkach prawdopodobnie będą stopniowo obniżane, choć mogą nadal kształtować się na istotnie wyższym poziomie niż przed pandemią COVID-19.

Na światowych rynkach finansowych w ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych wzrosły w większości gospodarek, a ceny akcji obniżyły się. Jednocześnie dolar amerykański umocnił się względem euro oraz walut gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach w dalszym ciągu wyraźnie się obniżała (do 8,2% we wrześniu oraz – według szybkiego szacunku GUS – 6,5% w październiku wobec 11,5% w czerwcu i szczytu 18,4% z lutego 2023 r.). Największy wpływ na spadek

inflacji CPI w okresie od czerwca do września 2023 r. miała niższa roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz towarów nieżywnościowych. Niższa inflacja wynikała także – choć w mniejszym stopniu – z malejącej rocznej dynamiki cen usług. Spadek rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych nastąpił w warunkach ograniczenia popytu konsumpcyjnego i wygasania presji kosztowej związanej m.in. z zewnętrznymi szokami podażowymi, w tym konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Obniżeniu się inflacji sprzyjały również – choć w ograniczonym stopniu – czynniki o charakterze regulacyjnym (rozszerzenie programu bezpłatnych leków oraz podniesienie limitów zużycia energii elektrycznej gwarantujących zamrożenie cen dla gospodarstw domowych od września br.). W ostatnich miesiącach obniżyła się także roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, która od lipca br. pozostaje ujemna.

W warunkach niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki, również krajowa koniunktura pozostawała w ostatnim czasie osłabiona. Roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. była nieznacznie ujemna (-0,6% r/r wobec -0,3% r/r w I kw. br.), przy dalszym ograniczeniu konsumpcji. Podobnie jak w poprzednim kwartale, znaczny ujemny wkład do dynamiki PKB miała także zmiana zapasów. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast relatywnie wysoka dynamika inwestycji oraz dodatni wkład eksportu netto. Jednocześnie wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w II kw. 2023 r. w ujęciu nominalnym nie zmienił się istotnie w porównaniu do II kw. 2022 r. Dostępne dane miesięczne wskazują, że w III kw. br. koniunktura gospodarcza była wciąż osłabiona, choć lepsza niż w II kw. br.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2023 r. wyniósł 42,5 mld zł (1,2% PKB) wobec deficytu 2,6 mld zł (0,1% PKB) w tym samym okresie 2022 r. Pogorszenie wyniku jest rezultatem m.in. zmian w systemie podatkowym, które obowiązują od stycznia oraz od lipca ub.r. Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB wyniesie 49,3% na koniec 2023 r., tj. utrzyma się na poziomie z końca 2022 r.

Sytuacja na rynku pracy w Polsce pozostaje dobra, o czym świadczy przede wszystkim niska stopa bezrobocia i wysoki poziom zatrudnienia. Jednocześnie wobec osłabionej koniunktury gospodarczej w ostatnim okresie dynamika zatrudnienia i wzrost wynagrodzeń nominalnych obniżyły się.

W warunkach obserwowanego i prognozowanego spadku inflacji, obniżek stóp procentowych NBP, a także przesunięcia się w dół oczekiwań uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów, rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach były relatywnie stabilne, pomimo wzrostu rentowności obligacji w głównych gospodarkach. Z kolei kurs złotego wobec dolara amerykańskiego – podobnie jak kursy walut innych gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej – osłabił się. Natomiast kurs złotego względem euro – po przejściowym osłabieniu we wrześniu br. – ukształtował się w pobliżu poziomu z końca czerwca br.

Roczna dynamika agregatu M3 w III kw. 2023 r. wzrosła, jednak nadal kształtowała się nieco poniżej wieloletniej średniej. Jednocześnie zadłużenie kredytowe zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw obniżyło się w ujęciu rocznym.

W II kw. 2023 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się poprawiło. Wynikało to z poprawy salda obrotów towarowych, przy nieco niższej nadwyżce w handlu usługami i pogłębieniu się ujemnego salda dochodów pierwotnych. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji ekonomicznej 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 - wrzesień 2023 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie 2023 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj - wrzesień 2023 r.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 23 października 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,3 – 11,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 12,7% w projekcji z lipca 2023 r.), 3,2 – 6,2% w 2024 r. (wobec 3,7 – 6,8%) oraz 2,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,1 – 5,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 0,6% w 2023 r. (wobec -0,2 – 1,3% w projekcji z lipca 2023 r.), 1,9 – 3,8% w 2024 r. (wobec 1,4 – 3,3%) oraz 2,4 – 4,7% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,4%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

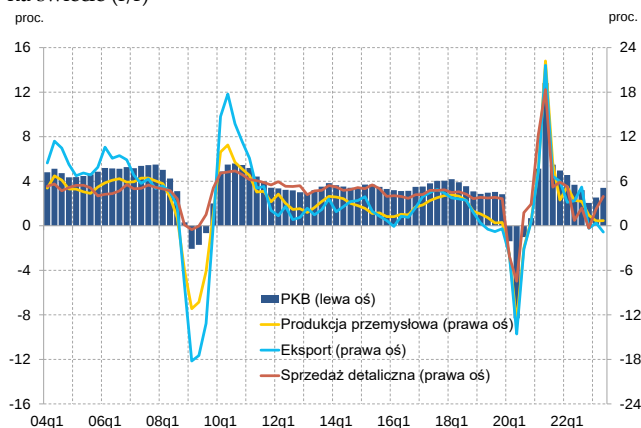
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W ostatnim okresie koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona (Wykres 1.1). Roczna dynamika PKB zarówno w II kw., jak i w III kw. 2023 r. w strefie euro obniżała się i była nadal wyraźnie niższa od wieloletniej średniej, a w Stanach Zjednoczonych przyspieszała. Jednocześnie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej roczna dynamika PKB w II kw. br. pozostała bliska zera.

Negatywnie na globalną koniunkturę nadal wpływały skutki wcześniejszego silnego wzrostu cen surowców, dalsze zacieśnienie warunków finansowania w wielu gospodarkach rozwiniętych oraz podwyższona niepewność. W tych warunkach wzrost globalnej produkcji przemysłowej pozostał niski, a dynamika wolumenu handlu światowego obniżyła się. Ponadto w III kw. 2023 r. zwolniła dynamika aktywności w sektorze usług. W kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływała natomiast nadal bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

W strefie euro dynamika PKB w II kw. 2023 r. obniżyła się do 0,5% r/r (wobec 1,2% r/r w I kw. 2023 r.; Wykres 1.2)¹. Wynikało to w dużej mierze ze spadku eksportu, w efekcie którego wkład eksportu netto zmniejszył się do zera. Dodatkowo w warunkach nadal podwyższonej inflacji i słabych nastrojów konsumentów obniżyła się dynamika konsumpcji prywatnej. Jednocześnie wyższy koszt kredytu wpływał na dalszy spadek

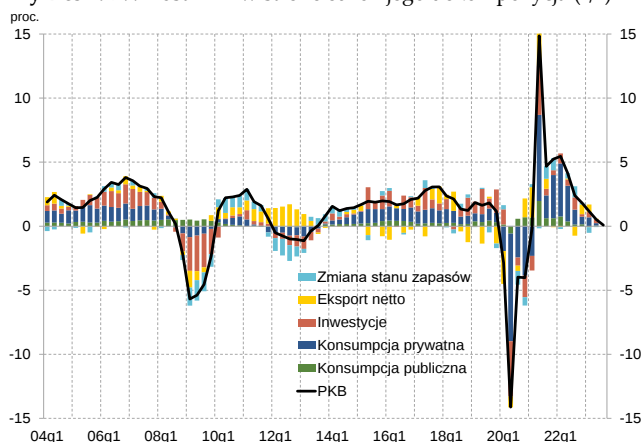
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

¹ W ujęciu kwartalnym PKB w strefie euro w II kw. 2023 r. wzrósł o 0,2% kw/kw po stagnacji w I kw. br.

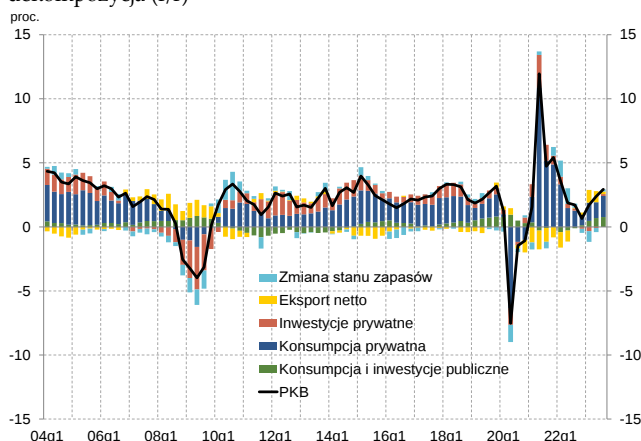
inwestycji mieszkaniowych. Według wstępnego szacunku Eurostatu w III kw. br. dynamika PKB ponownie spowolniła (do 0,1% r/r)². Sytuacja na rynku pracy była wciąż dobra, a stopa bezrobocia w sierpniu 2023 r. kształtowała się na najniższym poziomie w historii strefy euro (6,4%).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II kw. 2023 r. wzrosła do 2,4% r/r (wobec 1,7% r/r w I kw. 2023 r.), a wstępny szacunek za III kw. 2023 r. wskazuje na jej dalszy wzrost do 2,9% r/r (Wykres 1.3)³. Do wyższej dynamiki PKB w II kw. br. przyczyniła się mniejsza skala spadku inwestycji prywatnych, mniejszy ujemny wkład zmiany zapasów oraz silniejszy wzrost spożycia publicznego. Z kolei w III kw. br. główną przyczyną wzrostu rocznej dynamiki PKB było przyspieszenie konsumpcji prywatnej. Sytuacja na rynku pracy w III kw. 2023 r. pozostawała korzystna. W szczególności postępował wzrost zatrudnienia, a stopa bezrobocia – mimo niewielkiego wzrostu – pozostała niska (3,8% we wrześniu br.).

W Chinach dynamika PKB wyniosła 6,3% r/r w II kw. 2023 r.⁴ oraz 4,9% r/r w III kw. br. (wobec 4,5% r/r w I kw. 2023 r.). W warunkach wygasania odbudowy konsumpcji prywatnej po odejściu od restrykcyjnej polityki epidemicznej „zero-COVID”, wzrost aktywności gospodarczej był w coraz większym stopniu ograniczany przez utrzymującą się dekoninkturę na rynku nieruchomości oraz nadal słaby popyt zagraniczny.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro⁵ dynamika PKB w II kw. br. pozostawała niska (0,1% r/r w II kw. 2023 r. wobec 0,0% r/r w I kw. 2023 r.). W kierunku niższego wzrostu PKB oddziaływał przede wszystkim

Wykres 1.3 Wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

² W ujęciu kwartalnym PKB w strefie euro w III kw. 2023 r. obniżył się według wstępnego szacunku Eurostatu o 0,1% kw/kw.

³ W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych w II kw. 2023 r. wzrósł o 2,1% kw/kw saar wobec 2,2% kw/kw saar w I kw. 2023 r., natomiast wstępny szacunek za III kw. 2023 r. wskazuje na wzrost o 4,9% kw/kw saar.

⁴ Silny wzrost PKB w ujęciu rocznym w II kw. 2023 r. odzwierciedlał w dużej mierze efekt niskiej bazy związany z wyraźnym spadkiem aktywności gospodarczej w Chinach w II kw. 2022 r. w efekcie wzrostu zakażeń COVID-19.

⁵ Zagregowana dynamika PKB Czech, Węgier i Rumunii w ujęciu rocznym.

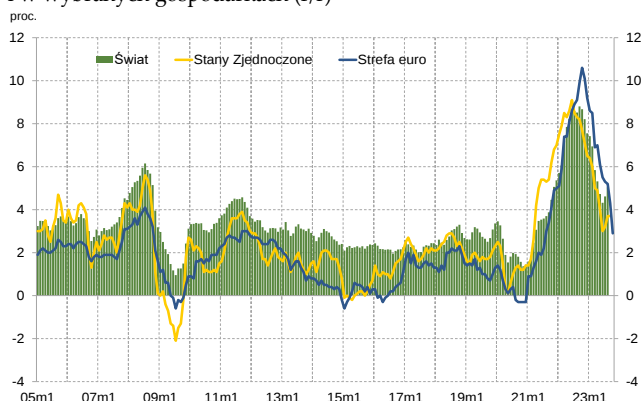
silnie ujemny wkład zmiany zapasów. Ponadto w warunkach podwyższonej inflacji, osłabionych nastrojów konsumenckich oraz efektów wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej roczna dynamika konsumpcji prywatnej była bliska zera, a roczna dynamika inwestycji kontynuowała spadek. Natomiast wzrost gospodarczy wspierany był głównie przez eksport netto. Stopa bezrobocia pozostawała na niskim poziomie (średnio 4,0% w sierpniu 2023 r.).

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej w dalszym ciągu się obniżała, choć była nadal podwyższona (Wykres 1.4). Z kolei średnia inflacja na świecie kształtowała się we wrześniu br. na podobnym poziomie co w maju br. Dezinflację na świecie w ostatnich miesiącach spowolnił wzrost rocznej dynamiki cen energii, wynikający z efektów bazy oraz pewnego wzrostu cen surowców energetycznych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Inflacja bazowa w większości największych gospodarek na świecie oraz w bezpośrednim otoczeniu Polski obniżała się, choć była wciąż podwyższona (Wykres 1.5)⁶. W związku z niższymi niż rok wcześniej cenami surowców oraz ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach podaży, presja kosztowa była ograniczona, co w wielu krajach znalazło odzwierciedlenie w niskiej dynamice cen produkcji (Wykres 1.6).

W strefie euro inflacja HICP obniżyła się do 4,3% r/r we wrześniu 2023 r. (wobec 6,1% r/r w maju br.), osiągając najniższy poziom od blisko dwóch lat⁷. Największy wpływ na spadek rocznej dynamiki cen od maja 2023 r. miało obniżenie się dynamiki cen żywności oraz spadek cen energii. Spadła także inflacja bazowa (do 4,5% r/r we

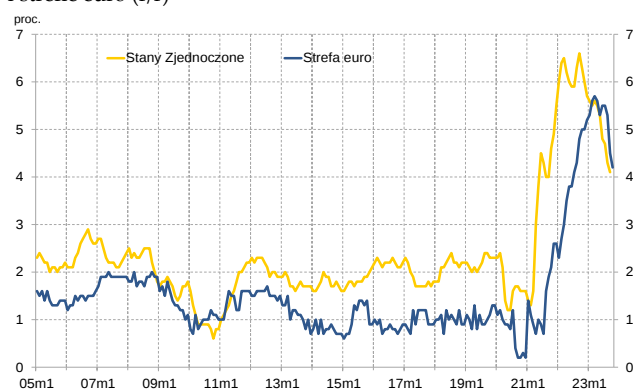
Wykres 1.4 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – ważona udziałami PKB według parytetu siły nabywczej (PPP) średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach, których łączny udział w światowym PKB według PPP w 2020 r. wyniósł według szacunków MFW 84%. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP. Inflacja HICP w strefie euro w październiku 2023 r. – wstępny szacunek Eurostatu.

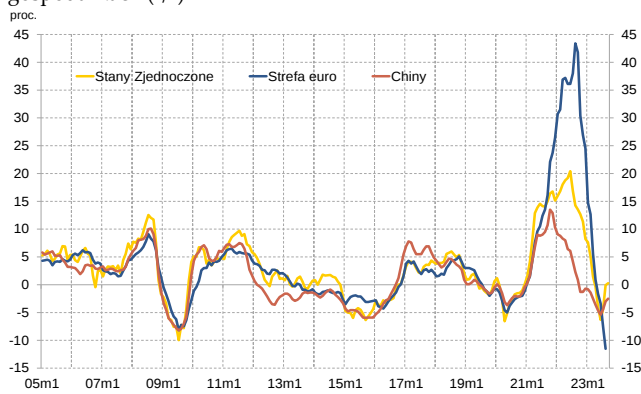
Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



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. Inflacja bazowa w strefie euro w październiku 2023 r. – wstępny szacunek Eurostatu.

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



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

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

⁶ Jako inflację bazową opisano krajowy wskaźnik CPI (dla strefy euro wskaźnik HICP) z wyłączeniem cen żywności i energii (dla strefy euro również z wyłączeniem cen wyrobów alkoholowych i tytoniowych).

⁷ W październiku 2023 r. – według wstępnego szacunku Eurostatu – inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,9% r/r, a inflacja bazowa 4,2% r/r.

wrześniu wobec 5,3% r/r w maju br.), choć nadal kształtowała się powyżej wieloletniej średniej. Do spadku inflacji bazowej przyczyniło się głównie obniżenie się dynamiki cen towarów przemysłowych w ślad za osłabieniem popytu i wygasaniem zaburzeń w łańcuchach podaży. Z kolei dynamika cen usług spadła jedynie nieznacznie (wyniosła 4,7% r/r we wrześniu wobec 5,0% r/r w maju br.).

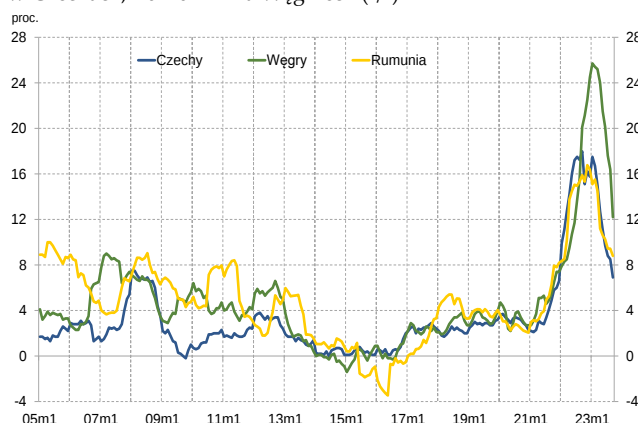
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych obniżyła się z 4,0% r/r w maju br. do 3,0% r/r w czerwcu, a następnie – w wyniku wzrostu dynamiki cen energii – wzrosła do 3,7% we wrześniu br. Z kolei inflacja bazowa CPI obniżyła się we wrześniu do 4,1% r/r (wobec 5,3% r/r w maju br.) i była najniższa od dwóch lat, przy nadal wyraźnie wyższej dynamice cen usług niż towarów.

W krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro roczna inflacja CPI od maja br. istotnie się obniżyła (Wykres 1.7), co wynikało głównie z niższej dynamiki cen żywności. W Czechach i na Węgrzech na spadek inflacji CPI złożyły się również spadek inflacji bazowej oraz obniżenie się rocznej dynamiki cen energii. We wrześniu 2023 r. inflacja CPI w Czechach spadła do 6,9% r/r (wobec 11,1% r/r w maju 2023 r.), na Węgrzech do 12,2% r/r (wobec 21,5% r/r w maju 2023 r.), a w Rumunii do 8,8% r/r (wobec 10,6% r/r w maju 2023 r.).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych wzrosły w ostatnim okresie, choć kształtują się wciąż wyraźnie poniżej rekordowych poziomów z ubiegłego roku. Jednocześnie pozostają one znacząco wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podażowymi na części rynków surowcowych.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent

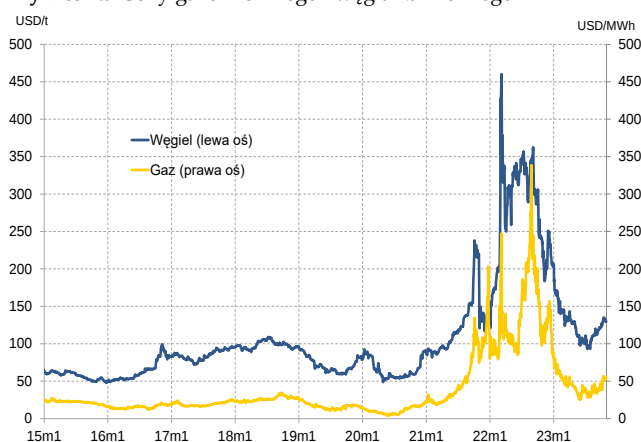


Źródło: dane Bloomberg.

Średnia cena ropy naftowej Brent od czerwca do października br.⁸ zwiększyła się o ponad 18%, pozostała jednak o około 5% niższa niż przed rokiem (Wykres 1.8) i jednocześnie o około 54% wyższa od średniej z lat 2015-2019. Do wzrostu cen surowca przyczyniła się przede wszystkim polityka ograniczania podaży prowadzona przez kraje OPEC+ (zwłaszcza Arabię Saudyjską i Rosję). W kierunku wzrostu cen oddziałują także sankcje UE nałożone na Rosję oraz funkcjonowanie ceny maksymalnej na rosyjską ropę⁹, a w ostatnim okresie również wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Skalę wzrostu cen ogranicza natomiast wolniejsze tempo wzrostu popytu na ropę naftową i produkty jej rafinacji w warunkach osłabionej koniunktury w wielu gospodarkach (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

W ostatnich miesiącach wzrosły także ceny gazu ziemnego i węgla, choć nadal były wyraźnie niższe niż rok wcześniej (Wykres 1.9). Ze względu na strukturalne zmiany na rynkach tych surowców, ich ceny kształtują się znacząco powyżej swoich przeciętnych poziomów sprzed pandemii COVID-19 (odpowiednio o około 148% i 73% względem średniej z lat 2015-2019). Wzrost cen gazu ziemnego w ostatnich miesiącach następuje w dużej mierze na skutek czynników sezonowych oraz wydarzeń zwiększających niepewność dotyczącą możliwości zaspokajania popytu na te surowce w różnych regionach świata¹⁰. Wyższe ceny gazu oddziałują również w kierunku wzrostu cen węgla. Ograniczająco na wzrost europejskich cen gazu ziemnego oddziałuje natomiast bardzo wysoki poziom zapełnienia magazynów w UE.

Wykres 1.9 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.10 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 zageszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

⁸ Średnie miesięczne ceny surowców energetycznych obliczono na podstawie danych dziennych do 27 października 2023 r.

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

¹⁰ M.in. strajki pracowników zakładów LNG w Australii, awaria podmorskiego gazociągu łączącego Estonię z Finlandią oraz wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie.

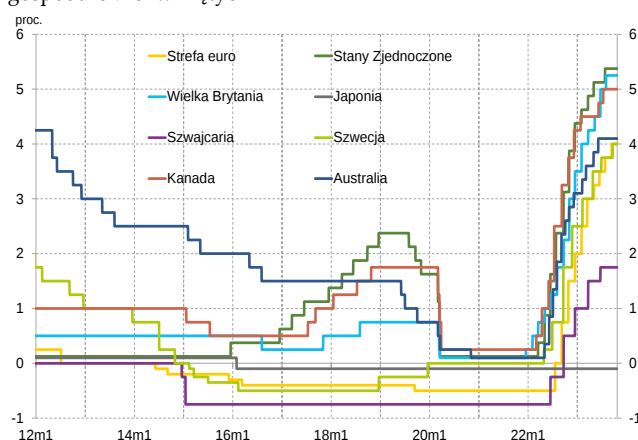
Indeks cen surowców rolnych NBP w okresie od czerwca do października br.¹¹ zwiększył się o około 4%, choć pozostał niższy niż przed rokiem o około 3% (Wykres 1.10). Jednocześnie ceny surowców rolnych kształtowały się na wyraźnie wyższym poziomie niż przed pandemią COVID-19 (o ponad 50% względem średniej z lat 2015-2019). Do wzrostu cen surowców rolnych w ostatnich miesiącach przyczyniło się pogorszenie sytuacji podaźowej na części rynków (m.in. soku pomarańczowego, kakao, mleka, masła oraz pszenicy). Wyraźnie obniżyły się natomiast ceny europejskiej wieprzowiny na skutek niskiego popytu importowego oraz spadku cen bliskich substytutów, m.in. drobiu¹². W ostatnich miesiącach zmniejszyły się także ceny rzepaku, czemu sprzyjał wzrost produkcji w bieżącym sezonie gospodarczym.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie wiele banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych podniosło stopy procentowe lub utrzymywało je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach (Wykres 1.11). Z kolei część banków centralnych w gospodarkach wschodzących poluzowała parametry polityki pieniężnej (Wykres 1.12). Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z wyceny instrumentów finansowych wskazują, że w kolejnych latach stopy procentowe w wielu gospodarkach prawdopodobnie będą stopniowo obniżane, choć mogą nadal kształtować się na istotnie wyższym poziomie niż przed pandemią COVID-19 (Wykres 1.13).

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu Europejski Bank Centralny (EBC) zacieśnił politykę pieniężną. Od lipca 2022 r. – w dziesięciu krokach – podniósł stopy procentowe łącznie o 4,50 pkt proc., w tym stopę depozytową do 4,00%*

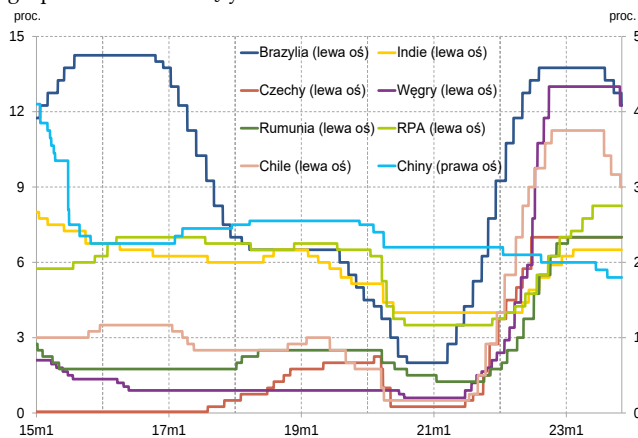
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*.

Wykres 1.12 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Brazylii – *Selic Rate*; dla Indii – stopa *repo*; dla Chin – stopa *reverse repo 1W*; dla Czech – stopa *repo 2W*; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgier – *base rate*; dla RPA – stopa *repo*; dla Chile – *monetary policy interest rate*.

¹¹ Indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 27 października 2023 r.

¹² Ceny wieprzowiny obniżyły się mimo wciąż ograniczonej podaży i niskiego poglobia w UE.

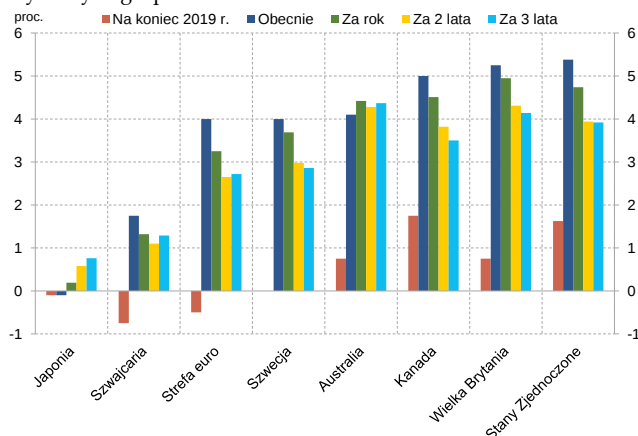
we wrześniu br., a następnie utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie w październiku. Oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na możliwą stabilizację stóp procentowych EBC w najbliższych miesiącach, a następnie ich stopniowy spadek od połowy 2024 r.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) na posiedzeniu w lipcu br. podniosła stopy procentowe o 0,25 pkt proc., a we wrześniu i listopadzie utrzymała je na niezmiennym poziomie. Od marca 2022 r. Fed podniósł stopy procentowe łącznie o 5,25 pkt proc. i obecnie przedział dla stopy *fed funds* wynosi 5,25-5,50%. Większość uczestników rynków finansowych oczekuje stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach, a następnie ich prawdopodobnego obniżania od połowy 2024 r.¹³

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* część banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych, w tym Wielkiej Brytanii, Kanady, Szwecji i Norwegii, podniosła stopy procentowe¹⁴. Natomiast w pozostałych gospodarkach rozwiniętych, w tym w Szwajcarii, Australii i Nowej Zelandii, a także Japonii, banki centralne utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Z kolei część banków centralnych w gospodarkach wschodzących, w tym Brazylii, Chin, Chile oraz Węgier, poluzowała parametry polityki pieniężnej. Natomiast banki centralne m.in. Indii, Korei i Meksyku utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie, po wcześniejszych podwyżkach, a banki centralne m.in. Rosji i Turcji podniosły stopy procentowe.

Wykres 1.13 Przeszły, obecny i oczekiwany przez uczestników rynku 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*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów IRS – stan na 1 listopada 2023 r.

¹³ Z kolei mediana prognoz przedstawicieli Fed z września br. wskazywała na możliwość jeszcze jednej podwyżki stóp o 0,25 pkt proc. w 2023 r. oraz na stopniowe obniżanie stóp procentowych w kolejnych latach.

¹⁴ Przy czym w ostatnim czasie banki centralne Wielkiej Brytanii (we wrześniu br.) i Kanady (we wrześniu i październiku br.) zdecydowały o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, po wcześniejszych podwyżkach.

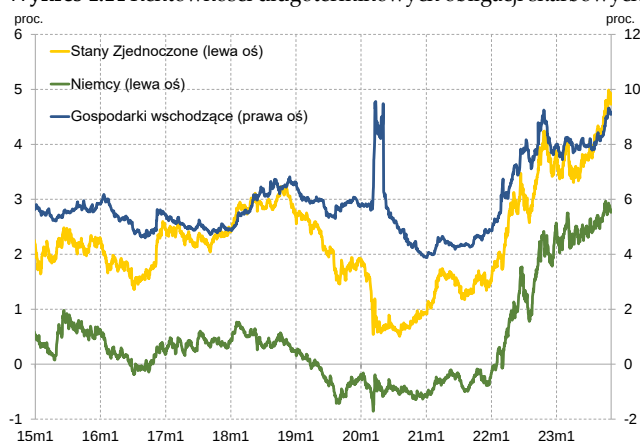
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach negatywnie na nastroje na globalnych rynkach finansowych oddziaływało utrzymywanie się osłabionej koniunktury w części największych gospodarek i niepewność dotycząca jej perspektyw, a także wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Jednocześnie niekorzystnie na nastroje wpływało zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz oczekiwania rynkowe, według których stopy procentowe w wielu gospodarkach mogą w kolejnych latach – pomimo prawdopodobnego obniżenia – kształtować się na istotnie wyższym poziomie niż przed pandemią COVID-19 (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek wzrosły, przy czym w niektórych gospodarkach rozwiniętych m.in. w Stanach Zjednoczonych i Niemczech, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych osiągnęły najwyższe poziomy od ponad dekady (Wykres 1.14). Jednocześnie ceny akcji, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących, w ostatnim okresie obniżyły się (Wykres 1.15).

W warunkach nieco lepszych perspektyw aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro, w ostatnim okresie dolar amerykański umocnił się względem euro oraz walut gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.16).

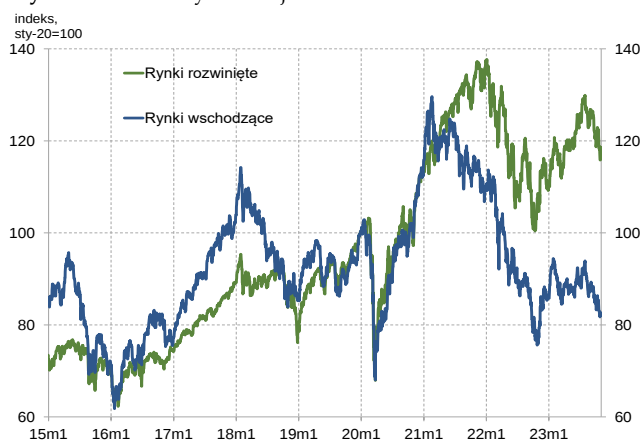
Wykres 1.14 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

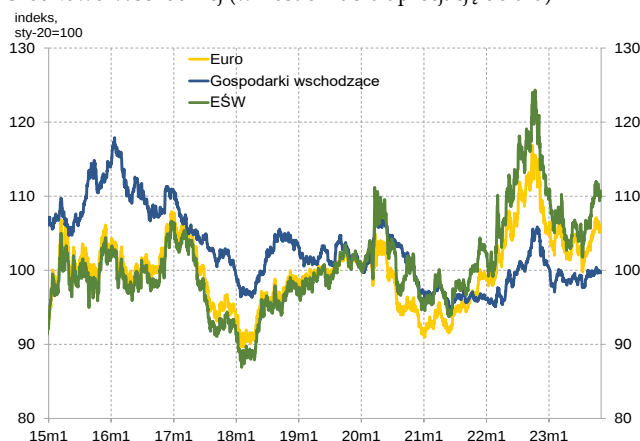
Wykres 1.15 Indeksy cen akcji na świecie



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.

2. Gospodarka krajowa

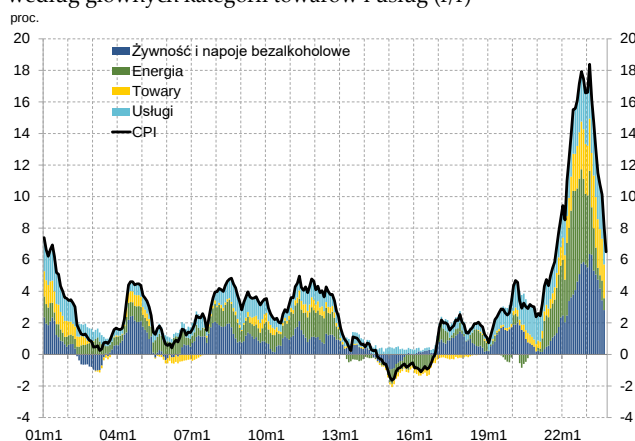
2.1 Ceny dóbr i usług

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ostatnich miesiącach w dalszym ciągu wyraźnie się obniżała (do 8,2% we wrześniu oraz – według szybkiego szacunku GUS – 6,5% w październiku wobec 11,5% w czerwcu i szczytu 18,4% z lutego 2023 r.; Wykres 2.1)¹⁵. Największy wpływ na spadek inflacji CPI w okresie od czerwca do września 2023 r. miała niższa roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz towarów nieżywnościowych. Niższa inflacja wynikała także – choć w mniejszym stopniu – z malejącej rocznej dynamiki cen usług.

Spadek rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych nastąpił w warunkach ograniczenia popytu konsumpcyjnego i wygasania presji kosztowej związanej m.in. z zewnętrznymi szokami podażowymi, w tym konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Obniżeniu się inflacji sprzyjały również – choć w ograniczonym stopniu – czynniki o charakterze regulacyjnym (rozszerzenie programu bezpłatnych leków oraz podniesienie limitów zużycia energii elektrycznej gwarantujących zamrożenie cen dla gospodarstw domowych od września br.).

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszyła się z 17,8% r/r w czerwcu br. do 10,4% r/r we wrześniu br. Znacząco spadła roczna dynamika cen wszystkich grup towarów

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 2023 r. – szybki szacunek GUS.

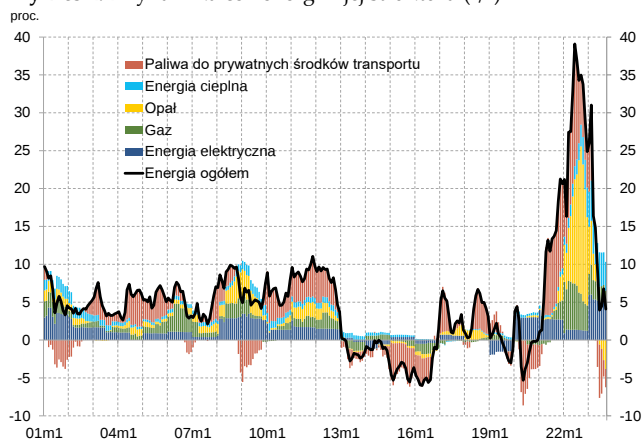
¹⁵ Jednocześnie poziom cen konsumpcyjnych w ciągu ostatnich miesięcy obniżył się (miesięczna dynamika CPI wyniosła w czerwcu 0,0%, w lipcu -0,2%, w sierpniu 0,0%, we wrześniu -0,4%, a w październiku, według szybkiego szacunku GUS, 0,2%).

żywnościowych, na co wpłynęło wygasanie presji kosztowej, obniżenie się popytu (wynikające prawdopodobnie z ograniczania zakupów żywności o wysokiej cenowej elastyczności popytu) i wzmożone akcje promocyjne o ogólnokrajowym zasięgu prowadzone przez duże sieci handlowe.

Inflacja cen energii wzrosła z 3,9% r/r w czerwcu br. do 6,8% r/r w sierpniu br., a następnie obniżyła się do 4,1% r/r we wrześniu br. (Wykres 2.2). Do wyższej inflacji cen energii przyczyniała się rosnąca roczna dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu (efekt bazy związany z silnym spadkiem cen ropy w drugiej połowie 2022 r.). Ograniczająco na wzrost inflacji cen energii wpływało natomiast obniżanie się rocznej dynamiki cen opału i energii cieplnej (wygasanie impulsów cenowych związanych ze wzrostem cen surowców energetycznych po rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie oraz wprowadzeniem embarga na import węgla z Rosji i Białorusi do Polski). W niewielkim stopniu w kierunku niższej dynamiki cen energii oddziaływało również zwiększenie limitów zużycia energii elektrycznej gwarantujących zamrożenie cen dla gospodarstw domowych od września br.

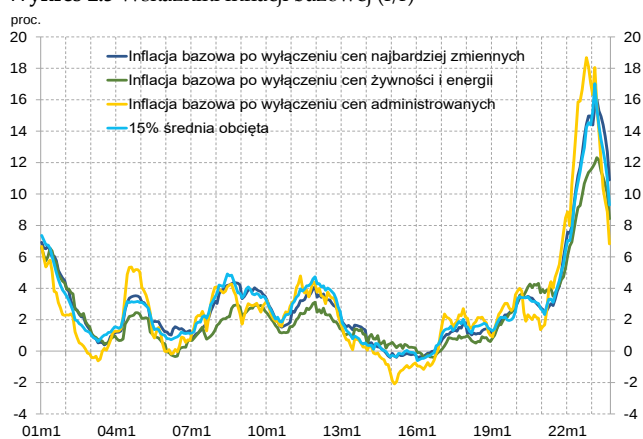
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii zmniejszyła się z 11,1% r/r w czerwcu br. do 8,4% r/r we wrześniu br. (Wykres 2.3). Spadek tej miary inflacji bazowej wynikał z obniżenia się rocznej dynamiki cen szerokiej grupy towarów nieżywnościowych i usług. Sprzyjał temu osłabiony popyt utrudniający firmom przenoszenie rosnących – choć w słabszym niż wcześniej tempie – kosztów produkcji na ceny finalne oraz ustąpienie zaburzeń w międzynarodowych łańcuchach podaży. We wrześniu br. spadek inflacji bazowej wynikał również – choć w ograniczonym stopniu – z nowych regulacji, tj. z rozszerzenia programu bezpłatnych leków refundowanych o osoby do 18 roku życia i pacjentów w wieku od 65 lat.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

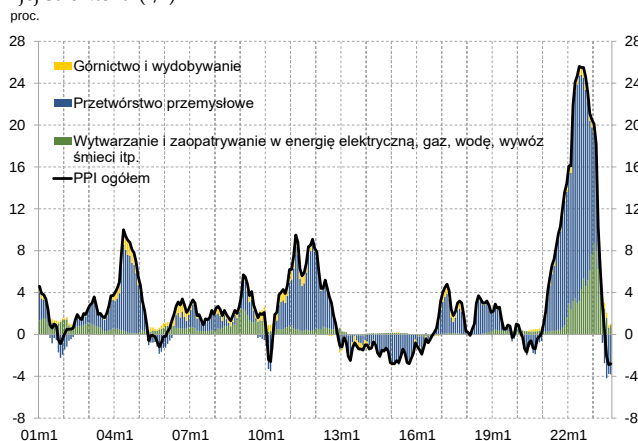
Obniżeniu inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii towarzyszył spadek pozostałych miar inflacji bazowej, w tym CPI po wyłączeniu cen administrowanych do 6,8%.

W ostatnich miesiącach obniżyła się także dynamika cen produkcji (PPI) i od lipca br. była ona ujemna (-2,8% r/r we wrześniu br. wobec 0,3% r/r w czerwcu br.; Wykres 2.4). Spadek dynamiki tych cen odzwierciedla w znacznym stopniu wygasanie efektów szoków podaży – w tym związanych z wybuchem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie – przy osłabionym popycie zarówno w obszarze produkcji krajowej, jak i eksportowej. Wyraźnie obniżały się ceny dóbr zaopatrzeniowych (o 8,0% r/r we wrześniu br.), co oddziaływało ograniczająco na dynamikę cen produkcji na dalszym etapie łańcucha wartości dodanej. Jednocześnie wyhamował wzrost cen dóbr konsumpcyjnych w ramach wskaźnika PPI (do 0,1% r/r we wrześniu br. wobec 4,5% r/r w czerwcu).

Od II kw. 2022 r. statystyki bilansowe oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw wyraźnie spadły, co sugeruje obniżenie poziomu oczekiwań inflacyjnych w stosunku do poziomu inflacji bieżącej (przedsiębiorstwa) lub inflacji postrzeganej (konsumenci). Statystyki bilansowe są obecnie istotnie niższe od długookresowych średnich, pomimo ich pewnego wzrostu w październiku br. (konsumenci) i w III kw. br. (przedsiębiorstwa; Wykres 2.5). Wzrost ten wynikał m.in. z większego odsetka respondentów oczekujących wzrostu cen w szybszym tempie niż inflacja bieżąca (przedsiębiorstwa) oraz szybszym lub podobnym tempie niż postrzegana inflacja (konsumenci), przy czym bieżąca i postrzegana inflacja były niższe niż w poprzednich badaniach.

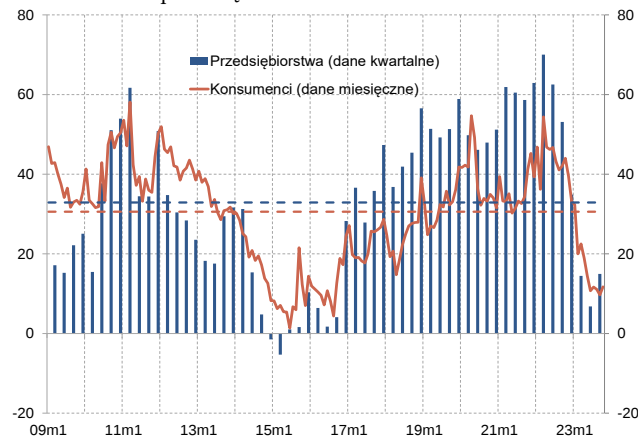
Analitycy sektora finansowego ankietowani w październiku br. przez Refinitiv oczekują spadku inflacji do 5,7% w IV kw. 2024 r. i 4,4% w IV kw. 2025 r. (Wykres 2.6). Według tej ankiety – a także Ankiety Makroekonomicznej NBP z września br. – od publikacji poprzedniej edycji

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

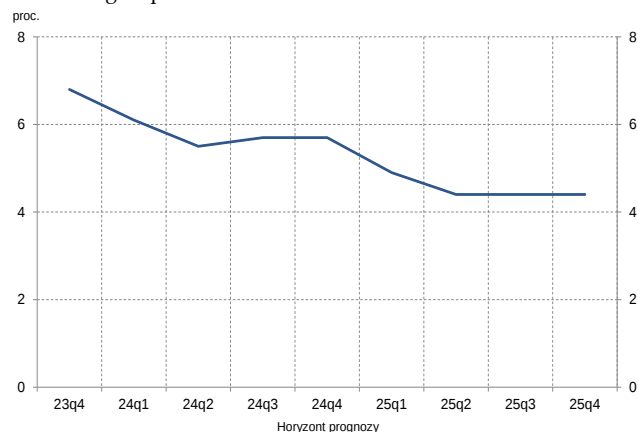
Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Liniami przerywanymi zaznaczono długookresowe średnie statystyk bilansowych obliczane od III kw. 2008 r. Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen w tempie szybszym lub równym obecnemu (lub obecnie postrzeganemu) a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej – w stosunku do bieżącej – dynamiki cen.

Wykres 2.6 Prognozy inflacji według analityków sektora finansowego z października 2023 r.



Źródło: dane Refinitiv.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez Refinitiv.

Raportu znacznie obniżyły się krótkoterminowe (tj. za 4 kwartały) oczekiwania inflacyjne ekspertów zewnętrznych (Tabela 2.1). Z kolei średnioterminowe (tj. za 8 kwartałów) oczekiwania inflacyjne analityków ankietowanych przez Refinitiv nieznacznie wzrosły, natomiast według Ankiety Makroekonomicznej NBP pozostały stabilne.

2.2 Popyt i produkcja

W warunkach niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki, w ostatnim czasie również krajowa koniunktura pozostawała osłabiona. Roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. była nieznacznie ujemna (-0,6% r/r wobec -0,3% r/r w I kw. br.; Wykres 2.7, Tabela 2.2), przy dalszym ograniczeniu konsumpcji. Podobnie jak w poprzednim kwartale, znaczny ujemny wkład do dynamiki PKB miała także zmiana zapasów. W przeciwnym kierunku oddziaływała natomiast relatywnie wysoka dynamika inwestycji oraz dodatni wkład eksportu netto. Dostępne dane miesięczne wskazują, że koniunktura gospodarcza w III kw. br. była wciąż osłabiona, choć lepsza niż w II kw. br.

W II kw. br. spożycie gospodarstw domowych ponownie obniżyło się w ujęciu rocznym (dynamika wyniosła -2,8% r/r wobec -2,0% r/r w I kw. br.). Negatywnie na konsumpcję oddziaływały nadal słabsze niż przed pandemią – choć poprawiające się – nastroje konsumentów (Wykres 2.8) oraz wciąż istotna niepewność związana z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie, jak również skutki wcześniejszych szoków podaźowych ograniczających siłę nabywczą dochodów konsumentów oraz wcześniejsze podwyżki stóp procentowych. Z kolei dobra sytuacja na rynku pracy wciąż wspierała konsumpcję. W warunkach niskiego bezrobocia, utrzymującego się relatywnie wysokiego wzrostu płac nominalnych oraz spadku inflacji, realna dynamika funduszu płac w sektorze

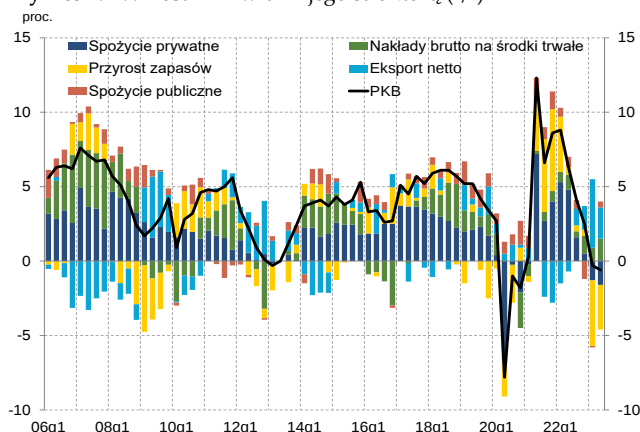
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu kwartału, za wyjątkiem IV kw. br., dla którego podano prognozę z października br. Oczekiwania inflacyjne w Ankiecie Makroekonomicznej NBP są mierzone jako mediana rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano granice 50-procentowego przedziału prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu (interpretowany jako przedział typowych scenariuszy uwzględnianych przez ekspertów). Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu kwartału.

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



Źródło: dane GUS, NBP.

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

	2021				2022				2023	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
PKB	0,3	12,3	6,6	8,6	8,8	6,3	4,1	2,5	-0,3	-0,6
Spożycie prywatne	-0,2	7,2	2,7	4,0	5,3	4,8	1,6	0,5	-1,3	-1,6
Spożycie publiczne	0,8	1,2	0,8	1,2	0,6	0,7	0,6	-1,2	-0,1	0,4
Nakłady brutto na środki trwałe	-0,8	0,2	0,6	0,7	0,7	1,0	0,4	1,2	0,9	1,5
Przyrost zapasów	-0,4	3,2	4,9	5,5	3,7	0,5	0,4	0,4	-4,4	-3,0
Ekspert netto	0,9	0,5	-2,4	-2,8	-1,5	-0,7	1,1	1,6	4,6	2,1

Źródło: dane GUS, NBP.

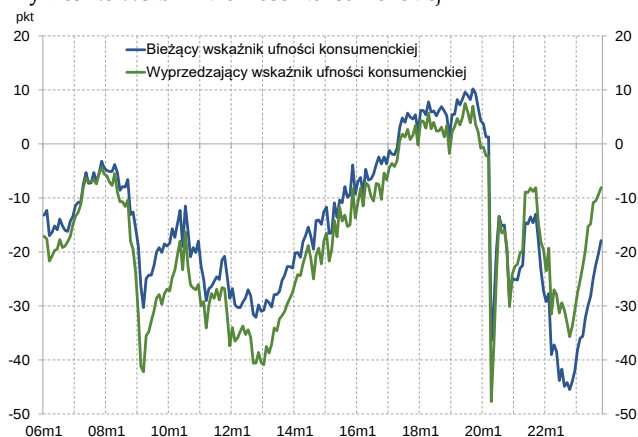
przedsiębiorstw wzrosła, choć średnio w II kw. br. była nadal nieznacznie ujemna (Wykres 2.9).

Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe – która w ostatnich kwartałach była relatywnie wysoka – w II kw. br. ponownie wzrosła (Wykres 2.10). Według danych ze sprawozdań finansowych wyraźnie rosły w szczególności inwestycje przedsiębiorstw, zwłaszcza największych podmiotów. Firmy silnie zwiększyły w ujęciu rocznym nakłady na maszyny i urządzenia oraz środki transportu, a nieznacznie obniżyły inwestycje budowlane. W przekroju branżowym największy wkład do wzrostu inwestycji miały nadal energetyka oraz przetwórstwo przemysłowe.

Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w II kw. 2023 r. w ujęciu nominalnym nie zmienił się istotnie w porównaniu do II kw. 2022 r. (Wykres 2.11)^{16,17}. Przy czym wynik na działalności operacyjnej był niższy niż w II kw. 2022 r. – roczna dynamika przychodów ze sprzedaży pozostała niższa od dynamiki kosztów sprzedaży, co wskazuje na ograniczoną zdolność firm do podwyższania cen dóbr finalnych. W ujęciu realnym wzrost przychodów ze sprzedaży w II kw. 2023 r. był dodatni i nieco wyższy niż przed kwartałem, ale wciąż zdecydowanie niższy niż średnio w latach 2021-2022.

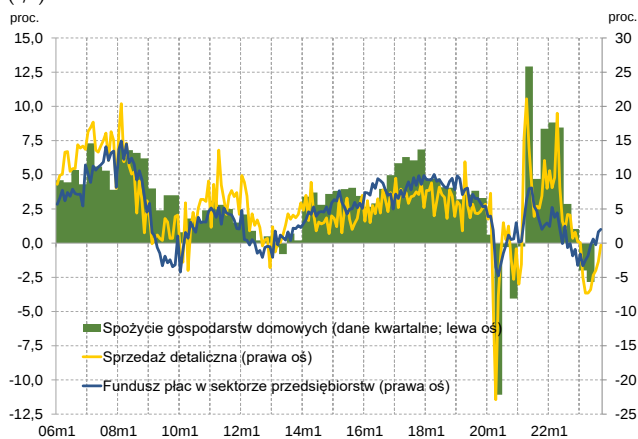
W II kw. br. rentowność działalności firm – mierzona zarówno wskaźnikiem rentowności obrotu netto, jak i wskaźnikiem rentowności sprzedaży – nadal kształtowała się powyżej średniej z lat 2010-2019, choć była niższa niż w II kw. 2022 r. (Tabela 2.3). Jednocześnie utrzymywało się wyraźne zróżnicowanie rentowności przedsiębiorstw w przekroju branżowym.

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



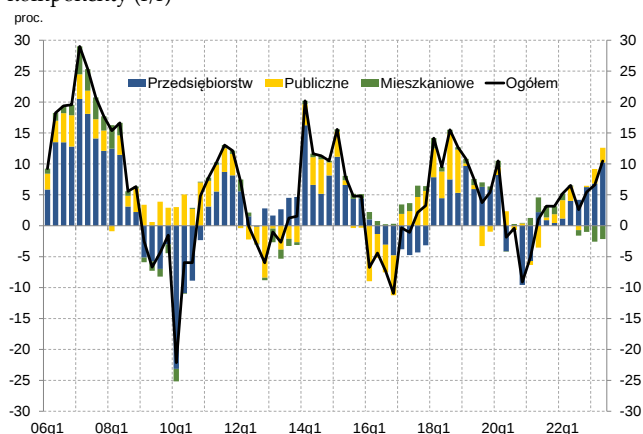
Źródło: dane GUS.

Wykres 2.9 Dynamika realna spożycia gospodarstw domowych, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁶ Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w II kw. 2023 r. w ujęciu nominalnym był około dwukrotnie wyższy niż przed wybuchem pandemii COVID-19.

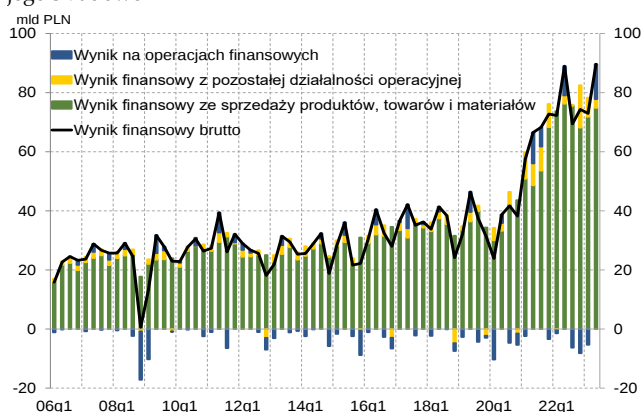
¹⁷ Wysoki wynik na operacjach finansowych w II kw. 2023 r. był związany z wypłatą dywidend z tytułu posiadanych przez przedsiębiorstwa aktywów finansowych. W II kw. 2023 r. wypłacone dywidendy były wysokie w porównaniu do poprzednich lat w związku z wysokimi zyskami przedsiębiorstw w 2022 r.

W II kw. 2023 r. sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw była relatywnie dobra – wskaźniki płynności (szybkiej, finansowej i gotówkowej) oraz udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności kształtowały się powyżej wieloletnich średnich sprzed pandemii COVID-19. Jednocześnie wskaźnik płynności gotówkowej nadal stopniowo się obniżał po wcześniejszym wzroście związanym ze wsparciem płynnościowym dla firm udzielonym w ramach rządowych działań antykryzysowych po wybuchu pandemii.

Badania ankietowe NBP wśród przedsiębiorstw wskazują, że w II i III kw. br. nastroje inwestycyjne w małych i średnich przedsiębiorstwach pozostawały osłabione. Jednocześnie na relatywnie wysokim poziomie kształtował się optymizm inwestycyjny wśród dużych przedsiębiorstw. Nastroje inwestycyjne firm były także zróżnicowane branżowo, przy czym najkorzystniejsze były one m.in. w budownictwie i przemyśle, w tym wśród producentów dóbr trwałego użytku.

Wkład eksportu netto do PKB w II kw. 2023 r. pozostał dodatni (wyniósł 2,1 pkt proc. wobec 4,6 pkt proc. w I kw. 2023 r.) w związku z wyraźnym silniejszym spadkiem w ujęciu rocznym importu niż eksportu. Nominalna wartość importu towarów¹⁸ w II kw. br. była mniejsza niż przed rokiem przede wszystkim wskutek spadku importu paliw i dóbr pośrednich w warunkach niższych niż rok wcześniej cen surowców na rynkach światowych (Wykres 2.12; por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców). Z kolei do nieznacznego obniżenia się wartości nominalnej eksportu towarów w ujęciu rocznym przyczynił się w głównej mierze spadek eksportu do krajów UE w ślad za spowolnieniem aktywności w tych gospodarkach.

Wykres 2.11 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

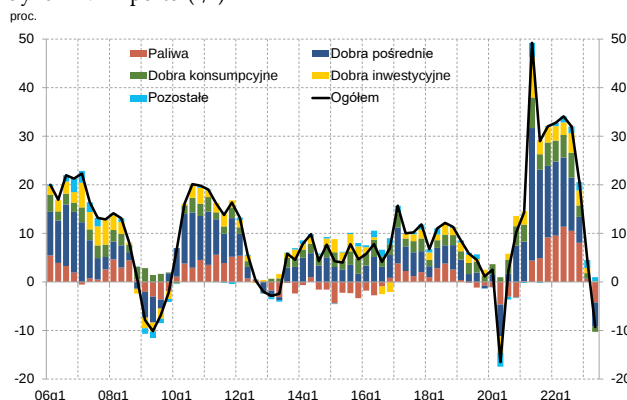
Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	średnia 2010- 2019	2021				2022				2023	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	6,0	5,5	5,6	5,9	6,7	6,4	6,1	5,1	5,5	5,9
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	5,4	6,2	5,9	5,1	5,2	6,1	4,5	4,2	4,4	5,7
Odsetek firm rentownych	73,4	76,3	78,1	78,9	78,3	77,6	77,5	76,7	77,0	77,5	76,8
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	34,2	42,8	45,4	45,4	46,4	43,5	42,2	41,5	42,3	43,2	42,8
Wskaźnik płynności gotówkowej	36,3	43,0	44,1	44,6	44,1	42,7	40,9	39,9	39,0	37,5	37,3
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,5	1,8	1,8	1,8	1,7	2,1	1,5	1,5	1,5	1,9
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	14,7	14,3	14,5	14,5	14,1	14,2	14,7	14,3	14,1	14,2

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.12 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.

¹⁸ Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS.

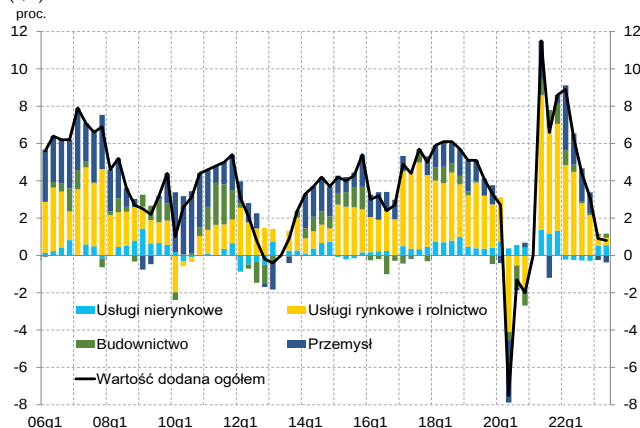
Wartość dodana brutto w II kw. br. wzrosła o 0,8% r/r (wobec 0,9% r/r w I kw. br.; Wykres 2.13). Roczna dynamika wartości dodanej brutto w przemyśle w II kw. br. pozostała ujemna, z kolei w usługach rynkowych była dodatnia, choć niższa niż w poprzednich kwartałach. Towarzystwo temu wyższe niż w I kw. br. tempo wzrostu wartości dodanej w budownictwie.

W III kw. br. roczna dynamika produkcji przemysłowej – pomimo lekkiego wzrostu w porównaniu do II kw. br. – była nadal ujemna, z kolei dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji budowlano-montażowej istotnie się zwiększyły¹⁹. Jednocześnie w III kw. br. kontynuowana była poprawa nastrojów konsumenckich, czemu sprzyjało obniżanie się inflacji (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*)²⁰.

2.3 Sektor finansów publicznych

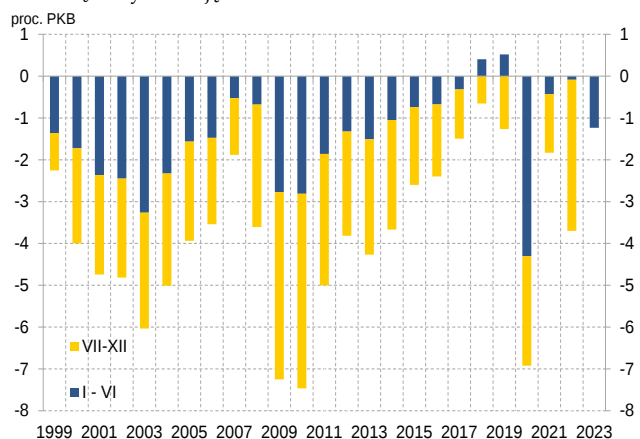
Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2023 r. wyniósł 42,5 mld zł (1,2% PKB), wobec deficytu 2,6 mld zł (0,1% PKB) w tym samym okresie 2022 r. (Wykres 2.14). Pogorszenie wyniku jest rezultatem m.in. zmian w systemie podatkowym, które obowiązują od stycznia oraz od lipca ub.r. (m.in. obniżka niższej stawki podatku PIT z 17% do 12%, z mocą wsteczną od początku 2022 r.). Na skutek tych zmian dochody sektora z podatków bezpośrednich w I połowie 2023 r. były niższe niż w I połowie 2022 r. o 0,5 pkt proc. PKB. Do wzrostu deficytu w analizowanym okresie przyczyniły się także wyższe koszty obsługi zadłużenia (o 0,3 pkt proc. PKB) oraz wyższe nakłady na inwestycje (o 0,1 pkt proc. PKB).

Wykres 2.13 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r) proc.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.14 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 proc. PKB



Źródło: dane Eurostat.

¹⁹ Dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła 1,4% r/r w III kw. wobec -7,3% r/r w II kw. 2023 r. Dynamika produkcji przemysłowej wyniosła -2,4% r/r w III kw. wobec -2,7% r/r w II kw. 2023 r. Dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła 5,5% r/r w III kw. wobec 0,6% r/r w II kw. 2023 r.

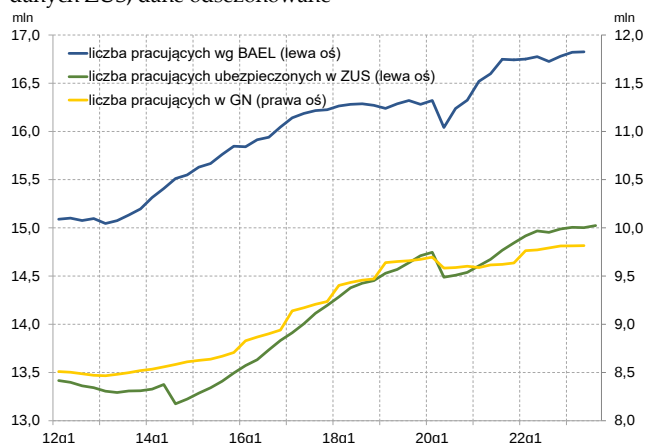
²⁰ Wobec spadku inflacji, w III kw. br. dodatnia realna dynamika funduszu płac oraz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw były dodatnie.

W okresie styczeń-wrzesień br. w budżecie państwa odnotowano deficyt w wysokości 34,7 mld zł, wobec nadwyżki 27,5 mld zł w tym samym okresie 2022 r. Pogorszenie wyniku jest w głównej mierze rezultatem niskiego wzrostu dochodów podatkowych (o 4,2% r/r, wobec planowanego w znowelizowanej ustawie budżetowej wzrostu o 15,3% r/r w całym br.), w tym w szczególności spadku dochodów z PIT (o 2,5% r/r) w związku ze zmianami podatkowymi wprowadzonymi w ciągu 2022 r. Ponadto w okresie styczeń-wrzesień br. wydatki budżetu państwa wzrosły o 27,3% r/r, m.in. wskutek wzrostu kosztów obsługi długu Skarbu Państwa (o 85,1% r/r) oraz wydatków w części „obrona narodowa” (o 59,1% r/r – dane MF za styczeń-sierpień br.).

Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną, wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2023 r. wyniesie -5,6% PKB, wobec -3,7% PKB w ub.r. Wzrost deficytu jest w istotnej mierze związany ze spowolnieniem wzrostu nominalnego PKB, w tym z niską dynamiką spożycia gospodarstw domowych, która oddziałuje negatywnie na wpływy z podatków pośrednich. Przyczyniają się do niego także koszty wprowadzonego w 2022 r. obniżenia stawek PIT oraz zwiększenia wysokości tzw. 14. emerytury. W bieżącym roku następuje również znaczący wzrost nakładów na obronę narodową (wzrost wydatków zaplanowanych na ten cel w ustawie budżetowej z 2,2% PKB w 2022 r. do 3,0% PKB w 2023 r.), a także inwestycji samorządowych. Natomiast w kierunku niższego deficytu oddziałują mniejsze niż w ub.r. koszty finansowania działań osłonowych podjętych w związku ze wzrostem m.in. cen surowców. W 2022 r. koszty te w ujęciu netto²¹ wyniosły 1,9% PKB, a w 2023 r. można je szacować na 1,1% PKB.

Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych

Wykres 2.15 Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane

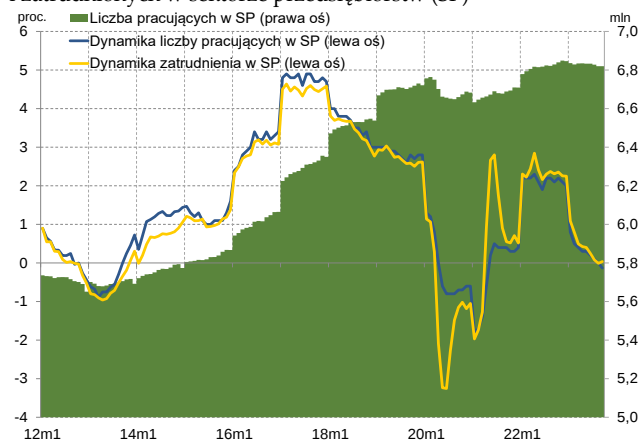


Źródło: dane GUS, ZUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących ubezpieczonych w ZUS, podana według stanu na koniec kwartału, obejmuje osoby pracujące w oparciu o umowę o pracę, umowy cywilno-prawne, samozatrudnionych oraz pracujących, którzy są ubezpieczeni z innego tytułu (m.in. pracownicy służb mundurowych i duchowni).

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 uspołnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, że względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi.

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



Źródło: dane GUS.

Sektor przedsiębiorstw (SP) to firmy zatrudniające 10 i więcej pracowników, które prowadząc działalność zaklasyfikowaną do wybranych sekcji PKD.

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.

²¹ Skutki finansowe (wzrost wydatków i ubytek dochodów) dla sektora finansów publicznych pomniejszone o wpływy z tytułu odpisów wytwórców energii elektrycznej i wydobywców krajowego gazu ziemnego na Fundusz Wyплаты Różnicy Ceny oraz składki solidarnościowej.

(w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB na koniec 2023 r. wyniesie 49,3%, tj. utrzyma się na poziomie z końca 2022 r.

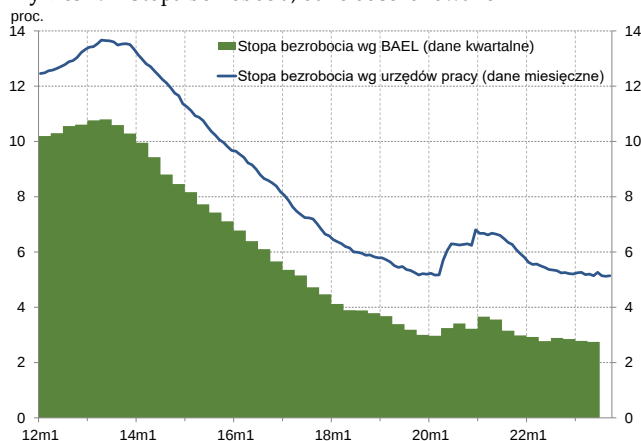
2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy przede wszystkim niska stopa bezrobocia i wysoki poziom zatrudnienia. Jednocześnie w warunkach osłabionej koniunktury gospodarczej w ostatnim okresie dynamika zatrudnienia i wzrost wynagrodzeń nominalnych obniżyły się.

Dane GUS na podstawie BAEL oraz dotyczące gospodarki narodowej (GN) i sektora przedsiębiorstw (SP), a także dane ZUS wskazują na stopniowe spowolnienie dynamiki liczby pracujących w ostatnim okresie (Wykres 2.15, Wykres 2.16)²². W szczególności roczna dynamika liczby pracujących według BAEL obniżyła się do 0,5% r/r w II kw. br. z 0,8% w I kw. br. (w ujęciu kwartalnym odsezonowana liczba pracujących była stabilna), przy czym wzrostowi w sektorze publicznym (2,0% r/r) towarzyszyła stabilizacja w sektorze prywatnym (0,0% r/r). Wyniki badań koniunktury GUS – podobnie jak badanie popytu na pracę GUS i dane o ofertach pracy z urzędów pracy²³ – sugerują możliwość dalszego osłabienia popytu na pracę w gospodarce w najbliższych miesiącach²⁴.

Jednocześnie stopa bezrobocia nadal kształtuje się na bardzo niskim poziomie (Wykres 2.17). Wskazują na to zarówno wyniki BAEL (2,7% w II kw. 2023 r. wobec 2,8% w I kw., dane odsezonowane), jak i dane z powiatowych

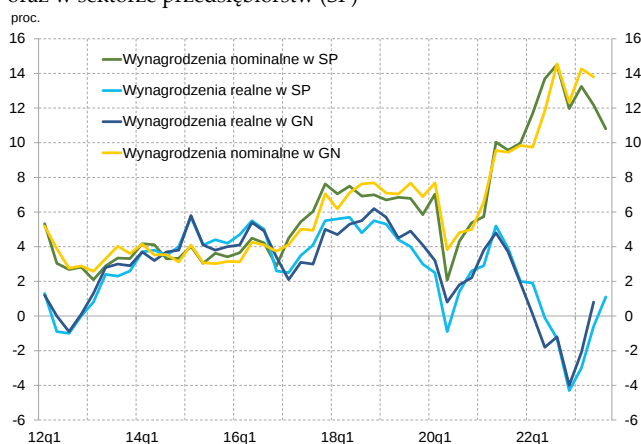
Wykres 2.17 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych (rejestrów urzędowych), a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego (reprezentatywnej próby respondentów). Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu uspołnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, że 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.

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



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD.

²² Roczna dynamika liczby pracujących obniżyła się: w GN z 0,5% w I kw. br. do 0,4% w II kw., w SP z 0,6% w I kw. do 0,2% w II kw. oraz 0,0% w III kw., a według danych ZUS (liczba osób odprowadzających składki emerytalne i rentowe) średnio z 0,7% w I kw. do 0,3% w II kw. i 0,3% w III kw.

²³ Wyniki badania popytu na pracę GUS za II kw. br. wskazują na kontynuację dotychczasowego spadku liczby wakatów w gospodarce oraz na spadek liczby obsadzonych miejsc pracy (zob. *Popyt na pracę w drugim kwartale 2023 r.*, GUS, wrzesień 2023 r.). Równocześnie liczba dostępnych w urzędach pracy ofert pracy kształtuje się wciąż na poziomie istotnie niższym niż przed rokiem (spadek na koniec września br. o prawie 17% r/r) oraz przed rozpoczęciem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie (spadek na koniec września br. o niemal 31% w stosunku do danych z końca stycznia 2022 r., dane odsezonowane).

²⁴ Wyniki badania koniunktury gospodarczej GUS z października 2023 r. wskazują na przewagę firm planujących zwolnienia w ciągu najbliższych trzech miesięcy nad firmami zwiększającymi zatrudnienie. Zob. *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2023 (październik 2023)*, GUS, październik 2023 r.

urzędów pracy (według GUS stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła we wrześniu br. 5,1%, tj. tyle samo co w lipcu i sierpniu i o 0,1 pkt proc. mniej niż średnio w pierwszej połowie 2023 r., dane odsezonowane).

Roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych w ostatnim okresie była wciąż relatywnie wysoka, choć się obniżyła (Wykres 2.18). W II kw. 2023 r. wzrost przeciętnego wynagrodzenia spowolnił w GN do 13,8% r/r (wobec 14,3% r/r w I kw. br.), a w SP do 12,2% r/r w II kw. oraz 10,8% r/r w III kw. (wobec 13,3% r/r w I kw. br.)²⁵. Jednocześnie ze względu na wyraźny spadek inflacji, roczna dynamika realnych wynagrodzeń w GN i SP w ostatnim okresie wzrosła i jest dodatnia.

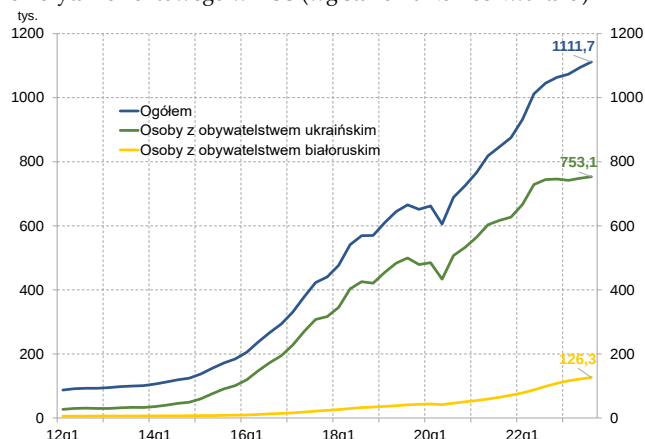
Dynamika jednostkowych kosztów pracy spadała w II kw. br. do 15,1% r/r (z 15,6% r/r w I kw. br.), na co wpłynęło spowolnienie rocznej dynamiki wynagrodzeń w GN i niższy niż w poprzednim kwartale wzrost liczby pracujących według BAEL. W kierunku wyższej dynamiki jednostkowych kosztów pracy oddziaływało natomiast obniżenie tempa wzrostu PKB w ujęciu rocznym.

Na sytuację krajowego rynku pracy nadal oddziałuje wysoka liczba aktywnych zawodowo imigrantów (Wykres 2.19). Według danych ZUS we wrześniu br. ponad 1,1 mln cudzoziemców objętych było ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce (wzrost o 6,4% r/r). Spośród nich 753,1 tys. (tj. 67,7%) osób posiadało obywatelstwo ukraińskie, z czego około 242 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy²⁶.

2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

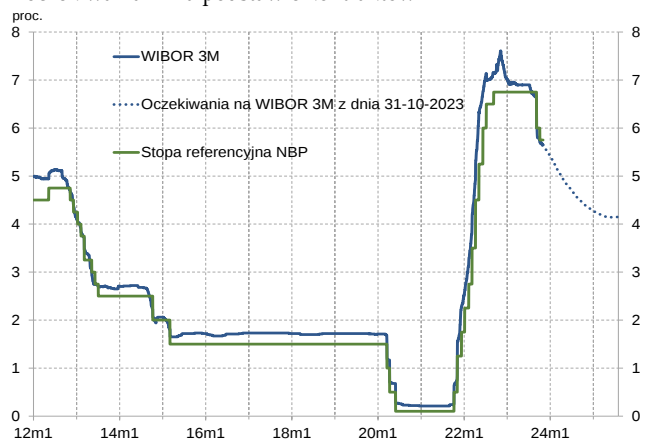
W ostatnich miesiącach ceny instrumentów finansowych w Polsce kształtowały się pod

Wykres 2.19 Cudzoziemcy zgłoszeni do ubezpieczenia emerytalno-rentowego w ZUS (wg stanu na koniec kwartału)



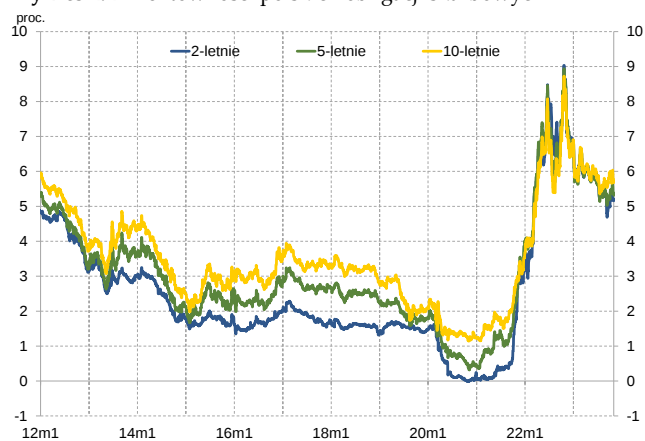
Źródło: dane ZUS.

Wykres 2.20 Stopa referencyjna NBP oraz WIBOR 3M wraz z oczekiwaniami na podstawie kontraktów FRA



Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.21 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

²⁵ Na wyższą dynamikę płac poza SP w II kw. br. wpłynął wysoki wzrost wynagrodzeń m.in. w opiece zdrowotnej.

²⁶ Szacunek liczby pracujących uchodźców z Ukrainy ubezpieczonych w ZUS obejmuje osoby, które w zgłoszeniu do ubezpieczeń emerytalnego i rentowego podały obywatelstwo ukraińskie oraz mają nadany numer PESEL UKR. W podanym szacunku nie uwzględniono osób pracujących, ale nieobjętych obowiązkiem ubezpieczeniowym, np. uczniów i studentów do 26 roku życia zatrudnionych na umowę zlecenie, a także osób pracujących w szarej strefie.

wpływem m.in. obserwowanego i prognozowanego spadku inflacji, a także obniżek stóp procentowych NBP. Towarzyszyło temu przesunięcie się w dół oczekiwań uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów (Wykres 2.20).

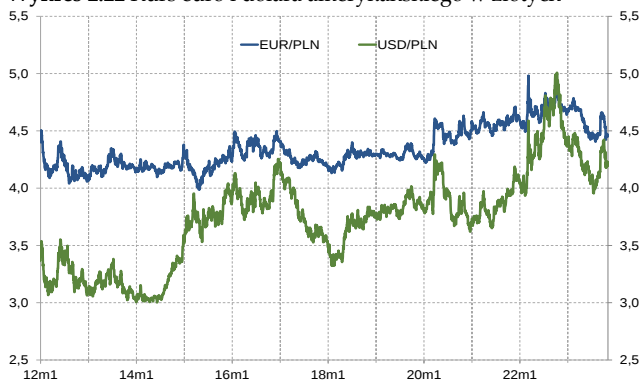
W tych warunkach, pomimo wzrostu rentowności obligacji w głównych gospodarkach (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*), rentowności polskich obligacji skarbowych w ostatnich miesiącach były relatywnie stabilne (Wykres 2.21). Z kolei kurs złotego wobec dolara amerykańskiego – podobnie jak waluty innych gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej – osłabił się. Natomiast kurs złotego względem euro – po przejściowym osłabieniu we wrześniu br. – ukształtował się w pobliżu poziomu z końca czerwca br. (Wykres 2.22).

Z kolei na rynku mieszkaniowym w II kw. 2023 r. nominalne ceny transakcyjne w dalszym ciągu rosły w ujęciu rocznym, w związku ze zwiększonym popytem oraz wyższymi niż przed rokiem kosztami budowy mieszkań (Wykres 2.23)²⁷. Według danych NBP²⁸ dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wyniosła 2,4% r/r w II kw. 2023 r. (wobec 5,2% r/r w I kw. 2023 r.)²⁹.

2.6 Pieniądz i kredyt³⁰

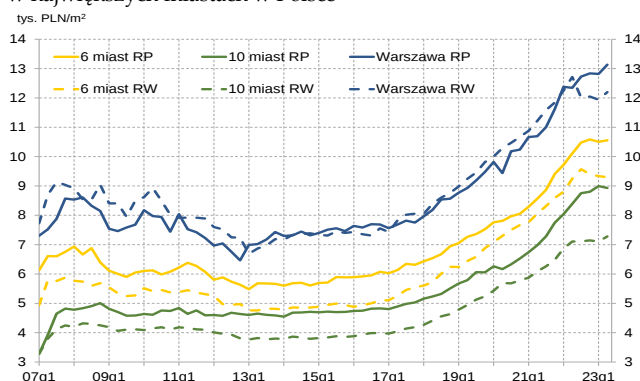
Dynamika agregatu M3 w III kw. 2023 r. wzrosła, jednak nadal kształtowała się nieco poniżej wieloletniej średniej (wyniosła 8,9% r/r wobec 7,7% r/r w II kw. i 6,8% r/r w I kw. br.; Wykres 2.24). W kierunku wzrostu agregatu M3

Wykres 2.22 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

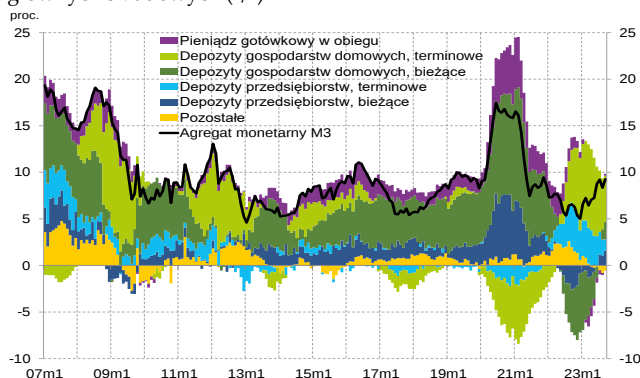
Wykres 2.23 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 2.24 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).

²⁷ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

²⁸ Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do II kw. 2023 r. obejmują transakcje zawarte w okresie marzec – maj 2023 r.

²⁹ 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 nominalnych wyniosła w II kw. 2023 r. 1,0% kw/kw (wobec -1,0% kw/kw w I kw. 2023 r.).

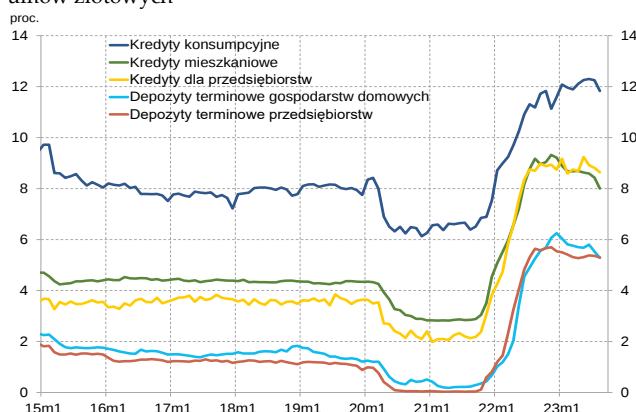
³⁰ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako nominalna dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

oddziaływał przede wszystkim przyrost terminowych depozytów gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw³¹, w warunkach wyraźnie wyższego niż w poprzednich latach oprocentowania tych depozytów (Wykres 2.25)³². Natomiast ograniczająco na dynamikę agregatu M3 wpływało zmniejszenie się stanu gotówki w obiegu (dynamika wyniosła -0,8% r/r w III kw. wobec -4,0% r/r w II kw. i -1,6% r/r w I kw. br.).

W III kw. 2023 r. zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych obniżyło się o 3,1% r/r (po spadku o 4,5% r/r w II kw. i 4,9% r/r w I kw. br.; Wykres 2.26) w warunkach istotnie wyższego oprocentowania kredytów niż średnio w poprzednich latach. Dynamika stanu kredytów mieszkaniowych – pomimo wyższego popytu związanego w szczególności z uruchomieniem tzw. programu „Bezpieczny Kredyt” – była nadal ujemna (wyniosła ona -4,6% r/r w III kw. wobec -5,6% r/r w II kw. i -5,3% r/r w I kw. br.), pozostając pod wpływem m.in. zwiększonych nadpłat i wcześniejszych spłat kredytów złotych oraz zmniejszającego się stanu kredytów walutowych³³. Z kolei dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych – w warunkach ograniczonego popytu konsumpcyjnego oraz ponownego zaostrzenia kryteriów przyznawania³⁴ – była nadal relatywnie niska, choć wzrosła, czemu sprzyjała pewna poprawa nastrojów konsumentów (dynamika wyniosła 1,7% r/r w III kw. wobec 0,0% r/r w II kw. i -1,3% r/r w I kw. br.; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

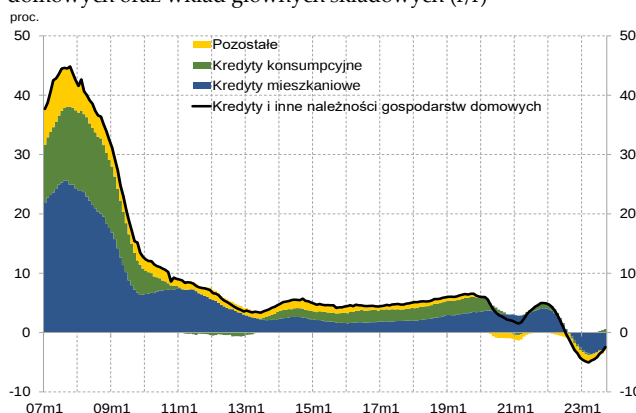
W III kw. 2023 r. zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw spadło o 0,9% r/r (po wzroście o 3,2% r/r w II kw. i 8,4% r/r w I kw. br.; Wykres 2.27). Złożyło się na to zmniejszenie stanu kredytów o charakterze bieżącym (o 5,1% r/r w

Wykres 2.25 Średnie oprocentowanie nowych i renegotjowanych umów złotych



Źródło: dane NBP.

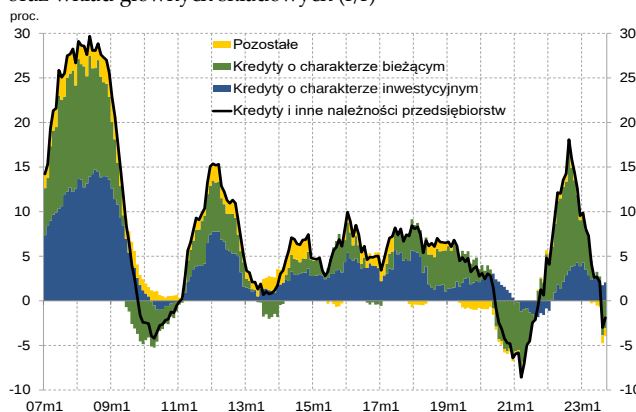
Wykres 2.26 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

Wykres 2.27 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.

³¹ Jednocześnie w III kw. br. dynamika depozytów bieżących gospodarstw domowych wyniosła 2,6% r/r (wobec -5,9% r/r w II kw. i -11,8% r/r w I kw.), a przedsiębiorstw 8,5% r/r (wobec -3,0% r/r w II kw. i -5,0% r/r w I kw.).

³² W ciągu 2022 r. nastąpiła istotna zmiana struktury terminowej depozytów. Na koniec III kw. br. depozyty terminowe stanowiły niespełna 32% ogółu depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, podczas gdy na koniec IV kw. 2021 r. było to ok. 15%.

³³ Stan kredytów walutowych zmniejszał się w wyniku m.in. stopniowych spłat tych kredytów oraz przewalutowań na podstawie ugod banków z klientami i orzeczeń sądowych.

³⁴ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kwartał 2023 r.*, NBP, lipiec 2023 r.

III kw. wobec wzrostu o 2,4% r/r w II kw. i 11,7% r/r w I kw. br.), przy pewnym spowolnieniu przyrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym (4,0% r/r w III kw. wobec 4,8% r/r w II kw. i 6,7% r/r w I kw. br.).

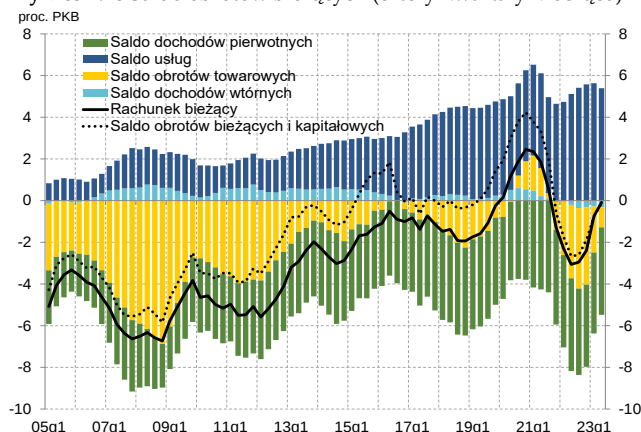
2.7 Bilans płatniczy³⁵

W II kw. 2023 r. saldo rachunku bieżącego ponownie się poprawiło (wyniosło -0,1% PKB wobec -0,7% PKB w I kw. br.; Wykres 2.28)³⁶. Wynikało to z poprawy salda obrotów towarowych (do -1,0% PKB w II kw. 2023 r. z -2,2% PKB w I kw. 2023 r.; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Towarzyszył temu nieznaczny spadek dodatniego salda usług (5,4% PKB w II kw. 2023 r. względem 5,6% PKB kwartał wcześniej) oraz salda dochodów pierwotnych (do -4,2% PKB w II kw. br. wobec -3,9% PKB w I kw. 2023 r.), które było ujemne ze względu na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce³⁷.

Jednocześnie saldo rachunku finansowego ponownie się poprawiło (wyniosło 0,7% PKB w II kw. br. wobec -0,3% PKB w I kw. br.; Wykres 2.29)³⁸.

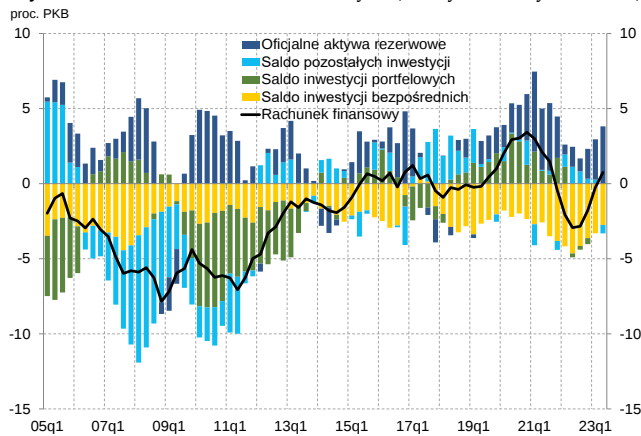
Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W II kw. 2023 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB wyniosła -32%, kształtując się na poziomie, przy którym spełnione jest kryterium (-35% PKB) wskazujące na brak nierównowag w odniesieniu do tego wskaźnika, ustalone przez Komisję Europejską. Jednocześnie zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB ponownie spadło (do 50% w II kw. 2023 r.) i kształtowało się na najniższym poziomie od 2008 r.

Wykres 2.28 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.29 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnie saldo oznacza zwiększenie aktywów zagranicznych netto Polski (odpływ netto kapitału z Polski). Na wykresie nie przedstawiono salda pochodnych instrumentów finansowych.

³⁵ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

³⁶ Według wstępnego szacunku w lipcu 2023 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -0,3 mld zł, a w sierpniu -0,9 mld zł.

³⁷ Z kolei saldo rachunku kapitałowego wyniosło w II kw. 2023 r. 0,0% PKB, podobnie jak w I kw. br.

³⁸ Według wstępnego szacunku w lipcu 2023 r. saldo rachunku finansowego wyniosło 6,7 mld zł, a w sierpniu -2,2 mld zł.

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

	2021				2022				2023	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	2,4	1,8	0,6	-1,3	-2,3	-3,1	-3,0	-2,4	-0,7	-0,1
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	3,8	3,3	2,0	-0,6	-1,7	-2,7	-2,6	-1,9	-0,8	-0,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	6,0	5,9	4,9	3,3	2,2	1,6	1,6	1,9	3,4	4,4
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	6,6	5,8	6,0	5,7	5,1	5,0	5,1	4,7	4,6	4,8
Zadłużenie zagr./PKB	61	57	58	57	56	56	57	53	52	50
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-42	-41	-41	-40	-39	-36	-34	-33	-32	-32
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	110	103	111	121	111	115	123	137	130	134
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	124	121	130	140	115	116	118	127	122	123

Źródło: dane NBP.

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

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2023 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do września 2023 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lipca 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. W strefie euro dynamika aktywności w ostatnich kwartałach była ograniczona. Zaznaczano, że w kolejnych kwartałach oczekiwane jest ożywienie wzrostu w tej gospodarce, jednak jego skala raczej będzie umiarkowana, a w Niemczech w całym 2023 r. ma – według prognoz – nastąpić spadek PKB. W Stanach Zjednoczonych bieżąca koniunktura pozostaje lepsza niż w strefie euro, jednak prognozy wskazują na jej możliwe osłabienie.

Członkowie Rady podkreślali, że inflacja na świecie obniża się, ale wciąż jest podwyższona. Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w maju spadła do 4,0%, a inflacja HICP w strefie euro w czerwcu do 5,5%. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja również się obniżyła. Zwracano uwagę, że w ostatnich miesiącach w wielu gospodarkach zaczęła też spadać inflacja bazowa, choć pozostaje ona podwyższona.

Prognozy sygnalizują dalszy spadek inflacji na świecie w kolejnych kwartałach. Ma on wynikać zarówno z wygasania efektów wcześniejszych szoków podażowych, jak i z wyraźnego globalnego zacieśnienia polityki pieniężnej i związanego z nim osłabienia dynamiki aktywności gospodarczej. Na kontynuację

procesu dezinflacji wskazuje wyraźny spadek presji kosztowej i cenowej, w tym silne obniżenie się inflacji PPI.

Na posiedzeniu Rady zwracano uwagę, że banki centralne w Stanach Zjednoczonych i strefie euro prognozują, że obniżanie się dynamiki cen będzie stopniowe. W efekcie, inflacja w tych gospodarkach w 2025 r. może wciąż nieznacznie przekraczać cele inflacyjne. Podkreślano, że dalsze tempo obniżania się inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki będzie determinowane w szczególności przez sytuację na rynkach pracy oraz politykę cenową przedsiębiorstw. Wskazywano w tym kontekście na istotną rolę wzrostu marż i zysków przedsiębiorstw w kształtowaniu się cen w ostatnich kwartałach.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. Członkowie Rady zwracali uwagę, że maj 2023 r. był trzecim miesiącem z rzędu, w którym sprzedaż detaliczna silnie spadła w ujęciu rocznym. W związku z tym wskazywano, że w II kw. br. prawdopodobnie pogłębił się spadek konsumpcji gospodarstw domowych. Również produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa w maju 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Jednocześnie zwracano uwagę, że sytuacja na rynku pracy nie zmienia się istotnie. Zaznaczano, że następuje dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze usług, przy spadku

zatrudnienia w przemyśle. Towarzyszyła temu stabilna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z projekcją lipcową NBP dynamika PKB w 2023 r. będzie niska. Podkreślano, że dynamika konsumpcji może być ujemna przez cały 2023 r., co wspierać będzie proces dezinflacji. Choć według lipcowej projekcji w kolejnych kwartałach – w warunkach wzrostu realnych wynagrodzeń oraz wygasania negatywnych szoków podaźowych – ma nastąpić pewne ożywienie aktywności, to w horyzoncie projekcji dynamika PKB pozostanie umiarkowana, a luka popytowa ma być ujemna.

Na posiedzeniu podkreślano, że inflacja – zgodnie z wcześniejszymi przewidywaniami – wyraźnie się obniża. Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI w czerwcu 2023 r. spadła do 11,5% r/r. Zaznaczano, że w ostatnich czterech miesiącach inflacja obniżyła się o około 7 punktów procentowych, a czerwiec był drugim miesiącem z rzędu, w którym ogólny poziom cen konsumpcyjnych nie zmienił się względem poprzedniego miesiąca. Zwracano uwagę na ponowny spadek cen energii oraz obniżenie się cen żywności wobec poprzedniego miesiąca.

Większość członków Rady argumentowała, że wciąż wysoki roczny wskaźnik inflacji nie świadczy zatem o bieżącym wzroście ogólnego poziomu cen, lecz wynika z historii zmian cen w poprzednich okresach. Wskazywano, że na podstawie dostępnych danych można szacować, iż w czerwcu obniżyła się dynamika cen wszystkich głównych grup koszyka towarów i usług konsumpcyjnych, w tym prawdopodobnie wyraźnie spadła inflacja bazowa. Członkowie Rady zaznaczali też, że inflacja PPI szybko spadała w ostatnich kwartałach, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w sektorze przetwórstwa przemysłowego w maju br. była już ujemna.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że procesy cenotwórcze w Polsce – podobnie jak w innych krajach – przebiegają obecnie inaczej niż w okresie niskiej inflacji. Zdaniem tych członków Rady obniżenie się rocznego wskaźnika CPI odzwierciedla przede wszystkim efekty bazy oraz spadek cen surowców, natomiast oczekiwania inflacyjne – mimo spadku – są w dalszym ciągu wysokie, a inflacja w Polsce i na świecie pozostaje uporczywa. Członkowie ci podkreślali także poprawę oczekiwanej sytuacji na rynku pracy w kilku ostatnich projekcjach NBP, co może oddziaływać w kierunku wyższej inflacji.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce większość członków Rady wskazywała jednak, że zgodnie z lipcową projekcją inflacja w kolejnych kwartałach będzie nadal się obniżać i w II połowie 2025 r. osiągnie poziom zgodny z celem inflacyjnym NBP. Sprzyjać temu będzie wygasanie efektów wcześniejszych szoków na rynkach surowców i zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży, dokonane silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP oraz spowolnienie dynamiki zagregowanego popytu. W opinii tych członków Rady do spadku inflacji CPI będzie się również przyczyniać obserwowany obecnie silny spadek inflacji PPI, spadek wartości kredytów dla sektora niefinansowego oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw. Oceniano, że procesowi dezinflacji sprzyja także obserwowane w ostatnich miesiącach wyraźne umocnienie kursu złotego.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji w Polsce może być relatywnie wysoka dynamika wynagrodzeń. Większość członków Rady oceniała jednak, że osłabienie koniunktury będzie ograniczać możliwość dalszego podnoszenia cen przez przedsiębiorstwa, a ewentualny wzrost kosztów, w tym kosztów pracy, firmy będą w stanie absorbować przez ograniczanie marż, które w poprzednich kwartałach były wysokie.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z niższymi cenami surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co będzie w dalszym ciągu oddziaływać również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie dynamiki krajowego PKB, w tym utrzymujący się spadek konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. Większość członków Rady oceniła, że silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP prowadzi do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, a w szczególności wyraźny spadek inflacji i oczekiwane jej dalsze stopniowe obniżanie się, jak również osłabienie krajowej koniunktury, w tym utrwalający się spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych i kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając silne wcześniejsze zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest zakończenie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że wyraźny spadek inflacji oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne

przy niezmienionym poziomie stóp procentowych oddziałują w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej. W tych uwarunkowaniach, a także biorąc pod uwagę perspektywy dalszego spadku inflacji oraz niską dynamikę aktywności gospodarczej, w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być rozważenie obniżenia stóp procentowych NBP.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym 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.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 września 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona i utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności. W strefie euro roczna dynamika PKB w II kw. br. spowolniła znacznie poniżej wieloletniej średniej, a w Niemczech PKB spadł w ujęciu rok do roku. Podkreślano, że dane napływające w III kw. sygnalizują dalsze pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Ponadto zaznaczano, że w Chinach odbudowa aktywności po odejściu od tzw. polityki „zero-Covid” przebiega znacznie wolniej niż oczekiwano. Z kolei w Stanach Zjednoczonych

bieżąca koniunktura pozostaje lepsza niż w strefie euro.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że słaba koniunktura gospodarcza na świecie wraz z ustępowaniem szoków podaźowych oddziałuje dezinflacyjnie. W strefie euro inflacja w sierpniu – zgodnie z szybkim szacunkiem Eurostatu – wyniosła 5,3%. W Stanach Zjednoczonych inflacja była w lipcu wyraźnie niższa niż w strefie euro, choć cały czas przekraczała cel inflacyjny. Wyraźnie spada inflacja w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wskazywano, że inflacja bazowa na świecie także się obniża, choć wolniej, przy czym spada dynamika cen towarów przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Silne tendencje dezinflacyjne są widoczne we wskaźnikach cen producenta, w tym w gospodarkach ważnych dla światowego przemysłu. Podkreślano, że w Niemczech ceny produkcji spadły w lipcu br. o około 6% r/r, a w Chinach roczna dynamika PPI jest ujemna od dziesięciu miesięcy.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że część głównych banków centralnych, w tym EBC i Fed, sygnalizuje, że będzie utrzymywać stopy procentowe na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas, gdyż presja na wzrost cen w tych gospodarkach pozostaje podwyższona. Część członków Rady wskazywała natomiast, że banki te zaczęły podwyższać stopy procentowe później niż wiele innych banków centralnych.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce nastąpiło obniżenie dynamiki aktywności. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. wyniosła -0,6%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że odczyt ten był wyraźnie niższy niż prognozowany w projekcji lipcowej. Podkreślano, że w dalszym ciągu obniżał się popyt konsumpcyjny, co sprzyja dezinflacji. Jednocześnie nadal rosły inwestycje. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że silny napływ uchodźców do Polski bezpośrednio po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw

Ukrainie oddziaływał w 2022 r. w kierunku wzrostu konsumpcji w Polsce, co – ze względu na efekt bazy statystycznej – obecnie ogranicza roczną dynamikę tej kategorii. Jednocześnie pojawiła się opinia, że obecne spowolnienie w polskiej gospodarce ma w dużej mierze charakter strukturalny, związany z transformacją energetyczną i konsekwencjami pandemii COVID-19.

Napływające dane wskazują, iż w III kw. 2023 r. koniunktura gospodarcza pozostała osłabiona. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w lipcu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Również wskaźnik PMI w przemyśle sygnalizuje osłabioną koniunkturę. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali, że roczna dynamika PKB w III kw. 2023 r. będzie prawdopodobnie także wyraźnie niższa od przewidywań z lipcowej projekcji. Jednocześnie oceniano, że w kolejnych kwartałach dynamika aktywności gospodarczej w Polsce będzie stopniowo przyspieszać, czemu powinno sprzyjać wygasanie wcześniejszych szoków podaźowych i obniżająca się inflacja.

Na posiedzeniu wskazywano, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, w tym bezrobocie utrzymuje się na niskim poziomie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to wyhamowuje roczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i stopniowo obniża się dynamika wynagrodzeń nominalnych.

Większość członków Rady wskazywała, że na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. W lipcu 2023 r. roczne dynamiki zadłużenia kredytowego w gospodarce, a także gotówki w obiegu i agregatu monetarnego M1 były ujemne. Jednocześnie relacja kredytów do PKB pozostaje najniższa od kilkunastu lat. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na istotną ich zdaniem wielkość nowo udzielanych kredytów oraz na wzrost liczby wniosków o kredyty mieszkaniowe w ostatnim czasie, któremu sprzyjało

uruchomienie tzw. programu „Bezpieczny Kredyt”. Większość członków Rady wyrażała jednak opinię, że oczekiwana skala wpływu tego programu na procesy makroekonomiczne będzie ograniczona.

Członkowie Rady wskazywali, że roczny wskaźnik inflacji CPI w sierpniu 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i – według szybkiego szacunku GUS – wyniósł 10,1%. Podkreślano, że w ciągu pół roku roczny wskaźnik inflacji spadł o ponad 8 punktów procentowych. Zwracano także uwagę, że łącznie w ostatnich miesiącach ogólny poziom cen obniżył się. Do spadku inflacji w sierpniu w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Wskazywano, że na podstawie dostępnych danych można szacować, iż w sierpniu także inflacja bazowa ponownie spadła. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że poziom inflacji bazowej jest nadal wysoki, mimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej.

Podczas dyskusji zaznaczano, że w lipcu ceny produkcji sprzedanej przemysłu spadły w ujęciu rocznym, a od czerwca 2022 r. roczna dynamika PPI obniżyła się o ponad 27 punktów procentowych. Jednocześnie wskazywano, że przedsiębiorstwa raportują coraz większe trudności z podnoszeniem cen oraz rewidują w dół swoje oczekiwania dotyczące inflacji CPI w perspektywie roku. Wskazywano, że spada również wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Obniżają się także wszystkie miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Większość członków Rady oceniła, że wyraźny spadek inflacji i obniżenie oczekiwań inflacyjnych oddziałują w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej. Podkreślano, że znalazło to odzwierciedlenie we wzroście realnych stóp procentowych. W tym kontekście zwracano uwagę, że stopa referencyjna NBP jest wyższa od oczekiwań inflacyjnych analityków rynkowych w horyzoncie roku, które w ostatnim czasie istotnie

spadły. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że stopa referencyjna NBP pozostaje niższa od skwantyfikowanych oczekiwań inflacyjnych konsumentów w horyzoncie roku.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że proces dezinflacji się utrwała i inflacja będzie się dalej obniżać. Na podstawie napływających informacji i prognoz oceniano, że roczna dynamika cen we wrześniu br. ponownie spadnie i osiągnie poziom niższy od 10%. Oceniano, że w najbliższych kwartałach inflacja będzie się dalej obniżać. Wskazywano, że biorąc pod uwagę informacje o niższej presji popytowej w gospodarce oraz czynnikach regulacyjnych, przyszła dynamika cen będzie prawdopodobnie niższa od przewidywań z lipcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że przewidywania co do dalszego kształtowania się inflacji uzależnione są od przyszłej skali i zakresu działań osłonowych podejmowanych w związku z wcześniejszym wzrostem cen surowców na rynkach światowych.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie krajowej koniunktury – w szczególności niższa od wcześniejszych oczekiwań presja popytowa – i niska dynamika agregatów monetarnych i kredytowych oraz obniżanie się oczekiwań inflacyjnych i presji kosztowej, a także spadek presji inflacyjnej za granicą w połączeniu ze słabą koniunkturą w otoczeniu polskiej gospodarki, będą sprzyjały szybszemu powrotowi inflacji w Polsce do celu inflacyjnego NBP. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę – Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP. W opinii większości członków Rady po takim dostosowaniu poziom stóp procentowych będzie nadal sprzyjał powrotowi inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu

może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą tempa dalszego spadku inflacji, a jednocześnie wobec perspektyw ożywienia gospodarczego, dotychczasowy poziom stóp procentowych jest właściwy, choć zaznaczali, że w przyszłości obniżka stóp procentowych może być zasadna.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 6,50%; stopa depozytowa 5,50%; stopa redyskontowa weksli 6,05%; stopa dyskontowa weksli 6,10%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 października 2023 r.

Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 5,25%, stopa redyskontowa weksli 5,80%, stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach. W strefie euro napływające dane sygnalizują, że w III kw. br. roczna dynamika aktywności gospodarczej mogła się dalej obniżać, a w Niemczech była nadal ujemna. W Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje natomiast relatywnie korzystna.

Towarzyszy temu dalszy spadek inflacji w wielu gospodarkach, przy czym w większości krajów roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Wcześniejszy spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ograniczają presję cenową, co jest widoczne w spadku cen produkcji w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce nastąpiło obniżenie dynamiki aktywności. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w sierpniu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym, choć skala spadku była nieco mniejsza niż w poprzednim miesiącu. Mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to w sierpniu 2023 r. roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI we wrześniu 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i wyniósł 8,2% (wobec 10,1% w sierpniu br.). Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen energii oraz żywności i napojów bezalkoholowych. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że we wrześniu ponownie obniżyła się także inflacja bazowa. W sierpniu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu były ponownie niższe niż przed rokiem, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków

podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z niską dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku dalszego spadku dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach. Wyraźnemu spadkowi inflacji towarzyszy obniżenie się oczekiwań inflacyjnych, co oddziałuje w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej.

W ocenie Rady napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, a także ograniczenie presji inflacyjnej w warunkach osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę – Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP, co jest spójne z realizacją celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Rada podtrzymała ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 listopada 2023 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 5,25%, stopa redyskontowa weksli 5,80%, stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność

dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach. W strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. br. obniżyła się i była bliska zera, a w Niemczech była ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w III kw. br. przyspieszyła i przekraczała wieloletnią średnią.

Jednocześnie następuje dalszy spadek inflacji w wielu gospodarkach, przy czym w większości krajów roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Wcześniejszy spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ograniczają presję kosztową, co jest widoczne w spadku cen produkcji w wielu gospodarkach. Inflacja bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska, choć część danych sygnalizuje jej stopniowy wzrost. We wrześniu 2023 r. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa obniżyły się w ujęciu rocznym, choć skala spadku sprzedaży detalicznej była mniejsza niż w poprzednich miesiącach. Jednocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła. Mimo osłabionej dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w październiku 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i wyniósł 6,5% (wobec 8,2% we wrześniu br.). Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen energii oraz żywności i napojów bezalkoholowych. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w październiku po raz kolejny obniżyła się także inflacja bazowa. We wrześniu br. ceny produkcji sprzedanej przemysłu pozostały niższe niż przed

rokiem, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podaźowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z niską dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku dalszego spadku dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach.

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 23 października 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,3 – 11,5% w 2023 r. (wobec 11,1 – 12,7% w projekcji z lipca 2023 r.), 3,2 – 6,2% w 2024 r. (wobec 3,7 – 6,8%) oraz 2,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,1 – 5,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1 – 0,6% w 2023 r. (wobec -0,2 – 1,3% w projekcji z lipca 2023 r.), 1,9 – 3,8% w 2024 r. (wobec 1,4 – 3,3%) oraz 2,4 – 4,7% w 2025 r. (wobec 2,1 – 4,4%). Kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim jak i średnim okresie, jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną.

Rada ocenia, że napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. Biorąc pod uwagę dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Rada podtrzymała ocenę, że szybszemu obniżaniu

inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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

NBP będzie nadal podejmował wszelkie niezbędne działania dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim dla powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

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 Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projektów DABE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. 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. 2023 r. do IV kw. 2025 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2023 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,75%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 23 października 2023 r. (*cut-off date*)

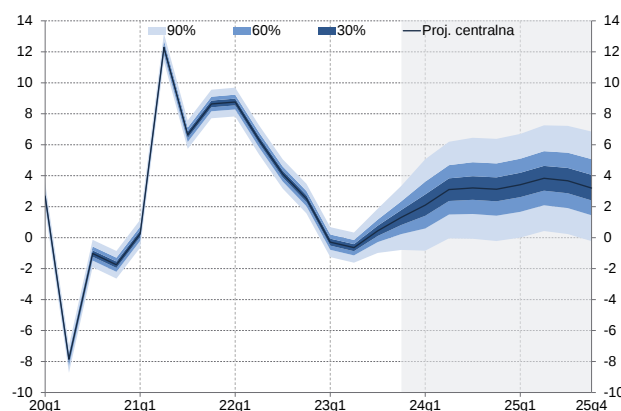
4.1 Synteza

Scenariusz projekcji zakłada kontynuację procesu wygasania efektów silnego ujemnego szoku podażowego związanego z pandemią COVID-19 i agresją Rosji na Ukrainę. W konsekwencji oczekuje się, że nastąpi odbudowa krajowego popytu oraz poprawa aktywności gospodarczej za granicą, co przełoży się na wyraźne przyspieszenie w latach 2024-2025 wzrostu gospodarczego w Polsce. Kolejne instrumenty fiskalne, w tym podniesienie wysokości świadczenia wychowawczego z 500 zł do 800 zł z początkiem 2024 r. oraz wprowadzenie na stałe czternastej emerytury, będą dodatkowo wspierać wzrost gospodarczy w tym horyzoncie. Dynamika PKB osiągnie najwyższy poziom w 2025 r., kiedy oczekiwany jest silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027. Dynamika PKB w latach 2024-2025 będzie jednak niższa od wieloletniej średniej dla polskiej gospodarki. Skalę ożywienia będzie ograniczać przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75% oraz jedynie umiarkowana skala ożywienia za granicą.

Wygasanie efektów silnego negatywnego szoku podażowego będzie jednocześnie prowadzić do dalszego spadku inflacji CPI. W szczególności ustępowanie wcześniejszych zaburzeń na rynkach surowców i w globalnych łańcuchach dostaw wpływające na spadek inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki oraz spadek dynamiki cen importu będzie w najbliższych kwartałach oddziaływać w kierunku obniżenia kosztów przedsiębiorstw. Presję inflacyjną będzie również ograniczać utrzymujący się w horyzoncie projekcji na obniżonym poziomie zagregowany popyt, co obrazuje ujemna w latach 2024-2025 luka popytowa w polskiej gospodarce.

Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie

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.).

referencyjnej równej 5,75%) inflacja CPI powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – pod koniec horyzontu projekcji. Obecny okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększa jej persystencję – jakkolwiek w horyzoncie projekcji oczekuje się obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy, to w najbliższych kwartałach nadal będzie ona kształtować się na podwyższonym poziomie. Pomimo osłabienia krajowej koniunktury sytuacja na rynku pracy pozostaje korzystna, z ograniczonym przełożeniem spowolnienia gospodarczego na stopę bezrobocia. Jednocześnie skalę spadku dynamiki wynagrodzeń ogranicza wysoka podwyżka wysokości płacy minimalnej w 2024 r.

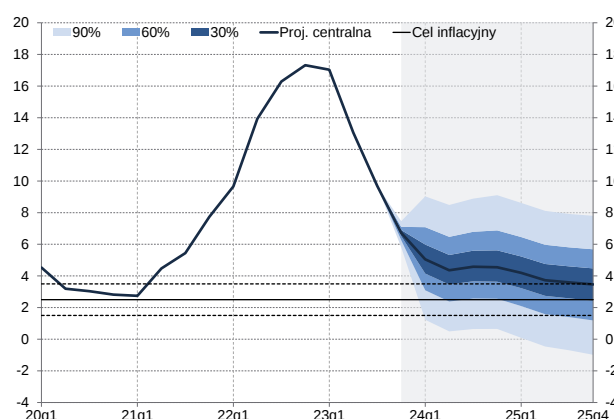
Przyszła aktywność gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w znacznym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych rosyjską agresją na Ukrainę oraz konfliktem na Bliskim Wschodzie. Oprócz uwarunkowań zewnętrznych istotnym źródłem ryzyka projekcji jest kształt polityki fiskalnej realizowanej po wyborach parlamentarnych w Polsce. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla dynamiki PKB i asymetrię ryzyk w górę dla inflacji CPI (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Koniunktura gospodarcza w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski pozostaje w bieżącym roku osłabiona, kształtując się wciąż pod wpływem wcześniejszego silnego wzrostu cen wielu surowców i podwyższonej niepewności oraz zacieśnienia polityki pieniężnej. Napływające ze strefy euro sygnały spowolnienia aktywności gospodarczej w III kw. br., w tym istotne pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw, wskazują, że oczekiwane ożywienie w tej gospodarce będzie nieco słabsze i nastąpi później

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

niż przyjęto w założeniach projekcji lipcowej (Tabela 4.1). Dotyczy to w szczególności Niemiec, w których obok pogrążonego w recesji sektora przemysłowego, pogorszeniu uległa też koniunktura w sektorze usług. Wraz z wygasaniem skutków wcześniejszych negatywnych szoków podaźowych i towarzyszącym mu oczekiwanym złagodzeniem polityki pieniężnej (Wykres 4.3), tempo wzrostu PKB w strefie euro nieznacznie przyspieszy w latach 2024-2025. Ożywienie w tej gospodarce będzie dodatkowo wspierane przez działania podejmowane w ramach programu odbudowy i wzrostu (ang. *NextGenerationEU*).

Korzystniej od wcześniejszych oczekiwań kształtuje się natomiast koniunktura w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Stosunkowo słaba reakcja realnej sfery amerykańskiej gospodarki na zacieśnienie polityki pieniężnej wiąże się z istotnym poluzowaniem polityki fiskalnej w okresie pandemii i trwającą wciąż realizacją odroczonego popytu post-pandemicznego. Ponadto, relatywnie szybkie ograniczenie inflacji w Stanach Zjednoczonych przekłada się na szybszy wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. W rezultacie, wywołane podniesieniem stóp procentowych Fed wyhamowanie popytu wewnętrznego będzie słabsze i nastąpi z opóźnieniem w stosunku do strefy euro, a w 2025 r. gospodarka amerykańska ponownie przyspieszy.

Inflacja i rynki surowców

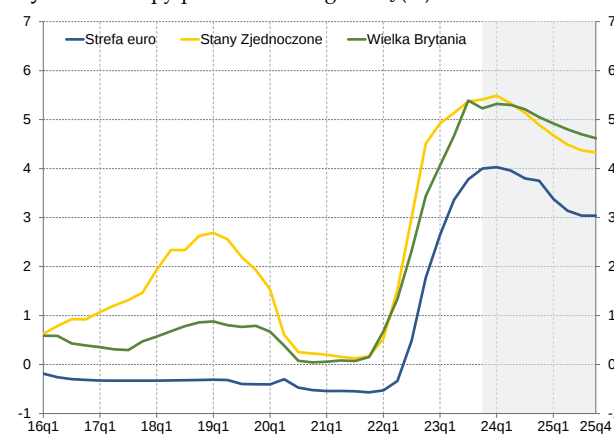
Pomimo osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, ceny wielu surowców energetycznych na rynkach światowych nadal przewyższają poziom sprzed wybuchu pandemii, kształtując się wciąż pod wpływem sankcji nałożonych na Rosję oraz działań retorsyjnych tego kraju wobec Zachodu (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Dotyczy to zarówno gazu ziemnego, którego ceny nieznacznie wzrosły w III kw. br., ze względu na

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



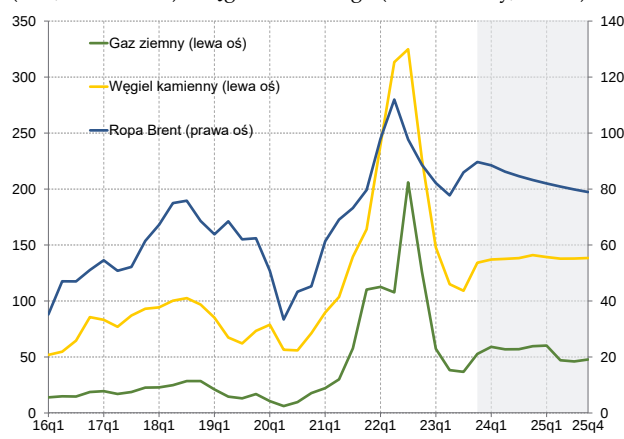
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

wciąż napiętą sytuację podaży-popytu na rynkach globalnych, wzmacnianą przez wpływ czynników sezonowych, jak i węgla – wykorzystywanego jako substytut gazu w produkcji energii elektrycznej. Na notowania ropy naftowej oddziałuje również prowadzona przez kraje OPEC+ polityka ograniczania podaży, wzmocniona dobrowolną redukcją produkcji przez Arabię Saudyjską i zmniejszeniem eksportu przez Rosję, a w ostatnim okresie również wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. W rezultacie po ponad rocznym okresie spadków, od lipca br. ceny ropy naftowej zaczęły ponownie rosnąć.

Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych w horyzoncie projekcji będą kształtować się na relatywnie stabilnym poziomie, powyżej oczekiwań z poprzedniej projekcji (Wykres 4.4, Wykres 4.5). Obserwowany obecnie wzrost notowań cen ropy naftowej wyhamuje w efekcie oczekiwanego zwiększenia wydobycia tego surowca w krajach nienależących do OPEC+, w tym w Stanach Zjednoczonych. Wpływ poprawiającej się koniunktury gospodarczej na ceny gazu ziemnego na rynku europejskim będzie z kolei w dużym stopniu ograniczany przez działania mające na celu zmniejszenie jego zużycia w Europie, przy jednoczesnym zwiększaniu możliwości importu tego surowca z innych kierunków niż Rosja.

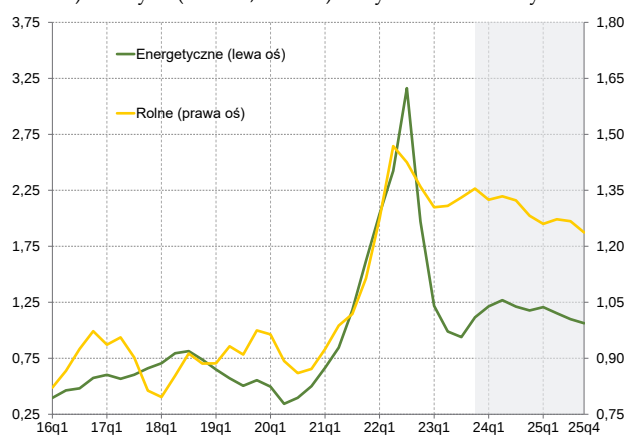
Pod wpływem notowanego w ostatnich miesiącach wzrostu cen kluczowych surowców energetycznych, wyhamował obserwowany od II połowy 2022 r. wyraźny spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych. Ponadto, w kierunku wyższych cen produktów rolnych oddziałuje obecnie niezbilansowanie części globalnych rynków wywołane niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Wyceny kontraktów terminowych wskazują, że po przejściowym wzroście cen produktów rolnych, w latach 2024-2025 nastąpi ich dalszy stopniowy, nieco

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.

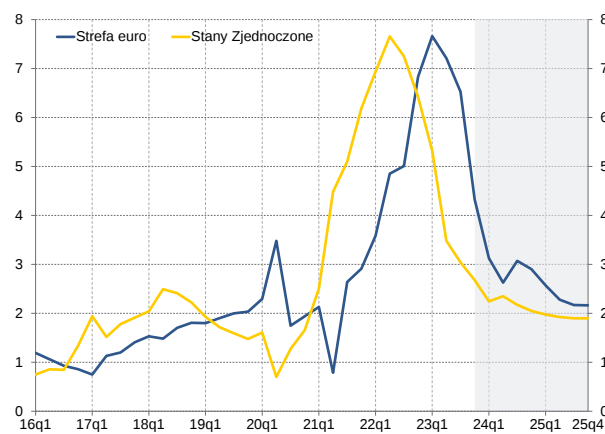
wolniejszy niż oczekiwano w rundzie lipcowej, spadek w ślad za dalszym ograniczeniem wpływu zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji (Wykres 4.5).

W bieżącym roku kontynuowane były globalne procesy dezinflacyjne, czemu sprzyjały rozłożone w czasie efekty dotychczasowych spadków cen surowców energetycznych (Wykres 4.5), zmniejszające się napięcia w sieciach dostaw oraz spowolnienie aktywności gospodarczej. W horyzoncie projekcji inflacja w otoczeniu gospodarczym Polski będzie się nadal obniżać pod wpływem dalszego wygasania zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, jednak tempo jej spadku spowolni ze względu na oczekiwany wzrost dynamiki cen energii. W głównych gospodarkach rozwiniętych proces dezinflacji będzie przy tym ograniczany przez relatywnie wysoką dynamikę nominalnych wynagrodzeń w warunkach utrzymujących się napięć na rynkach pracy (Wykres 4.6).

Niepewność

W Europie i na świecie utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę, konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz napięciami w innych rejonach świata. Wydarzenia te stanowią istotny czynnik ryzyka dla kształtowania się zarówno wielkości podaży, jak i cen surowców energetycznych oraz rolnych na globalnych rynkach, a także dla tempa wzrostu gospodarczego na świecie. Towarzyszy temu niepewność dotycząca wpływu silnego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne na globalną gospodarkę. Szersze omówienie powyższych ryzyk zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025

Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach nośników energii, rząd wprowadzał w latach 2022-2023 działania osłonowe chroniące gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu cen energii. W bieżącym roku nastąpiło wycofanie się z większości obniżek stawek podatków pośrednich, przy jednoczesnym wprowadzeniu ustawowych regulacji taryf ciepła i wybranych nośników energii połączonych z wypłatą rekompensat dla ich sprzedawców i dystrybutorów³⁹. Zgodnie z aktualnym stanem prawnym, rozwiązania te mają obowiązywać do końca br. i są w części sfinansowane przez wytwórców energii elektrycznej, sektor wydobywania węgla i produkcji koksu oraz przedsiębiorstwa obrotu.

W horyzoncie projekcji przyjęto, że w kolejnych latach wsparcie rządowe polegające na ograniczaniu wzrostu cen energii elektrycznej dla podmiotów wrażliwych będzie stopniowo zmniejszane, a w przypadku cen gazu obowiązywać będzie jedynie do końca br. w związku z wyraźnym spadkiem cen tego surowca. Według szacunków NBP, opartych na dokumentach i prognozach rządowych, łączna wartość rekompensat z tytułu regulacji taryf dotyczących gazu, węgla, energii cieplnej i elektrycznej wyniesie w bieżącym roku 1,3% PKB. Jednocześnie duża część tej kwoty – 0,8% PKB – będzie sfinansowana przez producentów prądu i wydobywców krajowego węgla i gazu ziemnego.

W ramach Tarczy Antyinflacyjnej rząd przedłużył na 2023 r. obowiązywanie zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, zwolnienie sprzedaży paliw z podatku od sprzedaży detalicznej oraz obniżył stawki VAT na wybrane artykuły rolnicze. Koszt tej obniżki podatków dla

sektora finansów publicznych jest relatywnie mniejszy i wynosi 0,3% PKB.

W projekcji uwzględniono również wpływ dodatkowych transferów społecznych uchwalonych przez Parlament w ostatnich miesiącach. W szczególności uwzględniono wprowadzenie na stałe czternastej emerytury, w tym podniesienie jej wymiaru w 2023 r. powyżej ustawowego minimum. Przyjęto też zwiększenie od 2024 r. kwoty świadczenia wychowawczego „Rodzina 500 plus” do 800 zł na każde dziecko oraz wprowadzono świadczenie wspierające dla osób niepełnosprawnych i świadczenie pielęgnacyjne dla opiekunów osób z niepełnosprawnościami, którzy podejmują zatrudnienie lub inną pracę zarobkową. Łączny koszt tych rozwiązań szacowany jest na około 0,7% PKB w 2023 r. oraz średnio około 1,2% PKB, w następnych latach (Tabela 4.2).

Aktywność gospodarcza

W horyzoncie projekcji zakłada się wygasanie wpływu na polską gospodarkę silnego ujemnego szoku podażowego związanego z pandemią COVID-19 i agresją Rosji na Ukrainę. W konsekwencji oczekuje się odbudowy krajowego popytu oraz poprawy aktywności gospodarczej za granicą przekładających się na wyraźne przyspieszenie w latach 2024-2025 wzrostu gospodarczego w Polsce. Dynamika PKB osiągnie najwyższy poziom w 2025 r., kiedy oczekiwany jest silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027. Skalę ożywienia będzie natomiast ograniczać przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75%. Od strony popytu, do przyspieszenia tempa

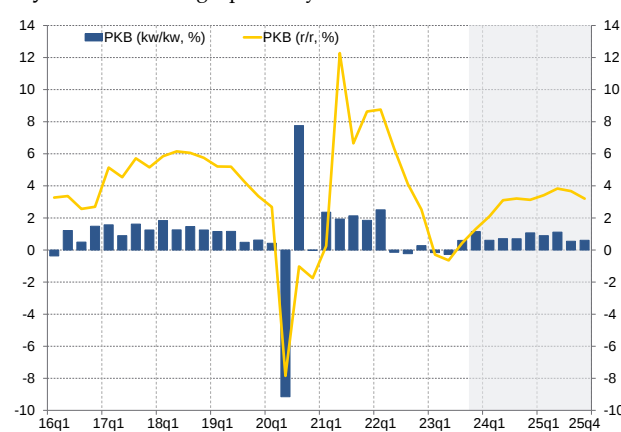
Tabela 4.2 Wpływ dodatkowych transferów społecznych - koszty dla sektora finansów publicznych (w % PKB)

	2023	2024	2025
Waloryzacja kwoty świadczenia wychowawczego (waloryzacja 500+)	0	0,7	0,6
Świadczenie wspierające oraz świadczenia pielęgnacyjne	0	0,1	0,2
14. emerytura (kolejne dodatkowe roczne świadczenie dla emerytów i rencistów)	0,7	0,4	0,4
Łącznie wzrost transferów społecznych	0,7	1,2	1,2

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

Dane są zaokrąglone do pierwszego miejsca po przecinku.

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

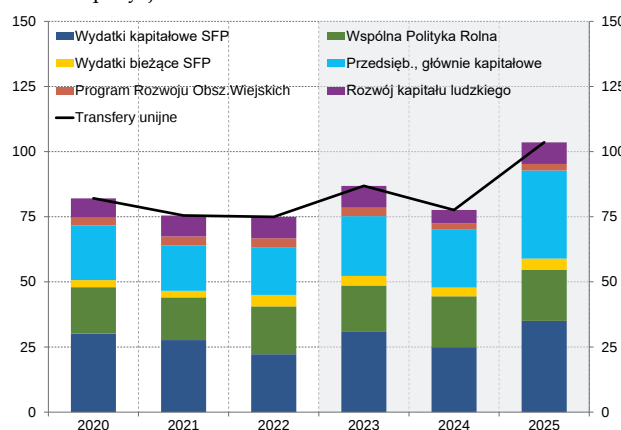
³⁹ Regulacje rządowe w br. obejmują wprowadzenie maksymalnych cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, jednostek użyteczności publicznej, mikro, małych i średnich firm oraz jednorazową dopłatę w wysokości 125 zł dla gospodarstw domowych. Ponadto od stycznia br. zamrożono ceny gazu dla gospodarstw domowych i jednostek wrażliwych na poziomie z 2022 r. Do końca 2023 r. ograniczono również ustawowo wzrost taryf za ciepło i ogrzewanie wody dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej.

wzrostu gospodarczego w latach 2024-2025 przyczyni się zakończenie procesu dostosowania poziomu zapasów, prowadzące do zmniejszenia ich ujemnego wkładu do dynamiki PKB, oraz odbudowa konsumpcji prywatnej.

Wzrost dynamiki konsumpcji nastąpi po jej silnym spadku w 2023 r., spowodowanym przez wysoką inflację zmniejszającą siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych, pesymistyczne nastroje konsumentów oraz skutki wcześniejszych podwyżek stóp procentowych NBP (Wykres 4.10). W najbliższych kwartałach pozytywnie na wydatki ludności będzie oddziaływać obserwowana już stopniowa poprawa wskaźników ufności konsumenckiej oraz istotny wzrost ich realnych dochodów do dyspozycji. Będzie on efektem relatywnie szybko rosnących nominalnych wynagrodzeń przy obniżającej się inflacji oraz dalszego zwiększenia wartości świadczeń socjalnych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Przełożenie wzrostu wynagrodzeń na spożycie będzie w 2024 r. zwiększał wysoki wzrost płacy minimalnej, silnie poprawiający sytuację dochodową gospodarstw domowych o relatywnie wyższej krańcowej skłonności do konsumpcji.

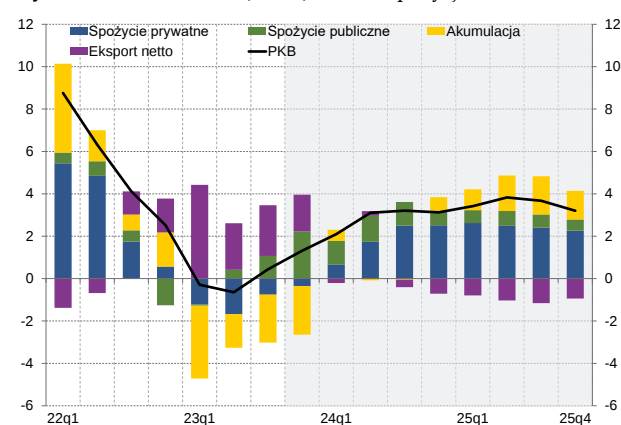
Od początku 2023 r. nakłady brutto na środki trwałe zwiększają się w relatywnie wysokim tempie (Wykres 4.11). Przyczyniają się do tego rosnące inwestycje dużych przedsiębiorstw, pomimo utrzymującej się na podwyższonym poziomie niepewności⁴⁰ i wciąż wysokich cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie zwiększały się nakłady sektora finansów publicznych przeznaczone na obronność oraz realizowane w podsektorze samorządowym przy wykorzystaniu środków pochodzących z Rządowego Funduszu Polski Ład: Program Inwestycji Strategicznych. Z drugiej strony, w 2023 r. gospodarstwa domowe wyraźnie ograniczyły zakupy mieszkań, na które silniej niż

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



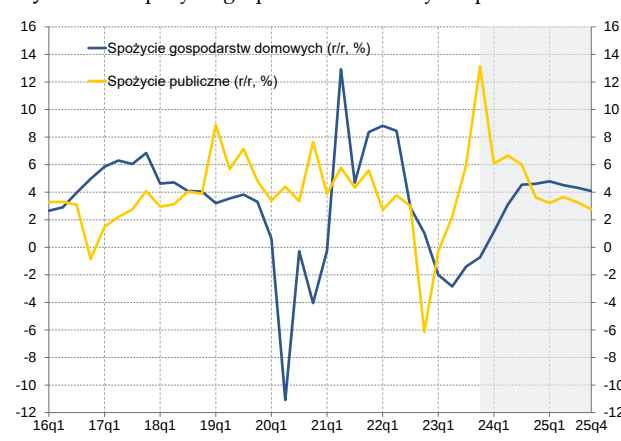
Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publicznych



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

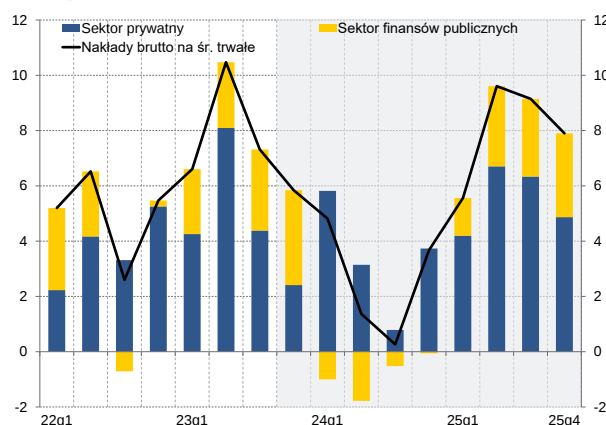
⁴⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2023 r.

na popyt przedsiębiorstw oddziałują wciąż wysokie, pomimo ostatnich obniżek, stopy procentowe NBP, ograniczające dostępność oraz zwiększające koszt kredytu. Działanie tego czynnika jest jednak od lipca br. łagodzone przez rządowy program Bezpieczny Kredyt 2%.

W 2024 roku dynamika inwestycji spowolni, do czego przyczyni się spadek transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydatkowania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 (Wykres 4.12). Absorbacja funduszy unijnych jest czynnikiem determinującym w znacznym stopniu prognozowaną ścieżkę inwestycji publicznych oraz – w mniejszym stopniu – przedsiębiorstw. Pomimo oczekiwanego w przyszłym roku spadku nakładów finansowanych transferami UE, perspektywy dla inwestycji firm pozostają korzystne. Jednocześnie w sektorze mieszkaniowym nastąpi odbudowa popytu względem jego silnego spadku w 2023 r., do czego przyczyni się rządowy program Bezpieczny Kredyt 2% oraz poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Wyraźniejsze przyspieszenie dynamiki popytu inwestycyjnego sektora przedsiębiorstw oczekiwane jest w 2025 r. Wzrostowi inwestycji w tym sektorze sprzyja konieczność zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego, wynikająca z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy. W tym samym roku nastąpi ponowne zwiększenie absorpcji funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027, sprzyjające również ożywieniu tempa wzrostu inwestycji publicznych. W latach 2024-2025 nakłady kapitałowe sektora finansów publicznych będą przy tym nadal podwyższane przez planowane zwiększenie wydatków na obronę narodową.

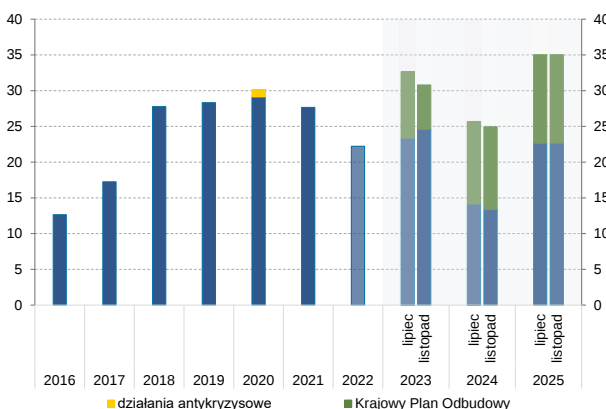
Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) – dekompozycja



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.

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wraz z postępującym spowolnieniem aktywności w głównych gospodarkach rozwiniętych, w tym w gospodarce niemieckiej, popyt na polskie towary i usługi w 2023 r. obniży się względem poprzednich lat, co przełoży się na spadek eksportu (Wykres 4.13). Jednocześnie, ze względu na jego wysoką importochłonność oraz istotne obniżenie popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB ukształtuje się na wyrażnie dodatnim poziomie. W kolejnych latach, w ślad za poprawą krajowej koniunktury, wkład eksportu netto do dynamiki PKB obniży się przyjmując od III kw. 2024 r. już ujemne wartości.

Produkt potencjalny i luka popytowa

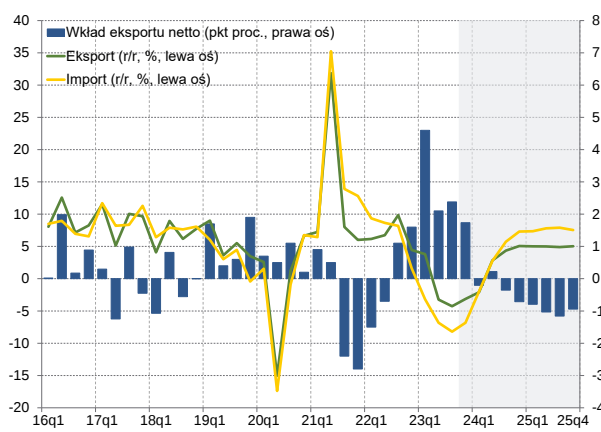
Po relatywnie wysokim wzroście potencjału polskiej gospodarki w 2022 r., wynikającym z popandemicznego zwiększenia wykorzystania czynników produkcji, oczekuje się, że w latach 2023-2025 jego dynamika obniży się do poziomu zbliżonego do 3% r/r (Wykres 4.14).

Z jednej strony niekorzystnie na tempo wzrostu potencjalnego PKB w horyzoncie prognozy będą oddziaływać zmiany demograficzne odzwierciedlone w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, ograniczającym liczbę aktywnych zawodowo.

Z drugiej strony, potencjał produkcyjny krajowej gospodarki w latach 2023-2025 zwiększa wzrost podaży pracy w wyniku aktywizacji uchodźców z Ukrainy i wzrost napływu migrantów z innych krajów⁴¹ oraz rosnąca stopa inwestycji przedsiębiorstw zwiększająca tempo wzrostu kapitału produkcyjnego.

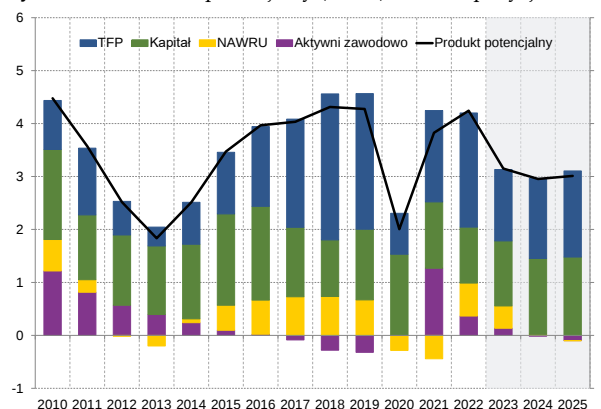
W wyniku silnego spadku tempa wzrostu PKB w ostatnich kwartałach, luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce, wyraźnie się obniżyła i od początku br. kształtuje

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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:

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

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{tend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{tend} – 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.

⁴¹ Napływ imigrantów – 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).

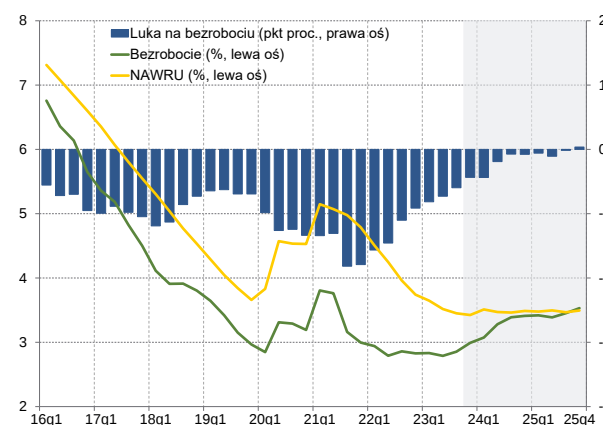
się na ujemnym poziomie (Wykres 4.16). W latach 2024-2025 luka popytowa ulegnie zawężeniu, jednak prognozowana w tym okresie skala ożywienia gospodarczego będzie niewystarczająca do jej wzrostu powyżej zera. Oznacza to, że w całym horyzoncie projekcji presja popytowa będzie kształtować się na obniżonym poziomie, oddziałując w kierunku spadku inflacji CPI.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji oczekuje się niewielkiego spadku liczby pracujących w Polsce (Wykres 4.17, Wykres 4.18), będącego skutkiem obniżania się liczby osób w wieku produkcyjnym oraz odłożonym w czasie efektem spowolnienia krajowej dynamiki PKB w bieżącym roku. Na scenariusz ten wskazuje przewaga udziału firm ograniczających liczbę pracowników nad zwiększającymi ich liczbę w badaniach ankietowych NBP⁴², jak również obniżający się subindeks PMI dotyczący zatrudnienia w ankiecie Markit Group. Opóźnienie reakcji zatrudnienia na zmiany aktywności gospodarczej wiąże się ze zjawiskiem tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa (ang. *labour hoarding*) i jest sygnalizowana przez spadkowy trend przeciętnej liczby przepracowanych godzin pracy w danych BAEL. Zjawisko to wynika z chęci ograniczenia kosztów związanych ze znalezieniem nowych pracowników oraz ich wdrożenia do pracy w przypadku potrzeby ich ponownego zatrudnienia. Stopniowo obniżająca się w horyzoncie projekcji liczba osób aktywnych zawodowo, wynikająca z negatywnego wpływu procesów demograficznych, będzie również oddziaływać w kierunku spadku liczby zatrudnionych, ale równocześnie ogranicza skalę wzrostu stopy bezrobocia (Wykres 4.15, Wykres 4.18).

W ślad za spadkiem inflacji, w horyzoncie projekcji dynamika nominalnych wynagrodzeń będzie obniżać się z obserwowanego obecnie

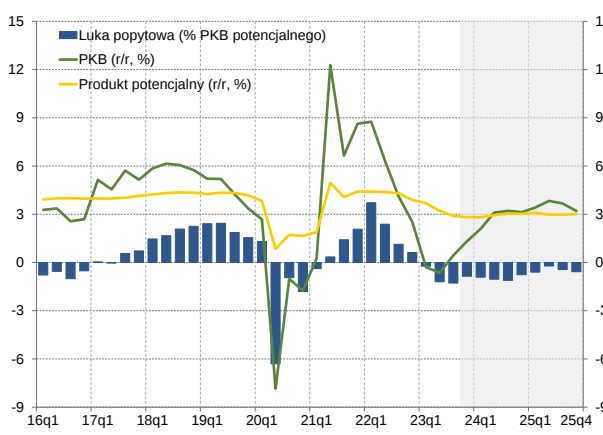
Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze niepowodująca przyspieszenia wzrostu płac

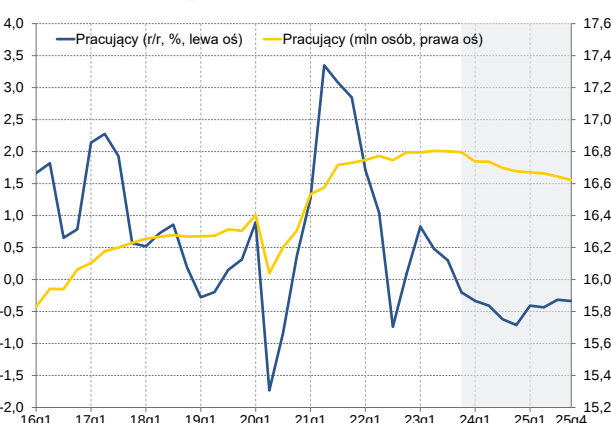
Wykres 4.16 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁴² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2023 r.

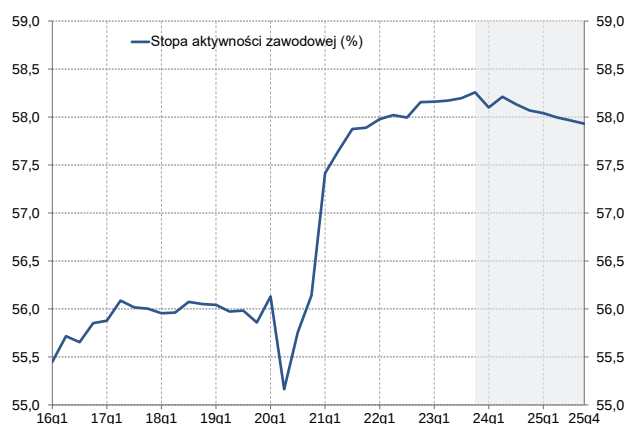
dwucyfrowego poziomu (Wykres 4.19). Scenariusz ten wspiera słabnąca presja płacowa, na który wskazują wyniki Szybkiego Monitoringu NBP⁴³. Presję płacową w horyzoncie projekcji będzie również łagodzić założona rosnąca obecność migrantów z Ukrainy i innych krajów na polskim rynku pracy oraz prognozowany wzrost stopy bezrobocia. W przeciwnym kierunku będą oddziaływać odczuwalne w wielu branżach niedobory kadrowe, a także dwukrotna podwyżka wysokości płacy minimalnej w 2024 r., wynosząca średniorocznie 20,5% r/r. Uwzględniając różnokierunkowe oddziaływanie powyższych czynników, realne wynagrodzenia w latach 2024-2025 będą rosły średnio w tempie zbliżonym do tempa wydajności pracy, przyczyniając się do odbudowy realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Inflacja CPI

Wygasanie efektów silnego negatywnego szoku podażowego wzmocnionego skutkami zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę prowadzi do obniżania się inflacji CPI, która najwyższy poziom osiągnęła w lutym br. Dezinflacja będzie kontynuowana w horyzoncie projekcji przy zmieniającym się udziale czynników odpowiedzialnych za ten proces.

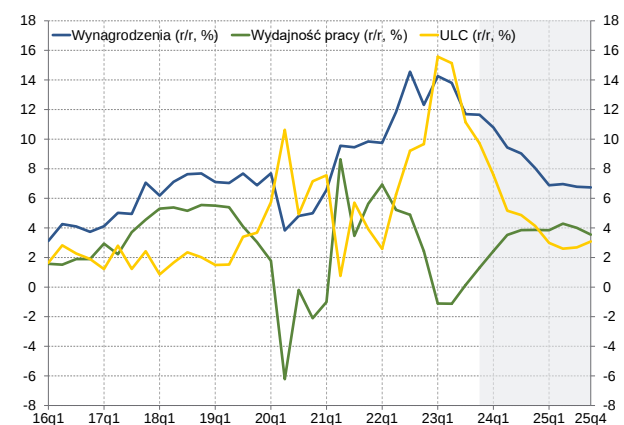
Do spadku dynamiki cen konsumenta ogółem w horyzoncie projekcji przyczyni się obniżenie dynamiki wszystkich głównych komponentów koszyka CPI. Procesowi dezinflacji będzie sprzyjać istotne zmniejszenie się presji kosztowej w gospodarce związane z wyraźnym obniżeniem się cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych po ich silnym wzroście w latach 2021-2022. Na osłabienie presji kosztowej wpłynie też oczekiwany spadek dynamiki wynagrodzeń w horyzoncie projekcji. Jednocześnie w kierunku redukcji kosztów przedsiębiorstw oddziałuje wygasanie

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy

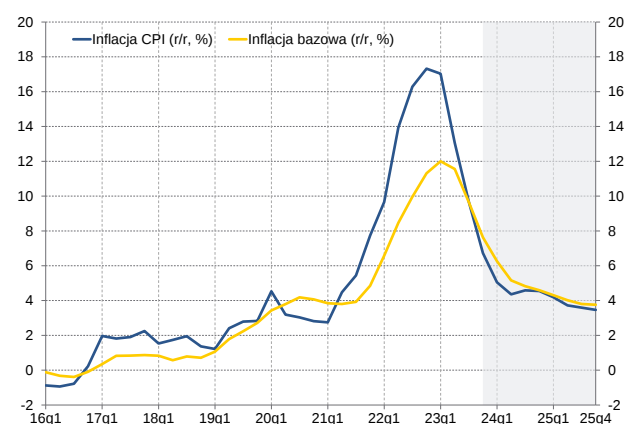


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

⁴³ Szybki monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2023 r.

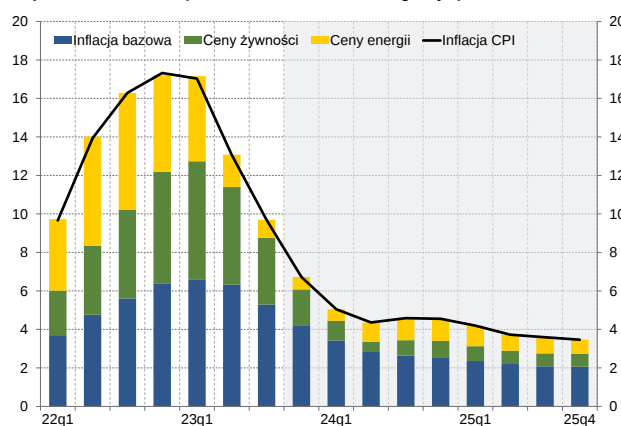
wcześniejszych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw wpływające na obniżenie inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki i w efekcie niższą dynamikę cen importu (Wykres 4.22). Presję inflacyjną będzie również ograniczać utrzymujący się w horyzoncie projekcji na obniżonym poziomie zagregowany popyt, co obrazuje ujemna w latach 2024-2025 luka popytowa w polskiej gospodarce (Wykres 4.16).

Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 5,75%) inflacja CPI powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – pod koniec horyzontu projekcji (Wykres 4.20, Wykres 4.21). Okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększył jej uporczywość wynikającą z podwyższonej presji płacowej oraz zwiększonej akceptacji dla wzrostu cen. Rozłożony w czasie będzie też spadek dynamiki cen energii dla gospodarstw domowych w szczególności elektrycznej i ciepłej. Wynika to z obowiązującego procesu taryfikacji i opóźnionego dostosowania tych kategorii do wcześniejszych silnych wzrostów cen surowców energetycznych, przy kilkukrotnie wyższych niż przed pandemią cenach uprawnień do emisji CO₂. Jednocześnie oczekuje się, że przy niższych niż bezpośrednio po rozpoczęciu rosyjskiej agresji światowych cenach surowców energetycznych, skala rządowych działań osłonowych w latach 2024-2025 zmniejszy się (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

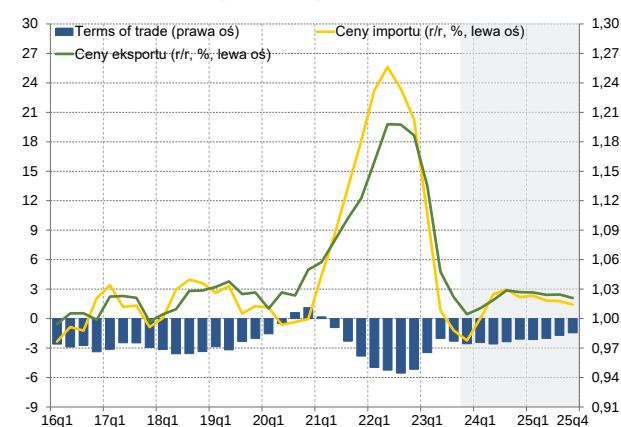
Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji lipcowej przyczyniły się do obniżenia prognozowanego wzrostu gospodarczego w bieżącym roku oraz jego podwyższenia w latach 2024-2025. W przypadku inflacji CPI, w latach 2023-2024 nastąpiła jej rewizja w dół, przy jej nieco

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



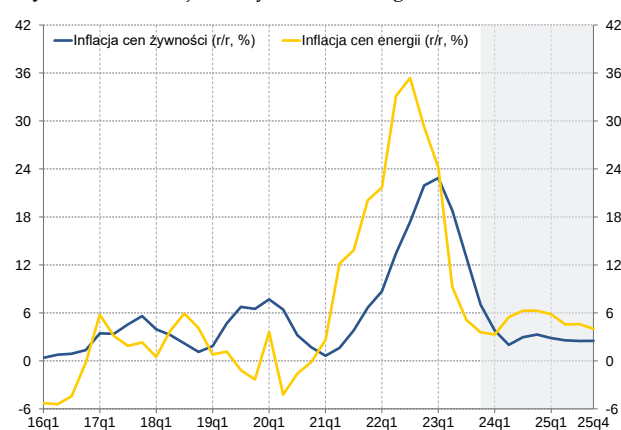
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

wyższym poziomie w 2025 r. (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Obniżenie prognozy krajowego wzrostu gospodarczego w bieżącym roku wynika z silniejszego od oczekiwań dostosowania zapasów, w warunkach niskiego popytu i oczekiwań na spadek cen dóbr zaopatrzeniowych. Do rewizji w dół dynamiki PKB przyczynia się również gorsza od oczekiwań koniunktura w strefie euro, w tym w Niemczech, opóźniająca ożywienie w polskim przemyśle. Pozytywnie na wzrost gospodarczy oddziałuje natomiast większa odporność inwestycji przedsiębiorstw na osłabienie popytu, związana z potrzebą odbudowy zasobu kapitału wytwórczego po okresie pandemii oraz szybko rosnącymi kosztami pracy. Jednocześnie korzystniej w br. kształtują się inwestycje publiczne w związku z większym, niż wcześniej zakładano, wykorzystaniem przez jednostki samorządu terytorialnego środków w ramach Rządowego Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych.

Istotnym czynnikiem dla rewizji w górę wzrostu PKB w latach 2024-2025 względem oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej jest obniżka stóp procentowych NBP we wrześniu i październiku br., łącznie o 100 punktów bazowych. Przyczyniła się ona do podwyższenia prognozy dynamiki akumulacji i spożycia prywatnego. Odbudowę aktywności gospodarczej w 2024 r. będzie wspierać dodatkowo wyższy względem wcześniejszych oczekiwań wzrost spożycia publicznego, na co wskazują zapisy projektu *Ustawy Budżetowej na 2024 r.* dotyczące wzrostu wydatków bieżących jednostek budżetowych o 11,9% względem planu na 2023 r. Wywołany wyższym popytem krajowym wzrost importu częściowo neutralizuje jego oddziaływanie na dynamikę PKB.

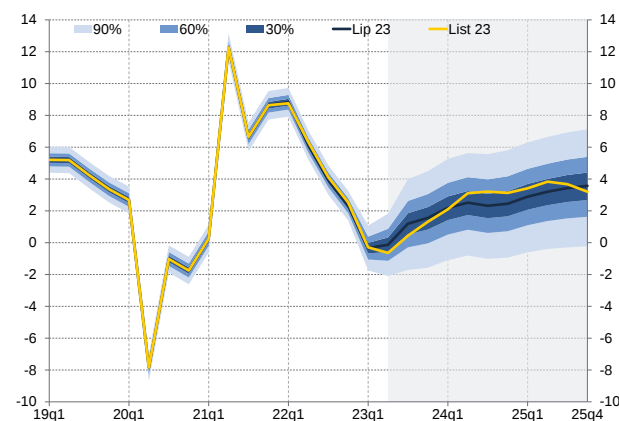
Inflacja CPI w latach 2023-2024 kształtuje się pod wpływem rewizji w dół inflacji bazowej i dynamiki cen żywności. Czynnikiem obniżającym ścieżkę cen wielu dóbr i usług względem wcześniejszych

Tabela 4.3 Projektcja listopadowa na tle lipcowej

	2023	2024	2025
PKB (r/r, %)			
XI 2023	0,3	2,9	3,5
VII 2023	0,6	2,4	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2023	11,4	4,6	3,7
VII 2023	11,9	5,2	3,6

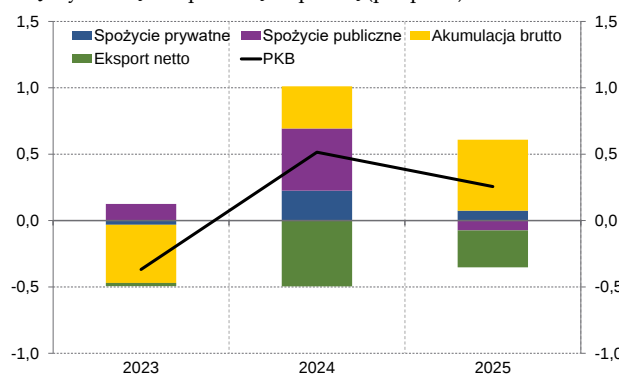
Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

oczekiwań jest osłabienie popytu odzwierciedlone w niższej luce popytowej. Zmniejsza to akceptację konsumentów dla wzrostu cen, czego wyrazem jest obserwowane w ostatnim okresie nasilenie konkurencji cenowej pomiędzy sieciami handlowymi. W kierunku niższej dynamiki cen konsumentów oddziałuje również złagodzenie presji kosztowej odzwierciedlone w silniejszym od oczekiwań spadku w ostatnich miesiącach cen produkcji przemysłowej. Do rewizji w dół inflacji bazowej w najbliższych kwartałach przyczynia się również niższy wzrost cen artykułów medycyno-farmaceutycznych, wynikający z objęcia od 1 września br. kolejnych grup wiekowych programem bezpłatnych leków refundowanych.

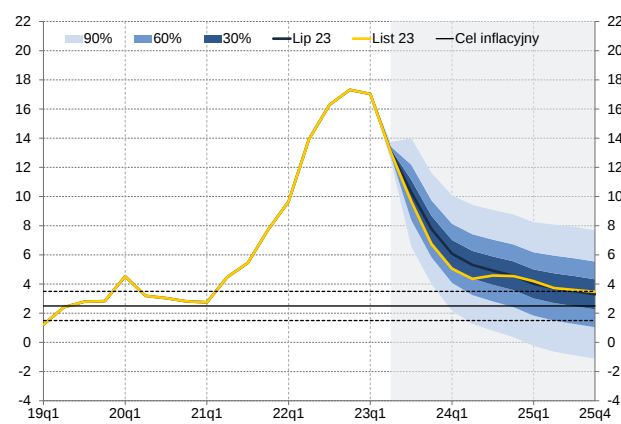
W 2024 r. inflację CPI podnosi natomiast rewizja w górę dynamiki cen energii, pod wpływem wyższych niż w poprzedniej rundzie progностycznej cen ropy naftowej (wpływ tego czynnika na ceny energii w br. niweluje ustawowe zwiększenie limitów zużycia gwarantujących niższe opłaty za prąd przez gospodarstwa domowe).

W 2025 r. spodziewane jest spowolnienie procesu dezinflacji i ukształtowanie się dynamiki cen na poziomie nieco wyższym niż w poprzedniej projekcji. Przyczynia się do tego przełożenie wyższych cen surowców energetycznych i rolnych na ceny żywności, przy inflacji bazowej zbliżonej do ścieżki z projekcji lipcowej. Powrót inflacji bazowej do scenariusza z poprzedniej projekcji wynika z faktu, że po okresie słabszej koniunktury w br., w kolejnych latach ujemna luka popytowa będzie domykać się szybciej i powróci do wartości z projekcji lipcowej, co oznacza, że popyt będzie czynnikiem ograniczającym wzrost cen w podobnym stopniu jak oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej.

4.5 Źródła niepewności projekcji

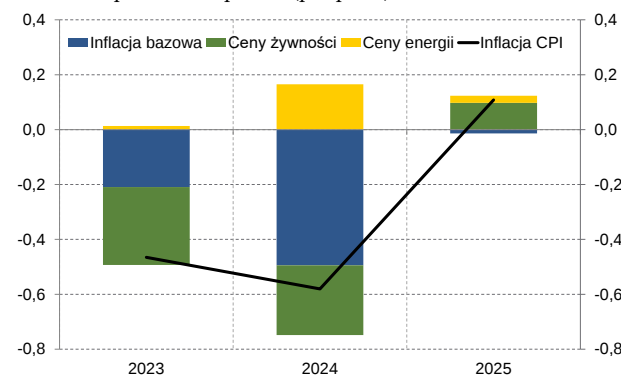
Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji

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.

makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest wciąż w istotnym stopniu uzależniona od makroekonomicznych skutków agresji Rosji na Ukrainę. Ważnymi czynnikami ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są również efekty wpływu zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed na aktywność gospodarczą w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Kolejne zewnętrzne źródło niepewności w bieżącej rundzie progностycznej stanowi rozwój sytuacji gospodarczej w Chinach w horyzoncie projekcji. Oprócz uwarunkowań zewnętrznych ważnym źródłem ryzyka projekcji jest kształt polityki fiskalnej po wyborach parlamentarnych w Polsce, w tym skala i zakres podejmowanych działań osłonowych. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla dynamiki PKB i wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI powyżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

Dalszy przebieg agresji Rosji na Ukrainę

Istotnym czynnikiem ryzyka dla kształtowania się przyszłej ścieżki aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w Polsce jest wciąż przebieg rosyjskiej agresji na Ukrainę. Niepewność związana jest z dalszym przebiegiem zbrojnego konfliktu oraz zakresem sankcji gospodarczych nakładanych przez Zachód wobec Rosji, jak również rosyjskich działań retorsyjnych. Przyszły rozwój sytuacji wokół rosyjskiej agresji na Ukrainę ma istotne znaczenie dla kształtowania się cen surowców energetycznych i rolnych oraz przepływów kapitałowych w gospodarce światowej.

Eskalacja konfliktu, zarówno w wymiarze zbrojnym, jak i ekonomicznym, przyczyniłaby się do wzrostu niepewności w gospodarce światowej. W takim scenariuszu, wzrost awersji do ryzyka, w połączeniu z bliskim położeniem

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%)
24q1	0,06	0,13	0,25	0,49	0,19
24q2	0,11	0,21	0,35	0,48	0,24
24q3	0,09	0,18	0,31	0,48	0,22
24q4	0,09	0,18	0,30	0,46	0,21
25q1	0,13	0,24	0,38	0,48	0,24
25q2	0,19	0,31	0,45	0,49	0,27
25q3	0,21	0,34	0,48	0,50	0,27
25q4	0,24	0,37	0,51	0,51	0,27

Źródło: obliczenia NBP.

geograficznym Polski względem stron konfliktu, mógłby skutkować odpływem kapitału zagranicznego z krajowej gospodarki tworząc presję na kurs złotego. Jednocześnie nastąpiłby ponowny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych powyżej poziomu przyjętego w scenariuszu centralnym projekcji. Przy tych uwarunkowaniach można by oczekiwać zwiększenia inercji procesów inflacyjnych w gospodarce krajowej, co wydłużyłoby w czasie powrót wskaźnika inflacji CPI do celu inflacyjnego NBP. Natomiast w przypadku realizacji optymistycznego scenariusza szybkiego i korzystnego dla Ukrainy zakończenia rosyjskiej agresji, negatywne skutki szoku podaźowego, który oddziałuje na gospodarkę europejską byłyby mniej dotkliwe, co sprzyjałoby przyspieszeniu procesu dezinflacji w Polsce.

Inne czynniki determinujące ceny surowców energetycznych na świecie

Przyszła ścieżka cen surowców energetycznych uzależniona jest również od materializacji innych ważnych ryzyk w gospodarce światowej niepowiązanych z rosyjską agresją na Ukrainę. W szczególności wzrost wydobywania ropy naftowej w krajach OPEC+, Stanach Zjednoczonych oraz przez innych głównych producentów wraz z wyższymi niż przeciętnie temperaturami w nadchodzącym sezonie grzewczym w Europie, sprzyjałyby poprawie relacji między podażą a popytem na surowce energetyczne w skali globalnej. W konsekwencji można by oczekiwać obniżenia poziomu ich cen na rynkach światowych względem założeń projekcji, co oddziaływałoby w kierunku szybszego spadku inflacji CPI i szybszej odbudowy aktywności gospodarczej w Polsce.

Dalsza eskalacja napięć w rejonie Bliskiego Wschodu, w szczególności zaangażowanie w konflikt krajów regionu będących istotnymi producentami ropy naftowej, może z kolei przyczynić się do spadku podaży tego surowca. Ograniczenie wydobywania ropy naftowej przez głównych producentów w połączeniu z gorszymi warunkami meteorologicznymi w rozpoczynającym się sezonie grzewczym, skutkowałoby wyższym poziomem i większą zmiennością cen surowców energetycznych na rynkach światowych niż przyjęto w scenariuszu centralnym projekcji. W konsekwencji należałoby oczekiwać wolniejszego spadku inflacji CPI i niższej aktywności gospodarczej w Polsce w horyzoncie projekcji.

Efekty zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed

Kolejne istotne czynniki ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki wiążą się z efektami zacieśniania polityki pieniężnej w głównych gospodarkach rozwiniętych. W szczególności negatywny wpływ dotychczasowych podwyżek

stóp procentowych przez EBC i Fed na aktywność gospodarczą w strefie euro i Stanach Zjednoczonych może być silniejszy od założeń przyjętych w scenariuszu centralnym projekcji. Jednocześnie istnieje ryzyko wydłużonego w czasie kształtowania się stóp procentowych na podwyższonym poziomie w tych gospodarkach ze względu na upórcożywość inflacji bazowej w warunkach niskiego bezrobocia. Przy tych uwarunkowaniach obniżyłaby się ścieżka spożycia gospodarstw domowych i inwestycji prywatnych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, wywołując recesję w obu tych gospodarkach.

Realizacja powyższego scenariusza oddziaływałaby negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce w horyzoncie projekcji, przy różnokierunkowym wpływie na krajową inflację CPI. Z jednej strony, upórcożywa inflacja bazowa za granicą oraz osłabienie kursu złotego pod wpływem kształtowania się stóp procentowych przez EBC i Fed na wyższym poziomie zwiększałoby inercję procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce poprzez wyższą dynamikę cen importu. Z drugiej strony, pogorszenie koniunktury za granicą i w konsekwencji niższa niż założono w scenariuszu centralnym projekcji presja popytowa w polskiej gospodarce wpłynęłyby na przyspieszenie tempa dezinflacji w kraju.

Wzrost gospodarczy w Chinach

Źródło niepewności w bieżącej rundzie progностycznej stanowi także rozwój sytuacji gospodarczej w Chinach, przy czym ocenia się, że przeważają ryzyka wolniejszego wzrostu PKB w tej gospodarce. W przypadku pogłębienia się kryzysu na rynku nieruchomości i jego negatywnym wpływie na stabilność finansową, przy utrzymującej się słabości konsumpcji i inwestycji prywatnych, wzrost gospodarczy w Chinach może ukształtować się poniżej założeń projekcji. W takim scenariuszu perspektywy

wzrostu w gospodarce światowej uległyby pogorszeniu, co oddziaływałoby w kierunku niższej aktywności ekonomicznej i inflacji w Polsce. Wprowadzenie dodatkowych działań stymulujących chińską gospodarkę oddziaływałoby natomiast w kierunku poprawy perspektyw jej wzrostu, oddziałując w kierunku zwiększenia popytu w ujęciu globalnym, co pozytywnie przełożyłoby się na przyszłą ścieżkę krajowego PKB i jednocześnie wpłynęłoby na podniesienie presji inflacyjnej w Polsce.

Polityka fiskalna rządu

Ważnym krajowym ryzykiem projekcji jest kształt polityki fiskalnej po uformowaniu rządu po wyborach parlamentarnych, w tym możliwość wzrostu wydatków publicznych powyżej założeń scenariusza centralnego projekcji lub zmniejszenie obciążeń podatkowych. Materializacja powyższego ryzyka oddziaływałaby w kierunku wyższej ścieżki PKB oraz inflacji CPI, przy czym skala odchylenia tych kategorii względem scenariusza bazowego byłaby uzależniona od formy ekspansji fiskalnej. Kolejne źródło niepewności dotyczy przyszłych decyzji nowego rządu w odniesieniu do skali i zakresu osłonowych działań fiskalnych podejmowanych w celu złagodzenia negatywnych skutków wysokich cen surowców dla gospodarstw domowych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Akty prawne wprowadzające obniżkę VAT na podstawowe produkty żywnościowe, dopłaty do cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych oraz wybranych innych podmiotów, obowiązują do końca br. Wprawdzie w bieżącym roku sytuacja na rynkach surowców energetycznych ustabilizowała się, jednak rynkowe ceny energii elektrycznej pozostają na wyraźnie wyższym poziomie niż notowany przed wybuchem rosyjskiej agresji zbrojnej na Ukrainę. W związku z tym, nie można wykluczyć, że dla uniknięcia skokowego wzrostu taryf dla gospodarstw

domowych, wspomniane rozwiązania będą kontynuowane w 2024 r. Z drugiej strony, w horyzoncie projekcji może nie zostać utrzymana stawka VAT 0% na podstawowe towary żywnościowe. Jak dotąd jednak nie rozpoczęły się prace legislacyjne nad ewentualnym przedłużeniem rozwiązań obowiązujących w 2023 r., nie ma również o tym mowy w projekcie Ustawy budżetowej na rok 2024.

Tabela 4.5 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2022				2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	9,7	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	9,7	6,7	5,0	4,4	4,6	4,6	4,2	3,7	3,6	3,5	14,4	11,4	4,6	3,7
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	6,6	8,5	10,0	11,3	12,0	11,6	9,7	7,6	6,3	5,2	4,8	4,6	4,3	4,0	3,8	3,8	9,1	10,1	5,2	4,0
Ceny żywności (% r/r)	8,7	13,4	17,4	21,9	22,9	18,8	12,9	7,0	3,8	2,0	3,0	3,3	2,9	2,6	2,5	2,5	15,4	15,0	3,0	2,6
Ceny energii (% r/r)	21,7	33,1	35,4	29,2	24,2	9,2	5,1	3,6	3,3	5,5	6,3	6,3	5,8	4,6	4,6	4,0	29,9	10,0	5,3	4,7
PKB (% r/r)	8,8	6,3	4,1	2,5	-0,3	-0,6	0,4	1,3	2,1	3,1	3,2	3,1	3,4	3,8	3,7	3,2	5,3	0,3	2,9	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	10,8	7,4	3,1	1,0	-4,8	-2,9	-2,0	-0,4	2,5	3,1	3,8	4,1	4,5	5,2	5,2	4,4	5,2	-2,3	3,4	4,8
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	8,8	8,5	2,9	1,0	-2,0	-2,8	-1,4	-0,7	1,1	3,1	4,5	4,6	4,8	4,5	4,3	4,1	5,2	-1,6	3,3	4,4
Spożycie publiczne (% r/r)	2,7	3,8	3,0	-6,2	-0,3	2,2	5,9	13,1	6,1	6,7	6,0	3,6	3,2	3,7	3,3	2,8	0,3	4,3	5,6	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	5,1	6,5	2,5	5,6	6,8	10,5	7,6	5,8	4,8	1,4	0,3	3,7	5,6	9,6	9,1	7,9	4,9	7,3	2,5	8,0
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-1,5	-0,7	1,1	1,6	4,6	2,1	2,4	1,7	-0,2	0,2	-0,4	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-0,9	0,2	2,5	-0,3	-1,0
Eksport (% r/r)	6,2	6,7	9,8	4,5	3,8	-3,2	-4,3	-3,1	-2,1	2,8	4,4	5,1	5,0	5,0	4,9	5,0	6,7	-1,9	2,5	5,0
Import (% r/r)	9,3	8,7	8,2	1,6	-3,2	-6,8	-8,2	-6,8	-2,0	2,8	5,7	7,3	7,4	7,8	7,9	7,5	6,8	-6,9	3,4	7,7
Wynagrodzenia (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,3	13,8	11,7	11,6	10,8	9,4	9,0	8,0	6,9	7,0	6,8	6,7	12,1	12,8	9,3	6,8
Pracujący (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	0,1	0,8	0,5	0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,5	0,4	-0,5	-0,4
Stopa bezrobocia (%)	2,9	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	2,9	2,9	3,3	3,4
NAWRU (%)	4,5	4,2	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	4,1	3,5	3,5	3,5
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,0	58,0	58,0	58,2	58,2	58,2	58,2	58,3	58,1	58,2	58,1	58,1	58,0	58,0	58,0	57,9	58,0	58,2	58,1	58,0
Wydajność pracy (% r/r)	6,9	5,2	4,9	2,4	-1,1	-1,1	0,1	1,3	2,4	3,5	3,9	3,9	3,8	4,3	4,0	3,5	4,7	0,1	3,4	3,9
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,6	6,3	9,2	9,7	15,6	15,1	11,1	9,7	7,6	5,2	4,9	4,1	3,0	2,6	2,7	3,1	7,1	12,4	5,4	2,8
Produkt potencjalny (% r/r)	4,4	4,4	4,3	3,9	3,7	3,2	2,9	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	4,2	3,1	3,0	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	3,7	2,4	1,1	0,6	-0,2	-1,2	-1,3	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-0,8	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	1,9	-0,9	-1,0	-0,5
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,27	1,47	1,42	1,36	1,30	1,31	1,33	1,35	1,32	1,33	1,32	1,28	1,26	1,27	1,27	1,24	1,38	1,32	1,32	1,26
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	2,04	2,42	3,16	1,97	1,22	0,99	0,94	1,12	1,21	1,27	1,21	1,18	1,21	1,15	1,10	1,06	2,40	1,07	1,22	1,13
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	3,6	4,8	4,8	6,1	6,4	5,7	5,0	3,3	2,6	2,4	2,9	2,8	2,4	2,2	2,1	2,1	4,8	5,1	2,7	2,2
PKB za granicą (% r/r)	5,7	3,4	2,1	1,4	0,9	0,6	0,4	0,5	0,7	0,9	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	3,1	0,6	1,0	1,4
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-2,3	-3,1	-3,0	-2,4	-0,7	-0,1	0,7	1,2	1,1	1,4	1,1	0,9	0,6	0,3	0,1	0,0	-2,4	1,2	0,9	0,0
WIBOR 3M (%)	3,50	6,24	7,08	7,29	6,93	6,90	6,50	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	6,03	6,57	5,95	5,95

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

Dla większości zmiennych wartości do III kw. 2023 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 – wrzesień 2023 r.⁴⁴

■ Data: 9 maja 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2023 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2022.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

■ Data: 9 maja 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2023 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2022.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

⁴⁴ Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad wnioskami z dnia 10 maja 2023 r., które zostały zamieszczone w *Raporcie o inflacji – lipiec 2023 r.*

■ Data: 9 maja 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2023 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2022 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
J.B. Tyrowicz

■ Data: 6 czerwca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 6 czerwca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

■ Data: 5 lipca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/DRF/2023 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdania finansowe Narodowego Banku Polskiego za lata 2023, 2024 i 2025.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: Nikt nie głosował

■ Data: 6 lipca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 5 września 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2023 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2024.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: L. Kotecki
J.B. Tyrowicz

■ Data: 6 września 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 6 września 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,75 pkt. proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

■ Data: 6 września 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2023 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
I. Duda
W.S. Janczyk
C. Kochalski
G. Masłowska
H.J. Wnorowski

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