



NARODOWY  
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Raport o inflacji – lipiec 2024 r.

Warszawa, 2024 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 24 czerwca 2024 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 czerwca 2024 r.

---

# Spis treści

---

Synteza	5
<b>1. Otoczenie polskiej gospodarki</b>	<b>9</b>
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
<b>2. Gospodarka krajowa</b>	<b>17</b>
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	22
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	24
2.5 Rynek pracy	25
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	27
2.7 Pieniądz i kredyt	28
2.8 Bilans płatniczy	29
<b>3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2024 r.</b>	<b>31</b>
<b>4. Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>43</b>
4.1 Synteza	44
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	46
4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026	49
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	57
4.5 Źródła niepewności projekcji	59
<b>5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2024 r.</b>	<b>63</b>

---



# Synteza

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona pomimo pewnej poprawy w ostatnim okresie. W strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. wzrosła względem IV kw. 2023 r., jednak pozostała niska. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB w I kw. 2024 r. również przyspieszył, choć kształtował się poniżej wieloletniej średniej. Z kolei w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. pozostała stosunkowo wysoka. Negatywnie na globalną koniunkturę nadal wpływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz szoków podaźowych z poprzednich lat. Jednocześnie niższa inflacja, w warunkach utrzymującej się bardzo dobrej sytuacji na rynkach pracy w większości gospodarek, sprzyjała wzrostowi realnych wynagrodzeń i popytu wewnętrznego.

Globalna inflacja – po wyraźnym spadku w 2023 r. – w okresie od stycznia do maja 2024 r. nieco wzrosła, na co złożył się wzrost dynamiki cen m.in. w Stanach Zjednoczonych i w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach. Jednocześnie w strefie euro inflacja w maju była niższa niż w styczniu br. Spośród krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja CPI nieznacznie wzrosła w ostatnim okresie w Czechach i na Węgrzech, natomiast w Rumunii wyraźnie spadła. W kierunku wyższej inflacji na świecie oddziaływał przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii. Natomiast ograniczająco na inflację wpływało obniżenie się inflacji bazowej, która jednak w wielu gospodarkach pozostała wyższa od inflacji ogółem w związku z nadal podwyższoną dynamiką cen usług. Jednocześnie w kierunku niższej inflacji oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice rocznej cen produkcji w przemyśle, która w części gospodarek pozostawała ujemna.

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych wzrosły w ostatnich miesiącach i pozostawały istotnie wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podaźowymi na części rynków.

W ostatnim okresie występowały zróżnicowane tendencje w zakresie polityki pieniężnej na świecie. Część banków centralnych utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a część je obniżyła. Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z kwotowań instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobne obniżki stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w kolejnych kwartałach.

Rentowności obligacji skarbowych w głównych gospodarkach – po przejściowym wzroście – pod koniec czerwca kształtowały się w pobliżu poziomu z początku marca br. Również kurs dolara amerykańskiego do wielu innych walut pod koniec czerwca był podobny jak na początku marca br.

Inflacja CPI w Polsce w ostatnich miesiącach kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżała się do marca br., a w kwietniu i maju nieznacznie wzrosła. Spadek inflacji w ciągu I kw. br. (z 3,7% r/r w styczniu do 2,0% r/r w marcu br.) wynikał z obniżania się rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, przy wzroście rocznej dynamiki cen energii. Z kolei wzrost inflacji CPI w kwietniu br.

(do 2,4% r/r) był głównie efektem przywrócenia z 0% do 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze, a także – choć w mniejszym stopniu – wyższej rocznej dynamiki cen paliw. Towarzyszył temu dalszy spadek inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. W maju br. inflacja wzrosła do 2,5% r/r, głównie na skutek wyższej rocznej dynamiki cen paliw. W kierunku obniżenia inflacji CPI w ostatnich miesiącach oddziaływało wygasanie presji kosztowej związanej z wcześniejszymi zewnętrznymi szokami podażowymi, przy umiarkowanej – pomimo pewnego przyspieszenia – dynamice aktywności gospodarczej. Ograniczająco na dynamikę cen wpływały również wzmożona konkurencja na rynku detalicznym żywności oraz umocnienie kursu złotego do głównych walut. W ostatnich miesiącach ceny produkcji sprzedanej przemysłu nadal wyraźnie się obniżały w ujęciu rocznym, chociaż skala spadku stopniowo się zmniejszała.

W I kw. 2024 r. wzrost aktywności gospodarczej w Polsce przyspieszył, choć pozostał niższy od wieloletniej średniej (dynamika PKB wyniosła 2,0% r/r wobec 1,0% r/r w IV kw. ub.r.). Do wzrostu PKB przyczyniło się zwiększenie konsumpcji prywatnej oraz publicznej, a także dodatni – choć niższy niż w poprzednich kwartałach – wkład eksportu netto. Dynamika PKB była z kolei ograniczana przez obniżenie się inwestycji oraz ujemny wkład zmiany zapasów.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 w 2023 r. wyniósł 173,8 mld zł (5,1% PKB), wobec 105,9 mld zł (3,4% PKB) w 2022 r. Wzrost deficytu instytucji rządowych i samorządowych w Polsce w 2023 r. wynikał w istotnej mierze z niskiej dynamiki aktywności gospodarczej, która ograniczała wzrost dochodów podatkowych, a także ze wzrostu wydatków na obronę narodową oraz wyższych kosztów obsługi długu publicznego. Co istotne, w ub.r. miał miejsce wyjątkowo wysoki wzrost inwestycji publicznych, na co złożyły się przede wszystkim wyższe inwestycje samorządów oraz nakłady na uzbrojenie. Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w 2023 r. ukształtował się na poziomie 49,6% PKB wobec 49,2% PKB w 2022 r. Zgodnie z prognozami rządu na koniec 2024 r. dług ma wynieść 53,4% PKB.

W I kw. 2024 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw wyraźnie się pogorszyła, a zagregowany wynik finansowy brutto był istotnie niższy niż rok wcześniej. Wpłynęło na to wyraźne obniżenie się wyniku na sprzedaży produktów, towarów i materiałów, związane z pogłębieniem spadku przychodów z tego tytułu. W tych warunkach obniżyła się rentowność sektora przedsiębiorstw. Mimo to płynność sektora przedsiębiorstw pozostała relatywnie wysoka.

Na początku 2024 r. sytuacja na rynku pracy pozostawała dobra – w tym utrzymywała się niska stopa bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie nominalne w gospodarce narodowej (GN) wzrosło w I kw. br. o 14,4% r/r (wobec 12,0% r/r w IV kw. ub.r.), a w sektorze przedsiębiorstw (SP) o 12,5% r/r (względem 11,5% r/r w IV kw. ub.r.). Jednocześnie ze względu na wyraźnie niższą niż w poprzednich kwartałach inflację, roczna dynamika realnych wynagrodzeń osiągnęła w I kw. br. historycznie wysoki poziom (11,1% r/r w GN i 9,2% r/r w SP).

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* rentowności polskich obligacji skarbowych nieco wzrosły. Jednocześnie kurs złotego wobec głównych walut pozostawał względnie stabilny po wcześniejszym umocnieniu.

Tempo wzrostu agregatu M3 w I kw. 2024 r. ukształtowało się na nieco niższym poziomie niż w IV kw. 2023 r. Jednocześnie zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych wzrosło w ujęciu rocznym, natomiast zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw obniżyło się.

Dodatnie saldo rachunku bieżącego oraz pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W I kw. 2024 r. saldo rachunku bieżącego spadło. W kierunku niższego salda oddziaływało pewne pogorszenie salda dochodów wtórnych, a także nieznaczne zmniejszenie się łącznej nadwyżki obrotów towarowych i usług.

*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 marzec 2024 r. – maj 2024 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu i lipcu 2024 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty 2024 r. – maj 2024 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 14 czerwca 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 4,3% w 2024 r. (wobec 2,8 – 4,3% w projekcji z marca br.), 3,9 – 6,6% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,0%) oraz 1,3 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,5 – 4,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,7% w 2024 r. (wobec 2,7 – 4,3% w projekcji z marca br.), 2,8 – 4,8% w 2025 r. (wobec 3,2 – 5,3%) oraz 1,9 – 4,3% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,5%).





# 1. Otoczenie polskiej gospodarki

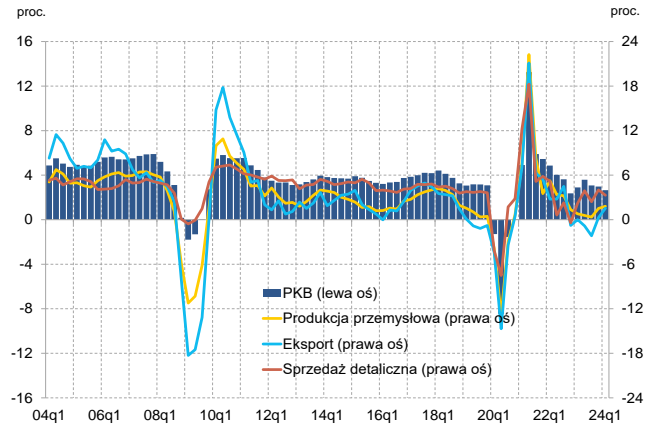
## 1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona pomimo pewnej poprawy w ostatnim okresie (Wykres 1.1). W strefie euro roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. wzrosła względem IV kw. 2023 r., jednak pozostała niska. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB w I kw. 2024 r. również przyspieszył, choć kształtował się poniżej wieloletniej średniej. Z kolei w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. pozostała stosunkowo wysoka.

Negatywnie na globalną koniunkturę nadal wpływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz szoków podażowych z poprzednich lat. Jednocześnie niższa inflacja, w warunkach utrzymującej się bardzo dobrej sytuacji na rynkach pracy w większości gospodarek, sprzyjała wzrostowi realnych wynagrodzeń i popytu wewnętrznego. Wzrostowi dynamiki aktywności towarzyszył niewielki wzrost wolumenu handlu światowego<sup>1</sup>. Odnotowano poprawę globalnej koniunktury zarówno w sektorze usług, jak i przetwórstwa przemysłowego, przy czym dynamika aktywności w przemyśle pozostała wyraźnie słabsza niż w usługach.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2024 r. wzrosła do 0,4% r/r (wobec 0,2% r/r w III i IV kw.

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



Źródło: dane LSEG 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.

<sup>1</sup> Czynnikiem ryzyka dla światowego handlu pozostaje jego dalsza fragmentacja. W maju br. Stany Zjednoczone zapowiedziały znaczące podniesienie w latach 2024-2026 ceł na szereg produkowanych przez Chiny towarów, w tym stal i aluminium, pojazdy elektryczne i półprzewodniki. Unia Europejska prowadzi równolegle szereg postępowań dotyczących dumpingu oraz subsydiowania przez chiński rząd krajowych producentów, m.in. samochodów elektrycznych, turbin wiatrowych i wyrobów z metalu. W czerwcu br. Komisja Europejska zapowiedziała wprowadzenie w 2024 r. dodatkowych ceł na import samochodów elektrycznych z Chin.

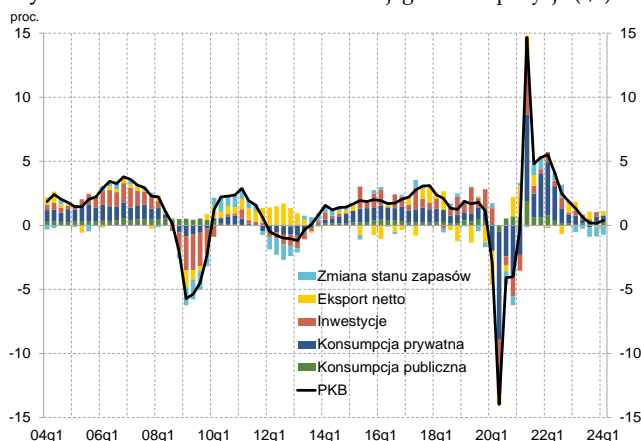
2023 r.)<sup>2</sup>. W I kw. 2024 r. w kierunku wzrostu PKB oddziaływał wzrost konsumpcji prywatnej i publicznej, a także poprawa salda handlu zagranicznego. Z kolei inwestycje i zmiana stanu zapasów obniżały dynamikę PKB (Wykres 1.2). Sytuacja na rynku pracy strefy euro pozostawała korzystna. Zatrudnienie w I kw. 2024 r. wzrosło o 1,0% r/r, a stopa bezrobocia w kwietniu 2024 r. obniżyła się do najniższego w historii poziomu 6,4% (wobec 6,5% w I kw. 2024 r.).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. 2024 r. nieznacznie się obniżyła do 2,9% r/r (wobec 3,1% r/r w IV kw. 2023 r.; Wykres 1.3)<sup>3</sup>. Podobnie jak w IV kw. 2023 r. dynamika PKB w I kw. 2024 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, w tym zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Sytuacja na rynku pracy w I kw. oraz na początku II kw. 2024 r. była korzystna. Wzrost zatrudnienia był relatywnie silny, a stopa bezrobocia – niska (4,0% w maju br.).

W Chinach PKB wzrósł w I kw. br. o 5,3% r/r wobec 5,2% r/r w IV kw. ub.r. Kontynuowany był relatywnie powolny wzrost konsumpcji prywatnej. W przetwórstwie przemysłowym koniunktura poprawiła się, w tym zauważalnie przyspieszył wzrost inwestycji. Zwiększyła się również dynamika eksportu. Wzrost aktywności gospodarczej nadal jednak ograniczała utrzymująca się dekoniunktura na rynku nieruchomości.

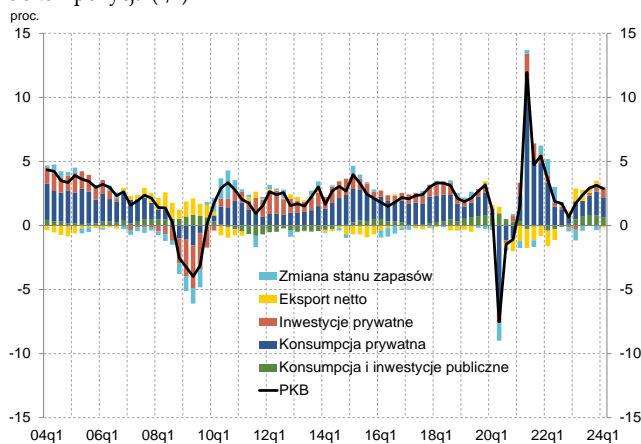
W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro<sup>4</sup> zagregowana dynamika PKB w I kw. 2024 r. wzrosła do 1,2% r/r<sup>5</sup> (wobec 0,6% r/r w IV kw. 2023 r.). Wzrost gospodarczy w I kw. br. najsilniej wspierała konsumpcja prywatna. Także wkłady eksportu netto, spożycia zbiorowego oraz inwestycji do dynamiki PKB pozostały dodatnie

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

<sup>2</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w strefie euro w I kw. 2024 r. wzrósł o 0,3% po spadku o 0,1% kw/kw w IV kw. i stagnacji w III kw. 2023 r.

<sup>3</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2024 r. wzrósł o 1,3% kw/kw saar wobec 3,4% kw/kw saar w IV kw. 2023 r.

<sup>4</sup> Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

<sup>5</sup> W ujęciu kwartalnym dynamika PKB również wzrosła w I kw. 2024 r., do 0,5% wobec -0,1% w IV kw. 2023 r.

w I kw. br. Dynamikę PKB obniżyła natomiast ponownie zmiana stanu zapasów. Sytuacja na rynku pracy w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej pozostawała korzystna. Zatrudnienie w I kw. 2024 r. wzrosło średnio o 1,9% r/r, a stopa bezrobocia w kwietniu 2024 r. kształtowała się na niskim i stabilnym poziomie (średnio 4,1%).

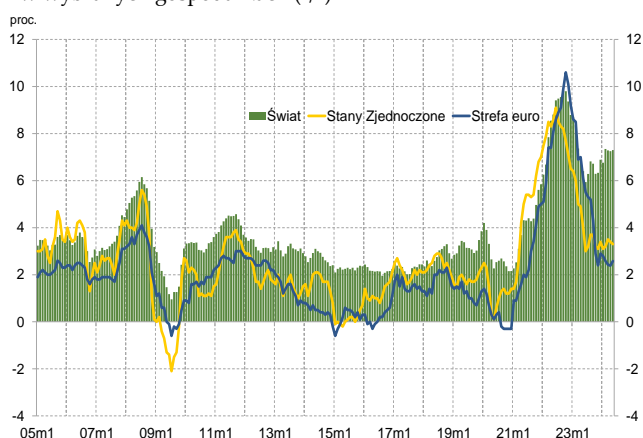
## 1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Globalna inflacja – po wyraźnym spadku w 2023 r. – w okresie od stycznia do maja 2024 r. nieco wzrosła, na co złożył się wzrost dynamiki cen m.in. w Stanach Zjednoczonych i w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach (Wykres 1.4). Jednocześnie w strefie euro inflacja w maju była niższa niż w styczniu br. W kierunku wyższej inflacji na świecie oddziaływał przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii. Natomiast ograniczająco na inflację wpływało obniżenie się inflacji bazowej, która jednak w wielu gospodarkach pozostała wyższa od inflacji ogółem w związku z nadal podwyższoną dynamiką cen usług (Wykres 1.6). Jednocześnie w kierunku niższej inflacji oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej rocznej dynamice cen produkcji w przemyśle, która w części gospodarek pozostawała ujemna (Wykres 1.5).

W strefie euro inflacja HICP w maju br. wyniosła 2,6% r/r (wobec 2,8% r/r w styczniu 2024 r.). Spadek inflacji wynikał głównie z obniżenia się dynamiki cen żywności. Obniżyła się także inflacja bazowa (do 2,9% r/r w maju z 3,3% r/r w styczniu br.), na co wpłynęła niższa dynamika cen towarów przemysłowych. Dynamika cen usług pozostała natomiast podwyższona. Dynamika cen energii wzrosła do 0,3% r/r w maju (z -6,1% r/r w styczniu br.), do czego przyczyniły się efekty bazy.

W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w maju br. wyniosła 3,3% r/r (względem 3,1% r/r w styczniu 2024 r.), co wynikało ze wzrostu dynamiki cen energii w tym okresie. Inflacja bazowa CPI

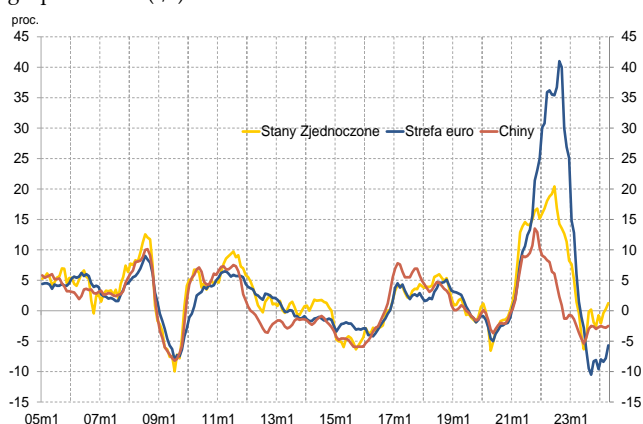
**Wykres 1.4** Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane LSEG Datastream, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych ważona udziałami PKB według parytetu siły nabywczej (PPP). Od 2019 r. łączny udział uwzględnionych gospodarek w światowym PKB według PPP wynosi według szacunków MFW w przybliżeniu 90%. Szacunki do 2018 r., ze względu na ograniczoną dostępność danych, bazują na odmiennym zbiorze gospodarek obejmującym w przybliżeniu 85% światowego PKB. Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

**Wykres 1.5** Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



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

Stany Zjednoczone – dynamika cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym, strefa euro i Chiny – dynamika cen produkcji w przemyśle.

obniżała się w ostatnich miesiącach i w maju 2024 r. wyniosła 3,4% r/r (wobec 3,9% r/r w styczniu 2024 r.). Dynamika cen usług pozostawała podwyższona, a dynamika cen towarów była ujemna i nadal się obniżała.

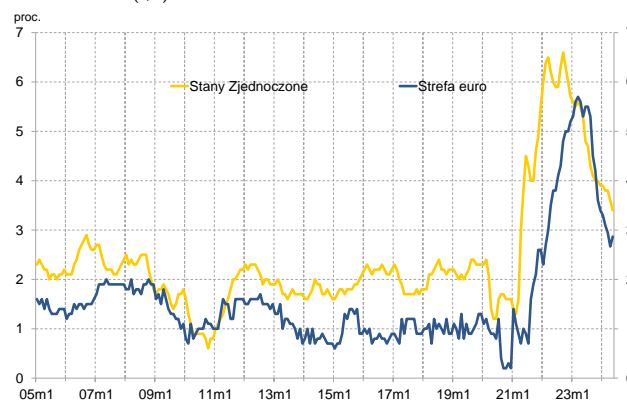
Spośród krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro nieznacznie wyższą inflację CPI w maju br. niż w styczniu br. odnotowano w Czechach (2,6% r/r wobec 2,3% r/r w styczniu) i na Węgrzech (4,0% r/r wobec 3,8% r/r w styczniu; Wykres 1.7). W obu tych gospodarkach do wzrostu inflacji przyczyniły się wyższe dynamiki cen energii, a w Czechach także żywności. Równocześnie krajowe miary inflacji bazowej obniżyły się<sup>6</sup>. W Rumunii inflacja CPI spadła wyraźnie, do 5,1% r/r w maju br. z 7,4% r/r w styczniu br., do czego przyczyniły się niższe dynamiki cen żywności i energii oraz spadek inflacji bazowej<sup>7</sup>.

### 1.3 Światowe rynki surowców

Ceny większości surowców energetycznych i rolnych<sup>8</sup> wzrosły w ostatnich miesiącach i pozostawały istotnie wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podażowymi na części rynków<sup>9</sup>.

Średnia cena ropy naftowej Brent w czerwcu br. kształtowała się na zbliżonym poziomie jak w lutym br. i była o 9% wyższa niż przed rokiem (Wykres 1.8). Na kształtowanie się cen ropy w ostatnich miesiącach wpływały napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie i obawy o ciągłość dostaw ropy z tego regionu. W dalszym ciągu w kierunku wzrostu cen oddziałuje

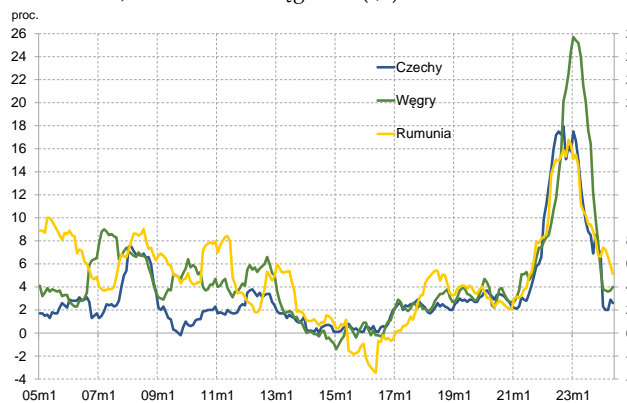
**Wykres 1.6** Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

**Wykres 1.7** Wskaźniki inflacji cen 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.

<sup>6</sup> Inflacja bazowa w Czechach obejmuje wskaźnik CPI z wyłączeniem żywności, paliw, cen regulowanych oraz bezpośredniego wpływu zmian stawek podatków pośrednich. Na Węgrzech inflacja bazowa obejmuje wskaźnik CPI z wyłączeniem cen żywności nieprzetworzonej, napojów alkoholowych, tytoniu, paliw, czynszów oraz cen regulowanych.

<sup>7</sup> W Rumunii inflacja bazowa według metodologii krajowej obejmuje wskaźnik CPI z wyłączeniem cen niektórych produktów żywnościowych, napojów alkoholowych, tytoniu, paliw oraz cen regulowanych.

<sup>8</sup> Średnie ceny surowców energetycznych w czerwcu 2024 r. obliczono na podstawie danych dziennych do 21 czerwca 2024 r. Z kolei indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 18 czerwca 2024 r.

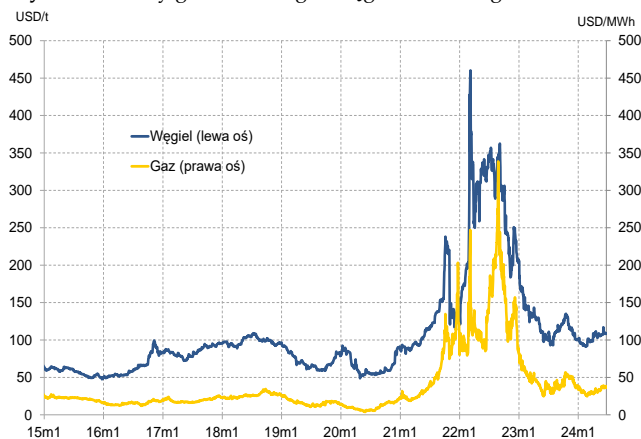
<sup>9</sup> Ceny ropy naftowej, gazu i węgla w czerwcu 2024 r. kształtowały się odpowiednio o 41%, 86% i 45% powyżej średnich poziomów z lat 2015-2019. Z kolei ceny surowców rolnych w czerwcu 2024 r. były o 45% wyższe od analogicznej średniej.

ograniczanie produkcji przez OPEC+ oraz utrzymywanie sankcji UE nałożonych na Rosję i funkcjonowanie ceny maksymalnej na rosyjską ropę<sup>10</sup>.

Ceny gazu ziemnego i węgla wzrosły od lutego br. odpowiednio o 33% i 17% i były nieznacznie wyższe niż rok wcześniej (o 7%; Wykres 1.9). Wzrost cen gazu ziemnego w ostatnich miesiącach był związany głównie z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie, które wpłynęły na zwiększenie obaw o dostępność tego surowca oraz na wzrost kosztów transportu skroplonego gazu ziemnego (LNG) ze względu na konieczność wykorzystywania znacznie dłuższych morskich szlaków dostaw. Wzrost cen gazu był natomiast ograniczany przez wysoki poziom zapasów i relatywnie niski popyt na ten surowiec w Europie w warunkach stosunkowo wysokich temperatur w sezonie grzewczym oraz znacznej produkcji energii elektrycznej ze źródeł odnawialnych. Kształtowanie się cen gazu ziemnego w dużej mierze wpływało również na wzrost cen węgla oraz uprawnień do emisji gazów cieplarnianych<sup>11</sup>.

Indeks cen surowców rolnych NBP w czerwcu br. był o 8% wyższy niż w lutym br. i o 1% wyższy niż przed rokiem (Wykres 1.10) głównie na skutek pogarszających się perspektyw podaży na części rynków. Wyraźnie wzrosły ceny europejskiej pszenicy w związku z oczekiwanym spadkiem produkcji w UE w przyszłym sezonie gospodarczym (2024/25) przy nadal napiętej globalnej sytuacji popytowo-podażowej. Zwiększyły się też ceny europejskiej wieprzowiny ze względu na postępujący spadek produkcji. Wyższe były również ceny kawy oraz zamrożonego soku pomarańczowego, przede wszystkim wskutek niekorzystnych warunków

Wykres 1.9 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny wyrażają notowania kontraktów futures 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: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtuszczonego mleka w proszku, masła i zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych. Indeks cen surowców rolnych NBP uwzględnia zrewidowany system wag.

<sup>10</sup> W ramach pakietów sankcji UE zakazała importu ropy oraz produktów naftowych z Rosji drogą morską. Dodatkowo państwa G7, UE oraz Australia wprowadziły maksymalną cenę na rosyjską ropę, zakazując świadczenia usług dla statków przewożących rosyjską ropę sprzedaną powyżej ustalonego limitu. UE (a wcześniej również Polska) zakazała także importu węgla i innych paliw stałych z Rosji.

<sup>11</sup> Wraz ze wzrostem cen gazu ziemnego zwiększa się opłacalność wykorzystania węgla do produkcji energii, co przekłada się również na silniejszy popyt na uprawnienia do emisji gazów cieplarnianych.

pogodowych w krajach istotnych producentów i eksporterów.

### 1.4 Polityka pieniężna za granicą

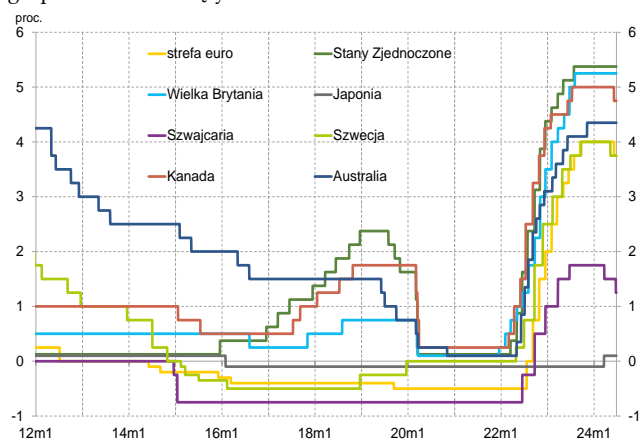
W ostatnim okresie występowały zróżnicowane tendencje w zakresie polityki pieniężnej na świecie. Część banków centralnych utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a część je obniżyła (Wykres 1.11; Wykres 1.12). Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z kwotowań instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobne obniżki stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w kolejnych kwartałach (Wykres 1.13).

Europejski Bank Centralny (EBC) w czerwcu obniżył stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w tym stopę depozytową do poziomu 3,75%. Była to pierwsza obniżka stóp procentowych EBC po okresie utrzymywania ich na niezmiennym poziomie od września 2023 r. Oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na możliwe dalsze obniżki stóp procentowych EBC w kolejnych kwartałach.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) od lipca 2023 r. utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie – przedział dla stopy *fed funds* wynosi 5,25-5,50%. Mediana prognoz przedstawicieli Fed z czerwca br. wskazuje na możliwość stopniowego obniżania stóp procentowych w bieżącym roku i w kolejnych latach. Również uczestnicy rynków finansowych oczekują obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w bieżącym roku.

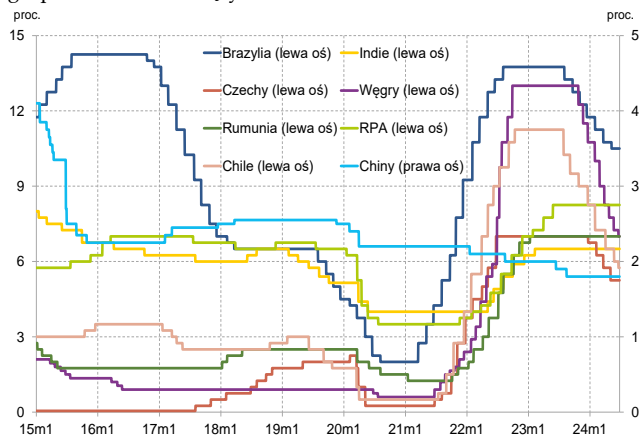
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* część banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych (Kanady, Szwajcarii i Szwecji) obniżyła stopy procentowe. Z kolei Bank Japonii – po raz pierwszy od 2007 r. – podwyższył stopy procentowe. Natomiast w pozostałych gospodarkach rozwiniętych, w tym w Australii

**Wykres 1.11** Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



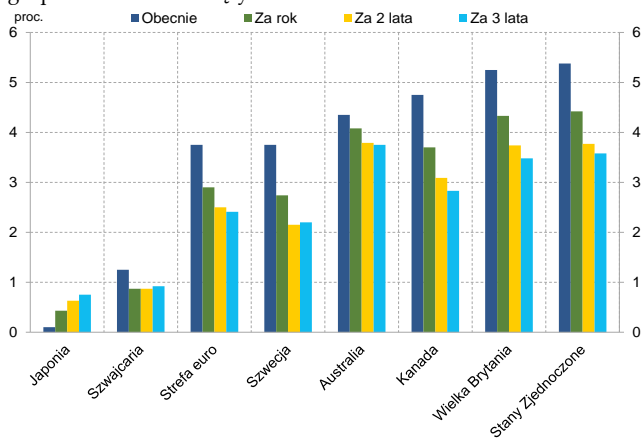
Źródło: dane Bloomberg.  
Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy 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 7D; dla Czech – stopa repo 2W; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgier – *base rate*; dla RPA – stopa repo; dla Chile – *monetary policy interest rate*.

**Wykres 1.13** Obecny i oczekiwany przez uczestników rynku poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.  
Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów IRS.

i Wielkiej Brytanii, banki centralne utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Czech i Węgier w ostatnich miesiącach obniżyły stopy procentowe, a bank centralny w Rumunii utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

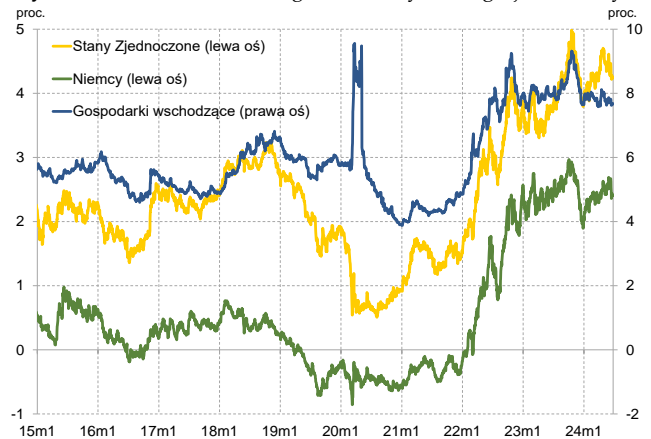
W ostatnim okresie część banków centralnych w największych gospodarkach wschodzących – w Chinach, Indiach oraz Korei – utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Natomiast banki centralne m.in. Brazylii, Chile i Meksyku obniżyły stopy procentowe.

## 1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnim okresie nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się, czemu sprzyjało obniżenie stóp procentowych w części gospodarek, w tym w strefie euro, oraz oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez Fed (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*), a także pewna poprawa koniunktury gospodarczej na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Z kolei niekorzystnie na nastroje oddziaływały napięcia geopolityczne, w tym na Bliskim Wschodzie, a także pewien wzrost globalnej inflacji (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*).

W tych uwarunkowaniach rentowności obligacji skarbowych w głównych gospodarkach – po przejściowym wzroście – pod koniec czerwca br. kształtowały się w pobliżu poziomu z początku marca br. (Wykres 1.14). Jednocześnie indeksy giełdowe na świecie wzrosły, przy czym w wielu gospodarkach rozwiniętych, w tym Stanach Zjednoczonych, ceny akcji kształtowały się w pobliżu najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.15). Z kolei kurs dolara amerykańskiego względem euro oraz walut gospodarek wschodzących i gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wzrost oznacza aprecjację dolara)

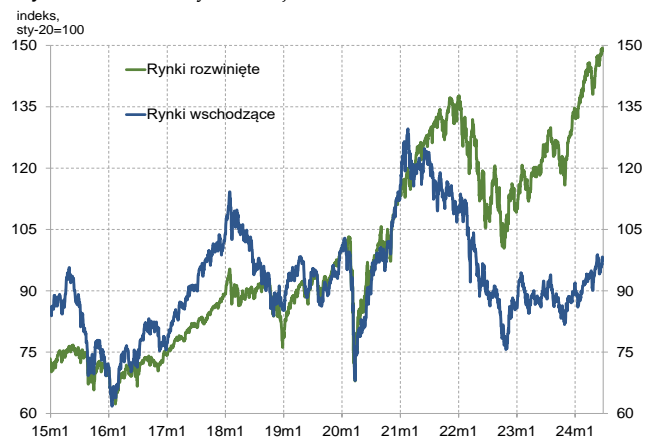
**Wykres 1.14** Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

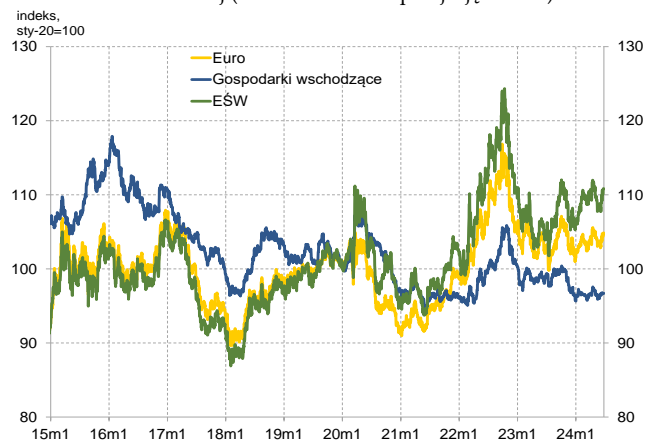
**Wykres 1.15** Indeksy cen akcji na świecie



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

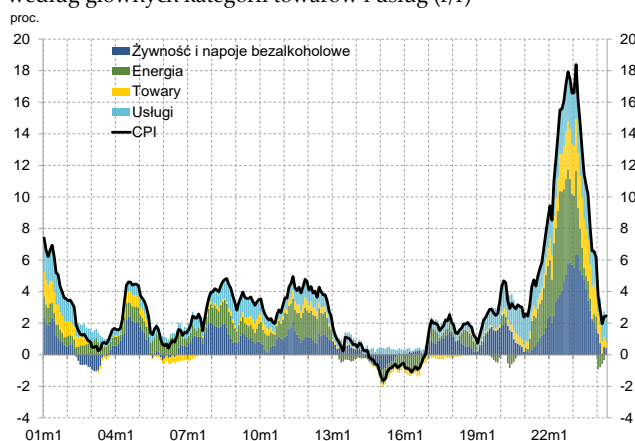
### 2.1 Ceny dóbr i usług

Inflacja CPI w Polsce w ostatnich miesiącach kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5% r/r z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie). Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżała się do marca br., a w kwietniu i maju nieznacznie wzrosła (Wykres 2.1). Spadek inflacji w ciągu I kw. br. (z 3,7% r/r w styczniu do 2,0% r/r w marcu br.) wynikał z obniżania się rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz inflacji bazowej, przy wzroście rocznej dynamiki cen energii. Z kolei wzrost inflacji CPI w kwietniu br. (do 2,4% r/r) był głównie efektem przywrócenia z 0% do 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze, a także – choć w mniejszym stopniu – wyższej rocznej dynamiki cen paliw. Towarzyszył temu dalszy spadek inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. W maju br. inflacja wzrosła do 2,5% r/r, głównie na skutek wyższej rocznej dynamiki cen paliw.

W kierunku obniżenia inflacji CPI w ostatnich miesiącach oddziaływało wygasanie presji kosztowej związanej z wcześniejszymi zewnętrznymi szokami podażowymi, przy umiarkowanej – pomimo pewnego przyspieszenia – dynamice aktywności gospodarczej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Ograniczająco na dynamikę cen wpływały również wzmożona konkurencja na rynku detalicznym żywności oraz umocnienie kursu złotego względem głównych walut (por. rozdz. 2.6 *Rynki finansowe i ceny aktywów*).

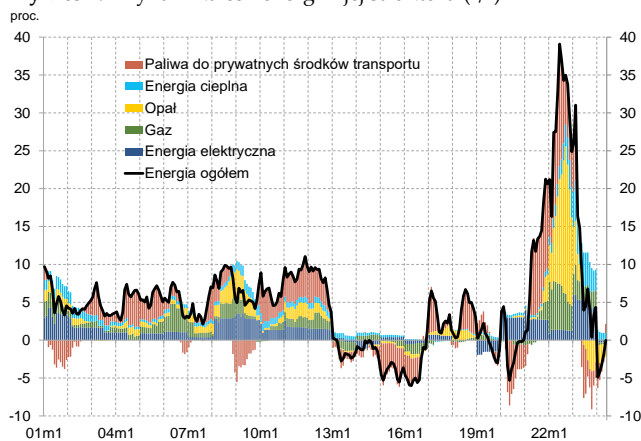
Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych obniżyła się z 4,9% r/r w styczniu br. do 0,3% r/r

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



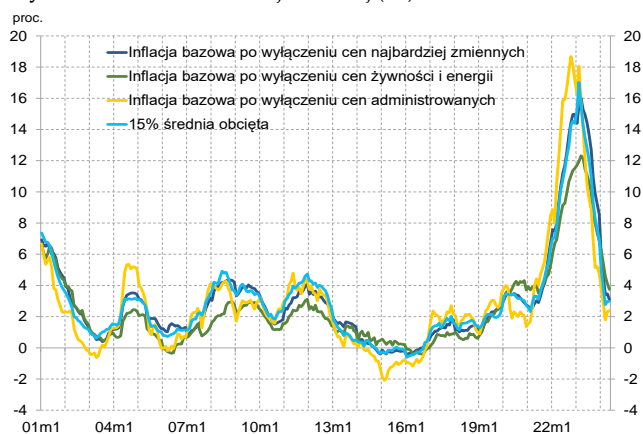
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

w marcu br., wzrosła do 1,9% r/r w kwietniu br., a następnie ponownie obniżyła się do 1,6% r/r w maju br. W kierunku niższej dynamiki cen żywności oddziaływały wzmożona konkurencja cenowa pomiędzy największymi detalistami na rynku żywności w Polsce oraz wygasająca presja kosztowa i efekt bazy<sup>12</sup>. Z kolei wzrost inflacji cen żywności w kwietniu br. wynikał z przywrócenia z 0% do 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze.

Dynamika cen energii wzrosła z -4,9% r/r w styczniu do 0,0% r/r w maju br. (Wykres 2.2), głównie na skutek rosnącej – pod wpływem miesięcznych zmian cen paliw na stacjach i dodatnich efektów bazy – rocznej dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu. Efekty bazy oddziaływały również w kierunku wzrostu rocznej dynamiki cen opału, podczas gdy roczna dynamika cen energii elektrycznej i gazu ziemnego pozostawała stabilna ze względu na ustawowe zamrożenie ich cen.

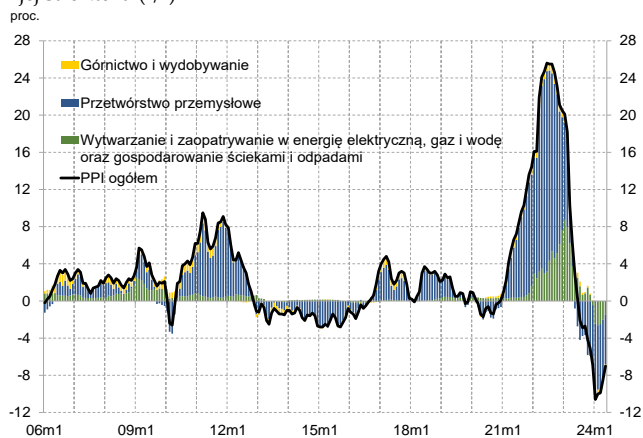
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się z 6,2% r/r w styczniu do 3,8% r/r w maju br. (Wykres 2.3). Spadek tej miary inflacji bazowej wynikał z niższej rocznej dynamiki cen szerokiej grupy towarów nieżywnościowych i usług rynkowych. Sprzyjały temu zanikanie presji kosztowej przy wciąż umiarkowanej – pomimo pewnego przyspieszenia – dynamice aktywności gospodarczej, a także rozłożone w czasie efekty wygasania wcześniejszych zaburzeń w międzynarodowych łańcuchach podaży oraz umocnienie złotego. W kierunku obniżenia się inflacji cen usług oddziaływały dodatkowo – choć w ograniczonym stopniu – czynniki o charakterze jednorazowym (promocje w zakresie cen łączności oraz niższa dynamika cen biletów lotniczych). Również

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



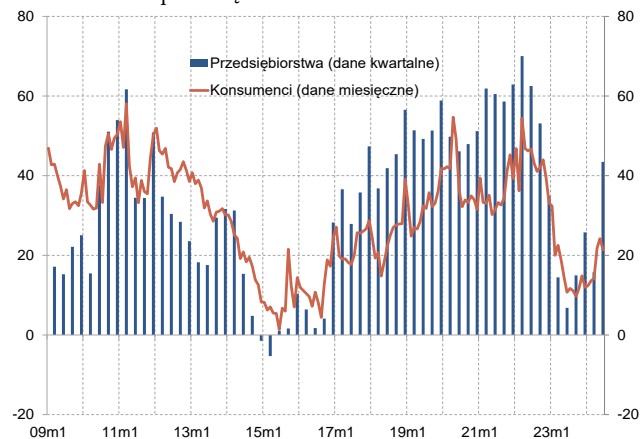
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen 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.

<sup>12</sup> Był on związany z silnym wzrostem cen warzyw w lutym i marcu ub.r. na skutek fali mrozów w basenie Morza Śródziemnego.

pozostałe miary inflacji bazowej były w maju br. niższe niż w styczniu br.<sup>13</sup>.

W ostatnich miesiącach ceny produkcji sprzedanej przemysłu nadal wyraźnie się obniżały w ujęciu rocznym, chociaż skala spadku stopniowo się zmniejszała (do -7,0% r/r w maju br. z -10,6% r/r w styczniu br.; Wykres 2.4). Wciąż najszybciej obniżały się ceny dóbr energetycznych i zaopatrzeniowych, co oddziaływało ograniczająco na dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości. Spadały także – choć wyraźnie wolniej – ceny dóbr konsumpcyjnych uwzględnianych w PPI.

Oczekiwania inflacyjne konsumentów przybliżane statystyką bilansową – pomimo pewnego wzrostu w II kw. br. – nadal kształtowały się poniżej swojej długookresowej średniej (Wykres 2.5). Jednocześnie w II kw. br. zwiększyła się statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw. Ze względu na konstrukcję pytań ankietowych zadawanych konsumentom i przedsiębiorstwom, w których respondenci odnoszą swe oczekiwania do bieżącej inflacji (przedsiębiorstwa) lub jej percepcji (konsumenty), wzrost statystyk bilansowych w warunkach wyraźnie niższej niż w poprzednich kwartałach inflacji nie jest równoznaczny ze wzrostem oczekiwań inflacyjnych<sup>14</sup>.

Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP z czerwca br. wskazują na kontynuację spadku oczekiwań inflacyjnych ekspertów zewnętrznych w krótkim (tj. za 4 kwartały) oraz średnim (tj. za 8 kwartałów) horyzoncie (Tabela 2.1). Oczekiwania analityków rynkowych ankietowanych w maju br. przez Reuters w horyzoncie 4 kwartałów również się obniżyły,

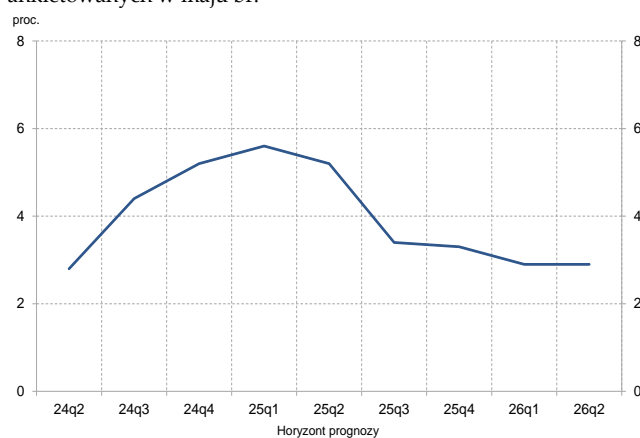
**Tabela 2.1** Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

	Ankieta przeprowadzona w:				
	23q2	23q3	23q4	24q1	24q2
<b>Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 4 kw.</b>	7,1	5,8	5,6	5,6	5,2
<b>Ankieta Reuters, inflacja oczekiwana za 8 kw.</b>	4,1	4,0	3,7	2,9	2,9
<b>Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.</b>	7,1 (5,5-9,0)	6,1 (4,7-7,9)	5,7 (4,3-6,7)	5,1 (3,6-6,4)	4,5 (3,4-6,1)
<b>Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.</b>	4,6 (3,1-6,9)	4,6 (3,1-6,5)	3,8 (2,8-5,4)	3,3 (2,3-4,7)	3,0 (1,9-4,5)

Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.

Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters w ostatnim miesiącu kwartału, z wyjątkiem II kw. br., dla którego podano prognozę z maja. 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 2.6** Prognozy inflacji według analityków rynkowych ankietowanych w maju br.



Źródło: dane LSEG Datastream.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters.

<sup>13</sup> W maju br. inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła 2,4% r/r, inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 3,1% r/r, a 15% średnia obciąża wyniosła 3,0% r/r.

<sup>14</sup> W czerwcu br. dominująca grupa przedsiębiorstw (43,4%) spodziewała się w ciągu kolejnych 12 miesięcy przyspieszenia inflacji w stosunku do bieżącej inflacji podanej w pytaniu ankietowym równej 2,4%. Z kolei spośród ankietowanych konsumentów wzrostu inflacji (względem obecnie postrzeganej) w horyzoncie 12 miesięcy oczekiwało 9,7%. Największa grupa ankietowanych (41,8%) oczekiwała, że w ciągu kolejnych 12 miesięcy ceny będą rosły w tempie podobnym do obecnie postrzeganego, a druga najbardziej liczna grupa (24,0%) spodziewała się, że ceny będą wzrastały wolniej.

a w horyzoncie 8 kwartałów były stabilne. Analitycy rynkowi oczekują, że po przejściowym wzroście w II połowie br. i w I kw. 2025 r. inflacja obniży się do 2,9% r/r w I kw. 2026 r. (Wykres 2.6).

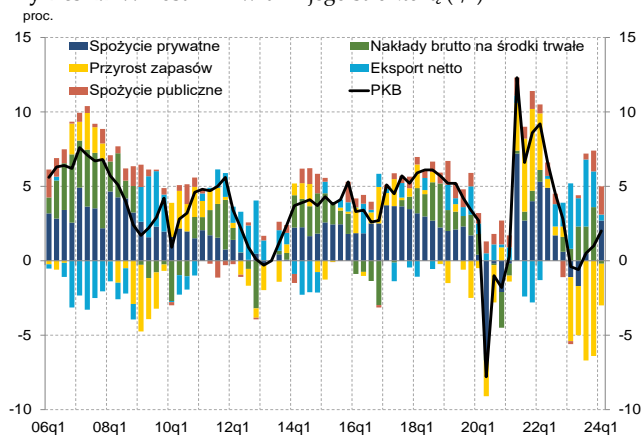
## 2.2 Popyt i produkcja

W I kw. 2024 r. wzrost aktywności gospodarczej w Polsce przyspieszył, choć pozostał niższy od wieloletniej średniej (dynamika PKB wyniosła 2,0% r/r wobec 1,0% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.7). Do wzrostu PKB przyczyniło się zwiększenie konsumpcji prywatnej oraz publicznej, a także dodatni – choć niższy niż w poprzednich kwartałach – wkład eksportu netto. Dynamika PKB była z kolei ograniczana przez obniżenie się inwestycji oraz ujemny wkład zmiany zapasów.

Roczna dynamika spożycia gospodarstw domowych, która w poprzednich kilku kwartałach była niska, w I kw. 2024 r. wyraźnie wzrosła (do 4,6% r/r wobec 0,0% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.8). Popyt konsumpcyjny był wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie oraz wysoką dynamikę realną funduszu płac, w warunkach silnego wzrostu nominalnych wynagrodzeń i niższej niż w poprzednich kwartałach inflacji (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*)<sup>15</sup>. Nastroje konsumenckie w I kw. br. były lepsze niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.9).

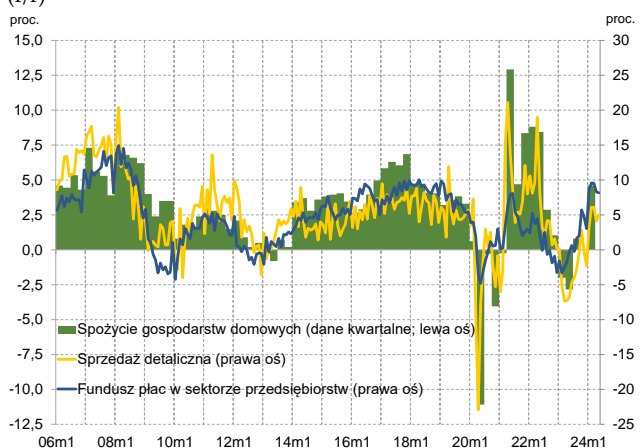
Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyraźnie się obniżyła (do -1,8% r/r z 15,8% r/r w IV kw. ub.r.), w następstwie znacznego spowolnienia tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz spadku inwestycji przedsiębiorstw, przy niskiej dynamice inwestycji mieszkaniowych (Wykres 2.10). Negatywnie na inwestycje oddziaływało zakończenie wykorzystania środków z poprzedniej perspektywy finansowej UE. Dane ze sprawozdań

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



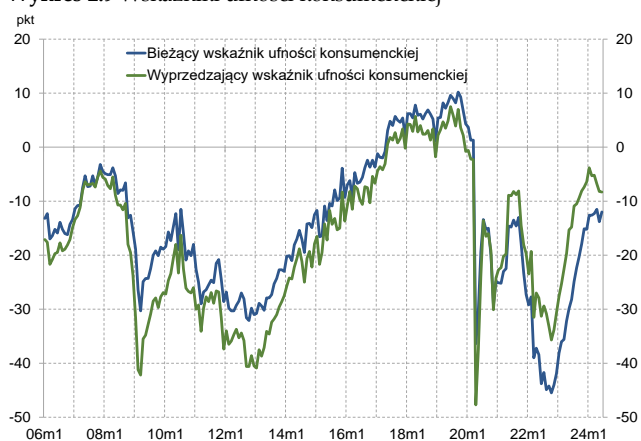
Źródło: dane GUS, NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

<sup>15</sup> Dynamika konsumpcji w I kw. br. była istotnie niższa niż realna dynamika funduszu płac.

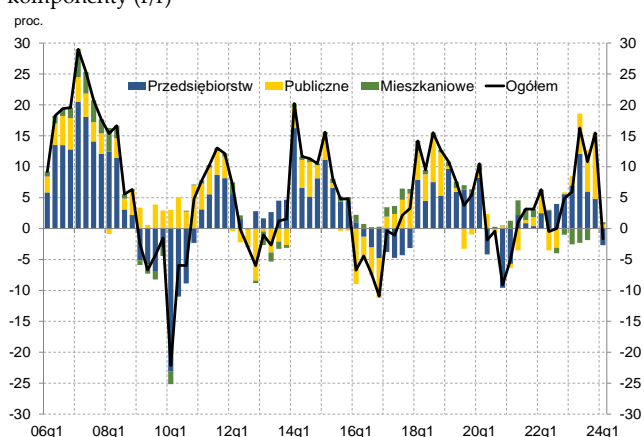
finansowych przedsiębiorstw wskazują, że wyraźnie spadły inwestycje budowlane, jak również obniżyły się – choć pozostały dodatnie – roczne dynamiki inwestycji w maszyny i urządzenia oraz w środki transportu. W przekroju branżowym znaczny dodatni wkład miały inwestycje przedsiębiorstw usługowych, a negatywny – inwestycje firm działających m.in. w sektorach transport, energetyka oraz przetwórstwo przemysłowe.

Eksport netto w I kw. 2024 r. miał nadal dodatni – lecz niższy niż w poprzednich kwartałach – wkład do rocznej dynamiki PKB (0,4 pkt proc. wobec 2,4 pkt proc. w IV kw. ub.r.). W warunkach osłabionej koniunktury w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski spadła roczna dynamika eksportu. Jednocześnie nieznacznie obniżył się import. Dane o nominalnej wartości handlu towarami<sup>16</sup> wskazują na utrzymującą się ujemną – choć nieznacznie wyższą niż w poprzednim kwartale – dynamikę roczną importu w I kw. br., do której przyczyniły się głównie spadki importu dóbr pośrednich i paliw (Wykres 2.11). Z kolei dynamika nominalnej wartości eksportu kolejny kwartał z rzędu obniżyła się, do czego najsilniej przyczynił się spadek eksportu do strefy euro w warunkach wciąż osłabionej koniunktury w tej gospodarce.

Wartość dodana brutto (WDB) w I kw. br. wzrosła o 1,7% r/r (wobec wzrostu również o 1,7% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.12). W porównaniu z poprzednim kwartałem roczna dynamika wartości dodanej w usługach zwiększyła się, a w przemyśle się obniżyła. Z kolei w budownictwie WDB spadła w ujęciu rocznym.

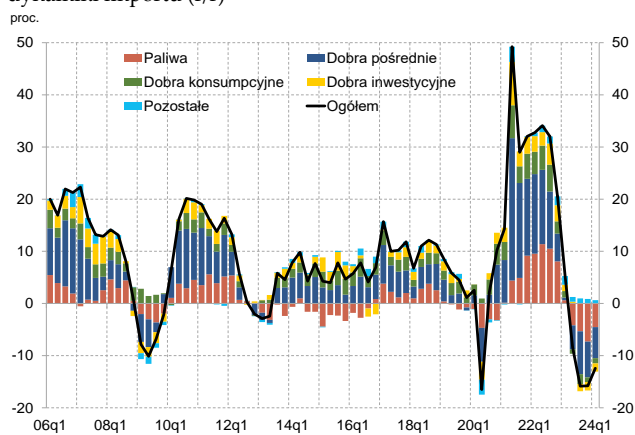
Dostępne dane za II kw. br. wskazują na kontynuację stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej. W kwietniu i maju br. sprzedaż detaliczna rosła odpowiednio o 4,1% r/r i 5,0% r/r. Z kolei produkcja przemysłowa po wzroście o

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

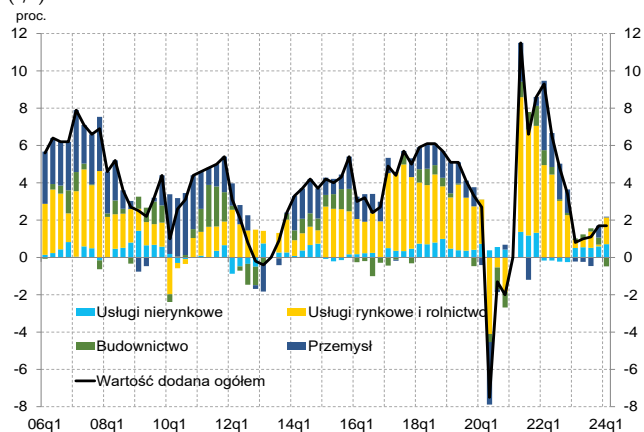
**Wykres 2.11** Wkład poszczególnych grup towarów do nominalnej dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>16</sup> Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS.

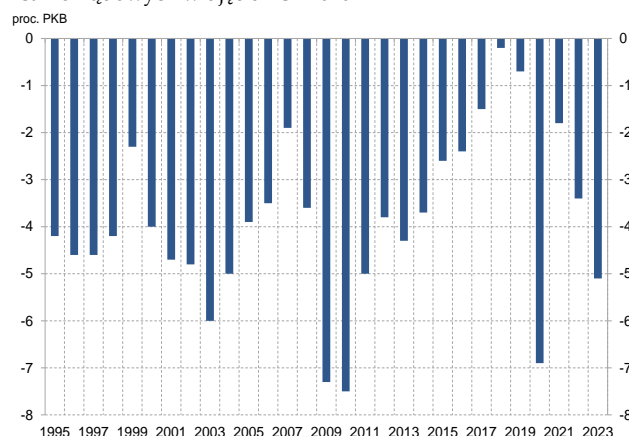
7,8% r/r w kwietniu, w maju obniżyła się o 1,7% r/r. Natomiast dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostawała ujemna i wyniosła -2,0% r/r w kwietniu oraz -6,5% r/r w maju. Jednocześnie w II kw. br. obniżył się wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej, przy relatywnej stabilizacji wskaźnika bieżącego.

## 2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010 w 2023 r. wyniósł 173,8 mld zł (5,1% PKB) wobec 105,9 mld zł (3,4% PKB) w 2022 r. (Wykres 2.13). Wzrost deficytu instytucji rządowych i samorządowych w Polsce w 2023 r. wynikał w istotnej mierze z niskiej dynamiki aktywności gospodarczej, która ograniczała wzrost dochodów podatkowych, a także ze wzrostu wydatków na obronę narodową oraz wyższych kosztów obsługi długu publicznego. Co istotne, w ub.r. miał miejsce wyjątkowo wysoki wzrost inwestycji publicznych (o 45,6% r/r w ujęciu nominalnym), na co złożyły się przede wszystkim wyższe inwestycje samorządów oraz nakłady na uzbrojenie.

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów po pierwszych pięciu miesiącach 2024 r. deficyt budżetu państwa ukształtował się na poziomie 53,1 mld zł, wobec deficytu 20,9 mld zł w tym samym okresie ub.r. Znacznie wyższy deficyt budżetu państwa w porównaniu do analogicznego okresu 2023 r. był w głównej mierze rezultatem wysokiego wzrostu wydatków, przy relatywnie wysokim wzroście dochodów podatkowych budżetu państwa. W kierunku wyższego tempa wzrostu dochodów oddziaływał m.in. wcześniejszy termin rozliczenia rocznego CIT w porównaniu z ub.r. Z kolei wysoki wzrost wydatków był efektem podwyżek wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej, zwiększenia świadczenia wychowawczego, wzrostu dotacji dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w związku

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



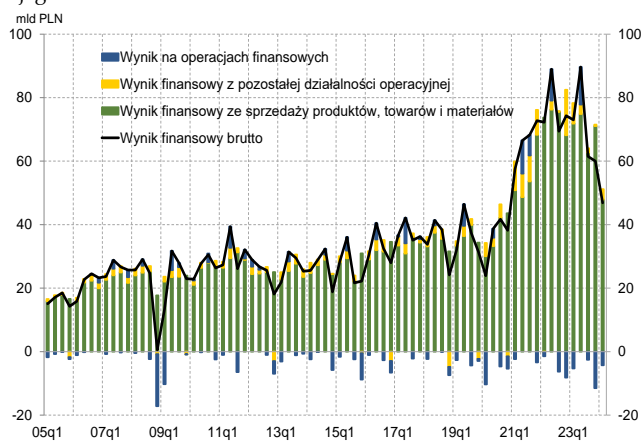
Źródło: dane Eurostat.

z waloryzacją emerytur i rent w 2024 r., a także przeniesienia od br. finansowania tzw. 13-tych emerytur z Funduszu Solidarnościowego do budżetu.

Zgodnie z szacunkami rządu przedstawionymi w *Wieloletnim Planie Finansowym Państwa (WFPF)*, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2024 r. ma wynieść 5,1% PKB<sup>17</sup>. W kierunku wyższego deficytu oddziałuje zwiększenie wydatków na finansowanie programów socjalnych („Rodzina 800+”, wypłata 14-tej emerytury) i podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym. W WFPF wskazano także, że kluczowe dla ścieżki fiskalnej będą wydatki na obronność związane z napiętą sytuacją geopolityczną w Ukrainie. Wydatki na obronność oraz realizacja projektów z KPO mają być czynnikami podtrzymującymi inwestycje publiczne na wysokim poziomie pomimo zakończenia w 2023 r. wykorzystania środków UE z perspektywy 2014-2020.

Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w 2023 r. ukształtował się na poziomie 49,6% PKB wobec 49,2% PKB w 2022 r. Zgodnie z prognozami rządu zawartymi w WFPF dług ma wynieść 53,4% PKB na koniec 2024 r. i – w przypadku niepodjęcia dodatkowych działań konsolidacyjnych – będzie dalej wzrastać do poziomu 61,3% PKB w 2027 r. Jednocześnie rząd zapowiedział przedstawienie jesienią br. strategii konsolidacji długu w ramach planu budżetowo-strukturalnego<sup>18</sup>. W efekcie realizacji tej strategii dług sektora ma zostać utrzymany poniżej wartości referencyjnej 60% PKB.

**Wykres 2.14** Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>17</sup> Zawarty w *Planie* opis prognozy nie uwzględnia kosztów wsparcia energetycznego gospodarstw domowych w II półroczu br.

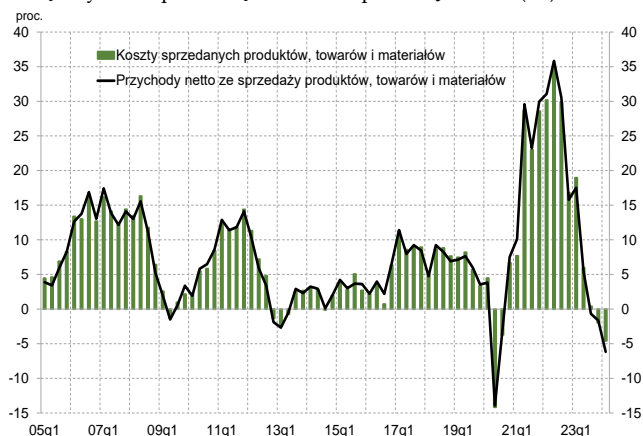
<sup>18</sup> Zgodnie z reformą zarządzania gospodarczego w UE wszystkie państwa członkowskie są zobowiązane do opracowania jesienią br. średniookresowych planów budżetowo-strukturalnych.

## 2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W I kw. 2024 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw wyraźnie się pogorszyła, a zagregowany wynik finansowy brutto był istotnie niższy niż rok wcześniej (o 35,8%, Wykres 2.14)<sup>19</sup>. Wpłynęło na to wyraźne obniżenie się wyniku na sprzedaży produktów, towarów i materiałów (o 33,4% r/r), związane z pogłębieniem spadku przychodów z tego tytułu (do 6,2% r/r z 1,6% r/r w IV kw. 2023 r.; Wykres 2.15). Złożył się na to pierwszy od okresu pandemii spadek sprzedaży krajowej (o 4,8% r/r wobec wzrostu o 1,8% r/r w IV kw. ub.r.) oraz dalszy, znaczny spadek sprzedaży zagranicznej (o 10,3% r/r, po spadku o 11,5% r/r w IV kw. ub.r.). Spadek przychodów ze sprzedaży wystąpił w przemyśle i budownictwie, natomiast w usługach sprzedaż wzrosła. W kierunku spadku wyniku finansowego brutto oddziaływało także wyraźne obniżenie się wyniku na pozostałej działalności operacyjnej (o 48,9% r/r), związane m.in. z niższymi wpływami z tytułu sprzedaży aktywów trwałych. Natomiast ograniczająco na spadek wyniku finansowego brutto wpływał lepszy niż przed rokiem wynik na operacjach finansowych.

Obniżenie wyniku finansowego na sprzedaży w I kw. 2024 r. wynikało z głębszego spadku przychodów ze sprzedaży niż odpowiadających im kosztów działalności operacyjnej<sup>20</sup> wskutek wysokiego wzrostu kosztów pracy (13,0% r/r) oraz kosztów usług obcych (5,2% r/r). Dynamikę kosztów obniżały natomiast malejące koszty surowców i materiałów wykorzystywanych do produkcji (o 17,8% r/r), niższe koszty towarów zakupionych do dalszej odsprzedaży (o 6,0% r/r), jak również spadek kosztów zużytej energii (o 18,1% r/r).

Wykres 2.15 Dynamika przychodów netto ze sprzedaży i kosztów związanych ze sprzedażą w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Tabela 2.2 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

Wskaźnik	średnia				2023				2024
	od 2010 do 2019	w 2020	w 2021	w 2022	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	5,9	5,1	5,4	3,9
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,7	5,7	5,0	4,4	5,7	4,0	3,2	2,8
Odsetek firm rentownych	73,4	74,5	77,9	77,2	77,4	76,6	75,3	74,8	74,2
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	34,2	40,0	45,0	42,4	43,3	42,7	42,3	41,2	37,9
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	42,1	43,9	40,6	37,5	37,3	38,7	39,7	42,0
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,7	1,7	1,5	1,9	1,2	1,0	0,9
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,3	4,1	2,7	2,3	1,8
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,5	14,5	14,3	14,1	14,2	13,8	13,4	13,9

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>19</sup> W I kw. 2024 r. wynik finansowy brutto wyniósł 46,9 mld zł wobec 60,0 mld zł w IV kw. 2023 r. i 73,0 mld zł w I kw. 2023 r.

<sup>20</sup> Spadek kosztów działalności operacyjnej wyniósł 4,6% r/r i był o 1,6 pkt proc. płytszy od spadku przychodów ze sprzedaży.



W tych warunkach obniżyła się rentowność sektora przedsiębiorstw (Tabela 2.2). W ujęciu rocznym zmniejszyła się rentowność sprzedaży (o 1,6 pkt proc., do 3,9%), rentowność obrotu netto (o 1,6 pkt proc., do 2,8%), rentowność aktywów własnego (o 0,6 pkt proc., do 0,9%) oraz rentowność kapitału własnego (o 1,5 pkt proc., do 1,8%). Niższy niż rok wcześniej był również odsetek firm rentownych, co świadczy o niekorzystnych zmianach sytuacji finansowej na poziomie poszczególnych przedsiębiorstw. Spadki rentowności wystąpiły w większości sekcji gospodarki, przede wszystkim w sekcjach przemysłowych oraz budownictwie.

Mimo wyraźnego pogorszenia wyniku finansowego w I kw. 2024 r. płynność sektora przedsiębiorstw pozostała relatywnie wysoka. Zarówno wskaźniki płynności, jak i udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności kształtowały się powyżej swoich długookresowych średnich.

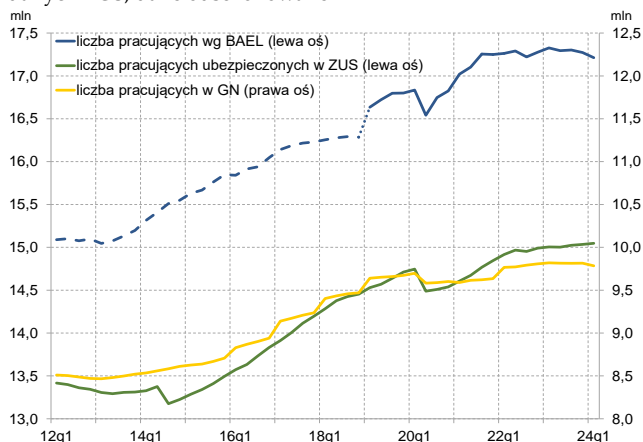
Wyniki badań ankietowych NBP wskazują na nieznaczne pogorszenie oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw w II kw. 2024 r. w stosunku do poprzedniego kwartału w większości analizowanych sekcji gospodarki i dla większości klas przedsiębiorstw, przy dalszej poprawie ich oczekiwanej sytuacji w perspektywie roku.

## 2.5 Rynek pracy

Na początku 2024 r. sytuacja na rynku pracy pozostawała dobra – w tym utrzymywała się niska stopa bezrobocia i wysoka dynamika wynagrodzeń.

Jednocześnie dane GUS – w tym na podstawie BAEL – za I kw. 2024 r. wskazują na nieznaczny spadek liczby pracujących (Wykres 2.16, Wykres 2.17)<sup>21</sup>. Z kolei liczba pracujących

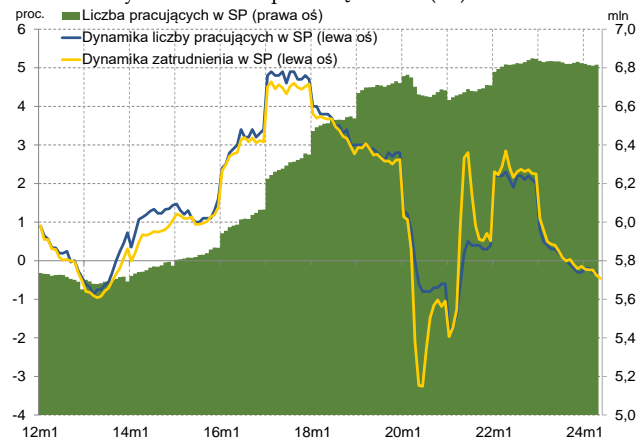
**Wykres 2.16** Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



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 ujednolicenia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi. Dodatkowo, począwszy od IV kw. 2023 r. dane BAEL są uogólniane na liczbę ludności zgodną z Narodowym Spisem Powszechnym z 2021 r. Przeliczenie wsteczne danych obejmuje natomiast okres od I kw. 2019 r. do III kw. 2023 r., przez co okres przed I kw. 2019 r. (linia przerywana) nie jest porównywalny z okresem późniejszym (linia ciągła).

**Wykres 2.17** 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 prowadzącą 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.

<sup>21</sup> Roczna dynamika liczby pracujących w gospodarce narodowej (GN) obniżyła się w I kw. br. do -0,4% r/r wobec 0,1% r/r w IV kw. ub.r., a tempo spadku liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw (SP) utrzymało się na poziomie sprzed kwartału, tj. -0,3% r/r. Z kolei liczba pracujących BAEL obniżyła się w I kw. br. o 0,8% r/r wobec wzrostu o 0,1% r/r w poprzednim kwartale. W kwietniu br. liczba pracujących w SP obniżyła się natomiast o 0,3% r/r.

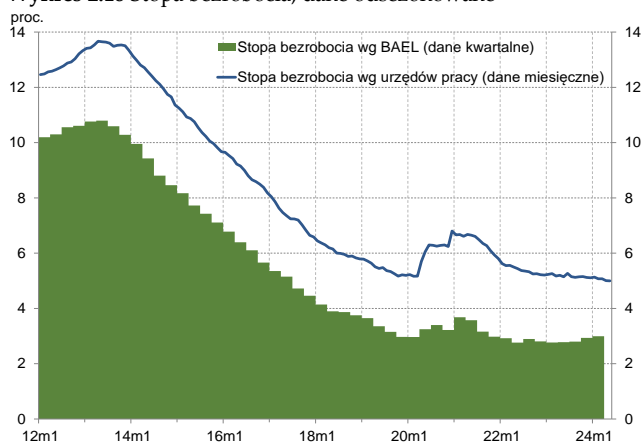
szacowana na podstawie danych ZUS w I kw. 2024 r. nadal nieznacznie rosła, ale wolniej niż w IV kw. 2023 r. (0,3% r/r wobec 0,4% r/r).

W ostatnim okresie stopa bezrobocia nadal kształtowała się na bardzo niskim poziomie (Wykres 2.18). Stopa bezrobocia rejestrowanego w maju br. wyniosła 5,0%<sup>22</sup>, a stopa bezrobocia według BAEL w I kw. br. wyniosła 3,0% (dane odsezonowane).

Przeciętne wynagrodzenie nominalne w GN wzrosło w I kw. br. o 14,4% r/r (wobec 12,0% r/r w IV kw. ub.r.), a w SP o 12,5% r/r (względem 11,5% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.19)<sup>23</sup>. W kierunku przyspieszenia wzrostu płac w I kw. br. oddziaływało w szczególności podniesienie wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej, jak również wprowadzona 1 stycznia br. podwyżka płacy minimalnej (o 21,5% r/r). Jednocześnie, ze względu na wyraźnie niższą niż w poprzednich kwartałach inflację, roczna dynamika realnych wynagrodzeń w GN i SP osiągnęła historycznie wysoki poziom<sup>24</sup>. Wyniki badań ankietowych NBP wskazują na jedynie nieznaczny wzrost odsetka firm planujących podwyżki płac w III kw. br. względem II kw., przy zmniejszeniu ich skali. Równocześnie, zarówno odsetek firm planujących podwyżki, jak i ich planowana skala kształtują się na poziomie niższym niż w I kw. br.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wyniosła 11,4% r/r w I kw. 2024 r. (wobec 11,3% r/r w IV kw. 2023 r.). W kierunku wyższej dynamiki jednostkowych kosztów pracy wpływało przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń nominalnych w GN. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wyższy niż przed kwartałem wzrost wydajności pracy wynikający ze spadku dynamiki liczby pracujących według

Wykres 2.18 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



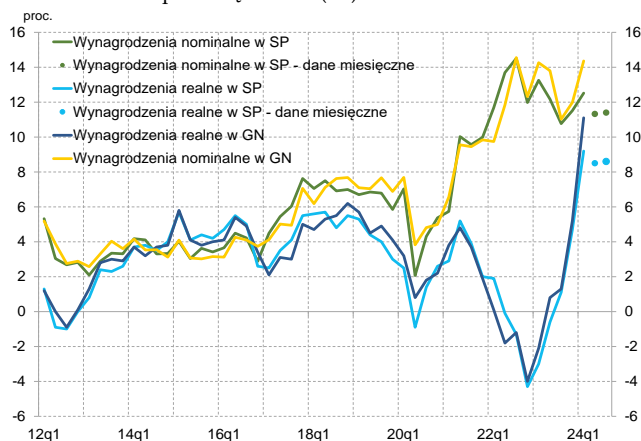
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Dane dotyczące stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r. podawane są z uwzględnieniem liczby pracujących w rolnictwie oszacowanej na podstawie Powszechnego Spisu Rolnego z 2020 r. i nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi okresami. Uwzględnienie Narodowego Spisu Powszechnego z 2021 r. w danych o stopie bezrobocia BAEL – patrz uwaga do wykresu dotyczącego liczby pracujących według BAEL.

Wykres 2.19 Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za kwiecień i maj 2024 r. (kropki).

<sup>22</sup> Wartość stopy bezrobocia rejestrowanego w maju według wstępnego szacunku Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej.

<sup>23</sup> W kwietniu i maju br. dynamika przeciętnego wynagrodzenia nominalnego w SP wyniosła odpowiednio 11,3% r/r oraz 11,4% r/r.

<sup>24</sup> W I kw. br. wynagrodzenia realne w GN wzrosły o 11,1% r/r, a w SP o 9,2% r/r.

BAEL oraz przyspieszenia wzrostu PKB w ujęciu rocznym.

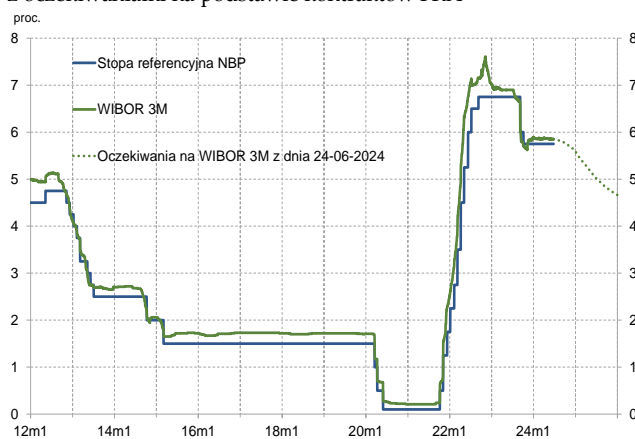
Na sytuację na krajowym rynku pracy w dalszym ciągu oddziałuje wysoka liczba aktywnych zawodowo imigrantów. Według danych ZUS na koniec maja 2024 r. około 1,2 mln cudzoziemców było objętych ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce (wzrost o 6,0% r/r). Spośród nich 765,6 tys. miało obywatelstwo ukraińskie, z czego około 240 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy<sup>25</sup>, a 134,0 tys. miało obywatelstwo białoruskie.

## 2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

Ceny instrumentów finansowych w Polsce kształtowały się pod wpływem lepszych nastrojów na światowych rynkach finansowych, pewnej poprawy koniunktury w Polsce, a także oczekiwań uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.20). W tych uwarunkowaniach rentowności polskich obligacji skarbowych nieco wzrosły (Wykres 2.21). Jednocześnie kurs złotego wobec głównych walut pozostawał względnie stabilny po wcześniejszym umocnieniu (Wykres 2.22).

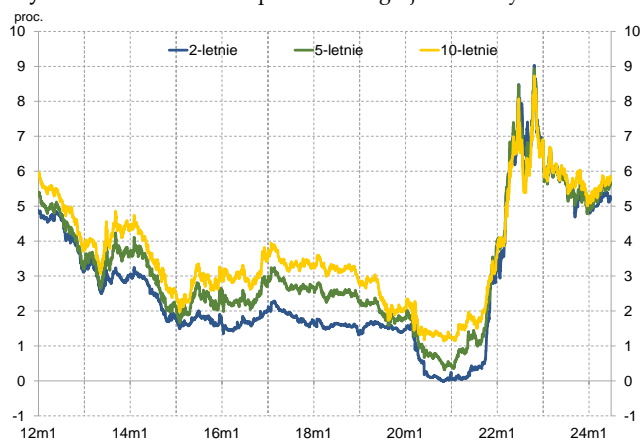
Z kolei na rynku mieszkaniowym w I kw. 2024 r. odnotowano wzrost nominalnych cen transakcyjnych. W kierunku wzrostu cen nieruchomości oddziaływała relatywnie niska – pomimo pewnego wzrostu – podaż mieszkań oraz wzrost kosztów ich budowy, w tym cen ziemi. Wzrost cen mieszkań był natomiast ograniczany przez osłabienie popytu w związku ze wstrzymaniem przyjmowania nowych wniosków w programie „Bezpieczny Kredyt” (por. rozdz. 2.7 *Pieniądz i kredyt*; Wykres 2.23)<sup>26</sup>.

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



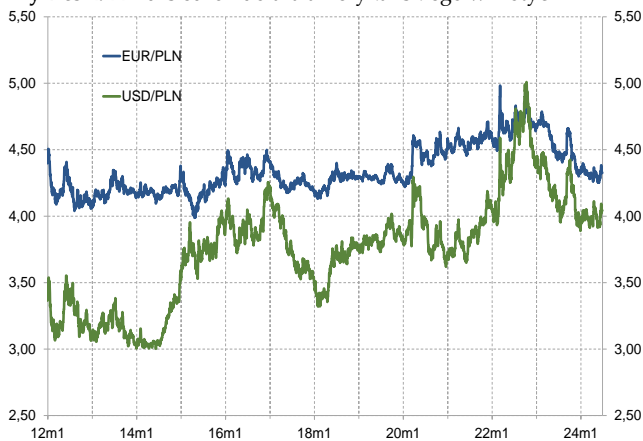
Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.21 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.22 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

<sup>25</sup> Szacunek liczby pracujących uchodźców z Ukrainy ubezpieczonych w ZUS dotyczy marca 2024 r. i obejmuje osoby, które w zgłoszeniu do ubezpieczeń emerytalnego i rentowego podały obywatelstwo ukraińskie oraz otrzymały numer PESEL UKR. W podanym szacunku nie uwzględniono osób pracujących, ale niepodlegających obowiązkowi ubezpieczeniowemu, np. uczniów i studentów do 26 roku życia zatrudnionych na umowę zlecenie czy też osób pracujących w szarej strefie.

<sup>26</sup> 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*.

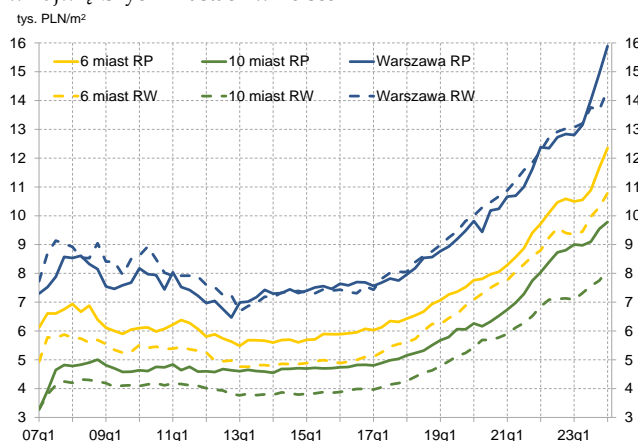
Według danych NBP<sup>27</sup> dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych mieszkań wzrosła i wyniosła 14,8% r/r w I kw. 2024 r. (wobec 9,2% w IV kw. 2023 r.)<sup>28</sup>.

## 2.7 Pieniądz i kredyt<sup>29</sup>

Dynamika roczna agregatu M3 w I kw. 2024 r. wyniosła 8,2% r/r (wobec 9,1% r/r w IV kw. 2023 r.; Wykres 2.24). Do wzrostu agregatu M3 przyczynił się głównie przyrost depozytów gospodarstw domowych, przy wyraźnie niższym niż w poprzednich kwartałach wkładzie depozytów przedsiębiorstw<sup>30</sup>.

Zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych w I kw. 2024 r. wzrosło w ujęciu rocznym po raz pierwszy od połowy 2022 r. (dynamika wyniosła 2,1% r/r wobec -0,7% r/r w IV kw. 2023 r.; Wykres 2.25). Dynamika kredytów mieszkaniowych wzrosła do 1,6% r/r w I kw. 2024 r. (wobec -2,1% r/r w IV kw. 2023 r.), co było związane z efektem niskiej bazy statystycznej, a także z rozłożonym w czasie rozpatrywaniem wniosków o kredyt mieszkaniowy z programu „Bezpieczny Kredyt” złożonych w IV kw. 2023 r. Z drugiej strony wstrzymanie przez Bank Gospodarstwa Krajowego przyjmowania nowych wniosków z dniem 2 stycznia 2024 r.<sup>31</sup> oddziaływało w kierunku spadku popytu na kredyty mieszkaniowe w porównaniu z poprzednim kwartałem<sup>32</sup>, co jednak nie przełożyło się w istotnym stopniu na roczną dynamikę kredytów. Ograniczająco na dynamikę

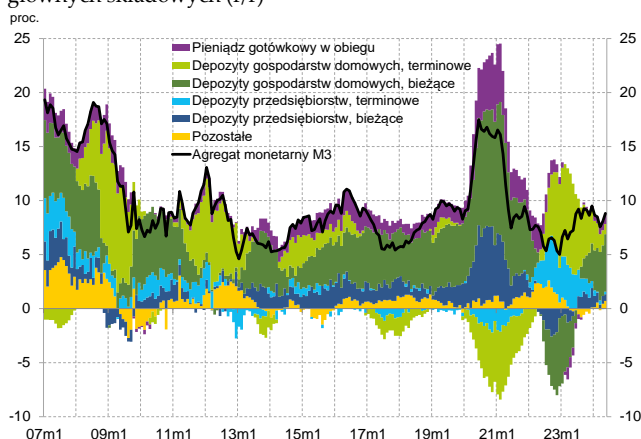
**Wykres 2.23** Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 dziesięć 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).

<sup>27</sup> Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do I kw. 2024 r. obejmują transakcje zawarte w okresie grudzień 2023 – luty 2024 r.

<sup>28</sup> Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m<sup>2</sup>) 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 I kw. 2024 r. 5,0% kw/kw (wobec 3,9% kw/kw w IV kw. 2023 r.).

<sup>29</sup> W niniejszym rozdziale przytaczana 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.

<sup>30</sup> W kwietniu i maju 2024 r. dynamika agregatu M3 wyniosła odpowiednio 8,1% r/r oraz 8,8% r/r. Tempo przyrostu gotówki w obiegu ukształtowało się na poziomie odpowiednio 5,1% r/r oraz 6,0% r/r, dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 11,5% r/r oraz 12,0% r/r, a depozytów przedsiębiorstw 3,2% r/r oraz 3,9% r/r.

<sup>31</sup> Por. Komunikat Banku Gospodarstwa Krajowego z 01-01-2024 r. o wstrzymaniu przyjmowania wniosków o udzielenie bezpiecznego kredytu 2%

<sup>32</sup> Por. Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2024 r., NBP, kwiecień 2024 r.

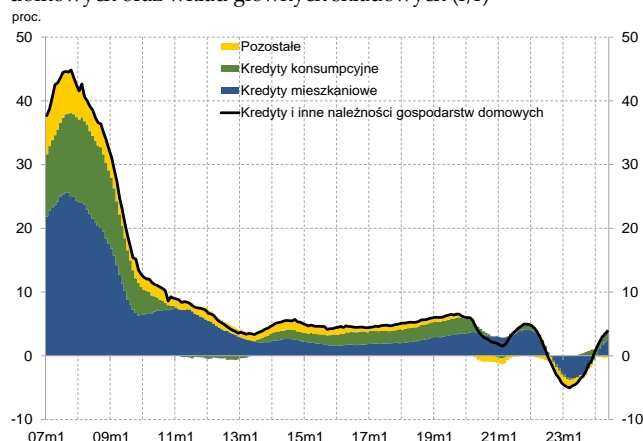
kredytów mieszkaniowych wpływało również zmniejszanie się stanu kredytów walutowych, w tym w wyniku zawierania ugód z klientami skutkujących przewalutowaniem kredytu na złote i umorzeniem jego części. Z kolei dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych wzrosła w warunkach odbudowy popytu konsumpcyjnego (dynamika wyniosła 5,1% r/r w I kw. 2024 r. wobec 3,7% r/r w IV kw. 2023 r.; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*)<sup>33</sup>.

Zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw obniżyło się w ujęciu rocznym (dynamika wyniosła -0,3% r/r w I kw. 2024 r. wobec -1,3% r/r w IV kw. 2023 r.; Wykres 2.26). Złożył się na to m.in. spadek stanu kredytów bieżących (o -3,6% r/r w I kw. 2024 r. wobec -5,0% r/r w IV kw. 2023 r.) oraz wzrost stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym (o 3,7% r/r zarówno w I kw. 2024 r., jak i w IV kw. 2023 r.)<sup>34</sup>.

## 2.8 Bilans płatniczy<sup>35</sup>

Dodatnie saldo rachunku bieżącego oraz pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W I kw. 2024 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło 1,2% PKB (wobec 1,6% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.27)<sup>36</sup>. W kierunku niższego salda oddziaływało pewne pogorszenie salda dochodów wtórnych (do -0,5% PKB w I kw. br. z -0,3% PKB w IV kw. ub.r.), a także nieznaczne zmniejszenie się łącznej nadwyżki obrotów towarowych i usług (do 6,0% PKB w I kw. br. z 6,1% PKB w IV kw. ub.r.)<sup>37</sup> w warunkach osłabionej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.1 *Aktywność*

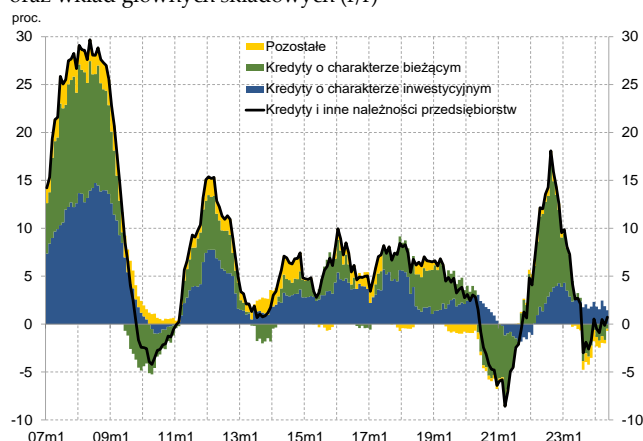
**Wykres 2.25** Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

<sup>33</sup> W kwietniu i maju 2024 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła odpowiednio 3,4% r/r oraz 3,8% r/r. Dynamika kredytów mieszkaniowych wyniosła 3,4% r/r oraz 4,0% r/r, a kredytów konsumpcyjnych 6,3% r/r oraz 6,4% r/r.

<sup>34</sup> W kwietniu i maju 2024 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła odpowiednio -0,1% r/r oraz 0,7% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyniosła -4,0% r/r oraz -1,2% r/r, a kredytów o charakterze inwestycyjnym 3,6% r/r oraz 2,7% r/r.

<sup>35</sup> W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla I kw. 2024 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym oraz wstępnego szacunku PKB z 3 czerwca 2024 r.

<sup>36</sup> W kwietniu 2024 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -1,0 mld zł.

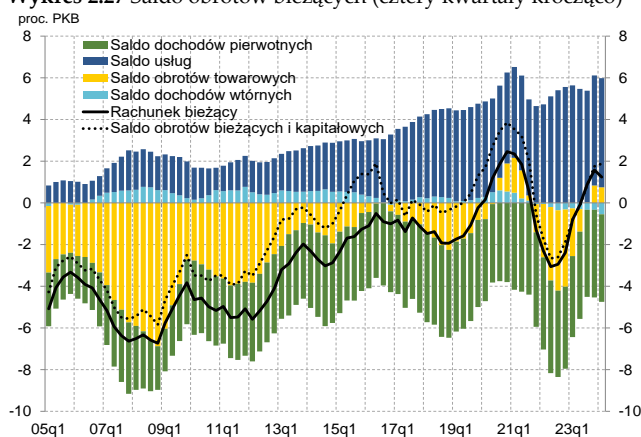
<sup>37</sup> W I kw. 2024 r. saldo obrotów towarowych wyniosło 0,8% PKB, a saldo usług wyniosło 5,2% PKB.

gospodarcza za granicą i rozdz. 2.2 Popyt i produkcja). Z kolei saldo dochodów pierwotnych pozostało w I kw. 2024 r. ujemne ze względu na dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce (wyniosło ono, podobnie jak w poprzednim kwartale, -4,2% PKB).

Saldo rachunku finansowego w I kw. 2024 r. wyniosło 1,0% PKB (wobec 1,3% PKB w IV kw. 2023 r.)<sup>38</sup>, przy pogorszeniu się salda inwestycji portfelowych, któremu towarzyszył większy przyrost oficjalnych aktywów rezerwowych.

W IV kw. 2023 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB wyniosła -31% (Tabela 2.3). Jednocześnie zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB obniżyło się do 49%, tj. do najniższego poziomu od 2007 r.

Wykres 2.27 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za I kw. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty i marzec 2024 r. oraz wstępnego szacunku PKB z 3 czerwca 2024 r.

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2022				2023				2024
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
<b>Saldo obrotów bieżących/PKB</b>	-2,3	-3,1	-2,9	-2,4	-0,8	-0,1	0,9	1,6	1,2
<b>Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB</b>	-1,7	-2,7	-2,6	-1,9	-0,8	-0,1	0,9	1,8	1,9
<b>Saldo obrotów towarowych i usług/PKB</b>	2,2	1,6	1,6	1,9	3,3	4,4	5,4	6,1	6,0
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług</b>	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	4,7	5,2	5,2	5,6
<b>Zadłużenie zagraniczne/PKB</b>	56	56	56	53	52	51	52	49	-
<b>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB</b>	-39	-36	-34	-33	-32	-33	-30	-31	-
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących</b>	110	115	123	140	130	135	128	129	-
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku</b>	115	116	118	127	121	122	121	126	-

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom aktywów rezerwowych na koniec prezentowanego okresu. Dane za I kw. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za styczeń, luty i marzec 2024 r. oraz wstępnego szacunku PKB z 3 czerwca 2024 r.

<sup>38</sup> W kwietniu 2024 r. saldo rachunku finansowego wyniosło -2,3 mld zł.

## 3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2024 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do maja 2024 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w czerwcu i lipcu br.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 marca 2024 r.**

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro koniunktura pozostaje osłabiona, choć część wskaźników sygnalizuje, że w najbliższych kwartałach może nastąpić powolne ożywienie aktywności. Jednocześnie napływające dane sugerują, że w Niemczech PKB w I kw. br. może się ponownie obniżyć, a według prognoz w całym 2024 r. wzrośnie jedynie nieznacznie. Oceniano, że osłabiona koniunktura gospodarcza w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, będzie nadal niekorzystnie wpływała na dynamikę polskiego eksportu.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że po wcześniejszym silnym spadku roczna dynamika cen w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro kształtuje się powyżej celów inflacyjnych banków centralnych tych gospodarek. Jednocześnie inflacja bazowa w tych gospodarkach pozostaje wyższa od inflacji ogółem, choć także powoli się obniża. Zaznaczano, że spadek inflacji bazowej w otoczeniu polskiej gospodarki jest spowalniany przez utrzymywanie się podwyższonej dynamiki cen usług wobec relatywnie silnego wzrostu nominalnych wynagrodzeń. W tych warunkach banki centralne gospodarek rozwiniętych

utrzymują stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że następuje ożywienie koniunktury, choć wzrost PKB pozostaje relatywnie niski. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, roczna dynamika PKB w IV kw. 2023 r. wzrosła do 1%. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto oraz inwestycji. Jednocześnie obniżyła się dynamika konsumpcji. Napływające dane dotyczące koniunktury na początku 2024 r. wskazują, że w styczniu wzrosła zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa. Zdaniem członków Rady dane te sygnalizują przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej, w tym także ożywienie konsumpcji. Zwracano przy tym uwagę, że roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej w styczniu br. była ujemna.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że – zgodnie z przewidywaniami – w styczniu br. wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył, do czego w znacznej mierze przyczyniło się podwyższenie płacy minimalnej. Podkreślano, że istotny spadek inflacji i wyższa dynamika płac nominalnych przełożyły się na wyraźny wzrost wynagrodzeń realnych. Z kolei roczna dynamika zatrudnienia w tym sektorze była nadal ujemna. Jednocześnie

stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała blisko historycznych minimów.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie zaznaczano, że w poprzednich miesiącach widoczne były sygnały ożywienia akcji kredytowej, zwłaszcza dla gospodarstw domowych, w tym przede wszystkim kredytów hipotecznych, do czego przyczyniał się tzw. program „Bezpieczny Kredyt”. W kontekście kredytów hipotecznych część członków Rady wskazywała na niepewność związaną z ewentualnym ponownym wprowadzeniem tzw. wakacji kredytowych.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej, członkowie Rady wskazywali, że według marcowej projekcji w 2024 r. wzrost PKB przyspieszy i przekroczy 3% (wobec wzrostu o 0,2% w 2023 r.). Podkreślano, że zgodnie z projekcją, po wyraźnym spadku w ubiegłym roku, popyt krajowy ma w bieżącym roku istotnie wzrosnąć. Wyniki projekcji wskazują w szczególności na zdecydowane ożywienie konsumpcji, wspierane przez wysoki wzrost płac, w tym znaczne podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym i wzrost płacy minimalnej, a także przez wyższe świadczenia społeczne. Prognozowany jest także dalszy wzrost inwestycji.

Zwracano uwagę, że prognozy dotyczące PKB są obciążone niepewnością dotyczącą zarówno czynników zewnętrznych, w tym sytuacji geopolitycznej i koniunktury w Europie, jak i krajowej polityki fiskalnej oraz kształtowania się cen energii i żywności. Członkowie Rady zaznaczali również, że utrzymuje się niepewność dotycząca tego, w jakim stopniu wyższe dochody gospodarstw domowych będą się przekładać na wzrost wydatków konsumpcyjnych, a w jakim na przyrost oszczędności. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że według projekcji marcowej wzrost PKB w latach 2024-2025 może

być nieco wyższy niż wskazywała projekcja listopadowa.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się istotnie i była niższa od mediany prognoz analityków rynkowych. Zwracano uwagę, że w ciągu niespełna roku od swojego szczytu, inflacja CPI spadła o ponad 14 pkt proc. Szacowano, że również inflacja bazowa znacząco się obniżyła, choć pozostała wyższa od inflacji CPI ogółem i podobnie jak w wielu innych gospodarkach obniżała się ona wolniej. Jednocześnie w styczniu 2024 r. pogłębił się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że do spadku rocznego wskaźnika inflacji w styczniu br. przyczynił się statystyczny efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku. Oceniali oni również, że inflacja bazowa – mimo obniżenia się – pozostaje wysoka.

Członkowie Rady oceniali, że w lutym br. inflacja prawdopodobnie ponownie się obniżyła i wróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP, który wynosi 2,5% +/- 1 pkt proc. Zaznaczano, że według dostępnych prognoz dynamika CPI prawdopodobnie spadnie również w marcu br.

Dyskutując o perspektywach inflacji, podkreślano, że według marcowej projekcji w kolejnych kwartałach dynamika cen może ponownie wzrosnąć. Utrzymuje się jednak wysoka niepewność dotycząca skali tego wzrostu, która wynika w szczególności z dalszego kształtu działań fiskalno-regulacyjnych wpływających na ceny żywności i energii w koszyku CPI. Wskazywano, że w scenariuszu braku podwyżki



stawki podatku VAT na żywność i utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie do końca 2024 r., inflacja według marcowej projekcji w kolejnych kwartałach wzrośnie nieznacznie i będzie się kształtować w pobliżu górnej granicy odchyień od celu NBP. Natomiast w przypadku przywrócenia z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność oraz całościowego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja wzrosłaby wyraźnie, przekraczając cel inflacyjny. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii na średniookresowe perspektywy inflacji jest ograniczony.

Podczas dyskusji zwracano uwagę, że inflacja w ostatnim czasie spadła poniżej poziomu stopy referencyjnej NBP. Wyraźny spadek inflacji w warunkach utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych *ex post*, co powinno stanowić czynnik ograniczający inflację bazową w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady podkreślali, że istotne znaczenie dla polityki pieniężnej mają średniookresowe perspektywy inflacji, które również obciążone są niepewnością. Większość członków Rady zwracała uwagę, że według marcowej projekcji – przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – od II połowy 2025 r., a także w 2026 r., czyli w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, inflacja CPI powinna być spójna z celem NBP. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że średnioroczna inflacja bazowa – która zgodnie z projekcją ma się nadal stopniowo obniżać – pozostanie w horyzoncie prognozy wyższa od inflacji CPI ogółem. Zaznaczano również, że według marcowej projekcji w 2025 r. inflacja bazowa będzie wyższa niż prognozowano w listopadzie, co w istotnym stopniu wynika z większej niż oczekiwano w listopadzie skali podwyżek płac w sektorze publicznym w bieżącym roku. Zwracano przy tym uwagę, że w

ostatnich kwartałach inflacja, w tym bazowa, spadała nieco szybciej niż wskazywały wcześniejsze prognozy.

Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla perspektyw inflacji bazowej, w tym cen usług, jest kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń. Zdaniem niektórych członków Rady podwyższona dynamika wynagrodzeń w horyzoncie projekcji może utrudniać trwały powrót inflacji CPI do celu. Jednocześnie w opinii niektórych członków Rady prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji pod koniec horyzontu projekcji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym jest zbyt niskie.

Oceniano, że presję popytową, a przez to inflację bazową w kolejnych latach, mogłaby zwiększyć dodatkowo realizacja zapowiedzi innych działań fiskalnych, w tym podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych, jak i ewentualne podniesienie kwoty wolnej od podatku, przy czym obecnie nie ma jasności, czy i w jakim stopniu propozycje te będą realizowane. Członkowie Rady zwracali uwagę również na inne czynniki ryzyka dla inflacji, w tym związane z sytuacją geopolityczną, która może być istotna dla cen surowców i funkcjonowania handlu międzynarodowego.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W efekcie oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP, przy czym inflacja bazowa utrzyma się powyżej inflacji CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obciążone jest jednak znaczną niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku

pracy. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec podwyższonej inflacji bazowej, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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%.

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 4 kwietnia 2024 r.**

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w gospodarce światowej widoczne są sygnały ożywienia koniunktury, choć w strefie euro – będącej głównym partnerem handlowym Polski – aktywność gospodarcza pozostaje osłabiona i wzrost PKB w I kw. 2024 r. był prawdopodobnie jedynie nieznacznie dodatni. W Niemczech w I kw. br. aktywność gospodarcza mogła się

ponownie obniżyć, przy czym szczególnie słaba koniunktura występowała w tamtejszym sektorze przemysłowym. Podkreślano, że prognozy wzrostu dla Niemiec były w ostatnim czasie obniżane i obecnie sygnalizują wyraźniejsze ożywienie w niemieckiej gospodarce dopiero w 2025 r.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady zaznaczali, że pomimo silnego spadku w ostatnich kwartałach rocznej dynamiki cen w wielu krajach, w części z nich inflacja wciąż przekracza cele inflacyjne. Przy czym inflacja bazowa w szeregu gospodarek rozwiniętych, a także gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej pozostaje wyższa od inflacji ogółem. Członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek inflacji bazowej jest w wielu gospodarkach ograniczany przez nadal wysoką dynamikę cen usług, która obniża się powoli w związku z utrzymującym się podwyższonym wzrostem nominalnych wynagrodzeń.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że napływające dane wskazują na ożywienie koniunktury. Zwracano uwagę, że w styczniu i lutym 2024 r. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa wyraźnie wzrosły w ujęciu rocznym, po spadkach przez większość 2023 r. Jednocześnie na początku 2024 r. produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w ujęciu rocznym.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że w lutym br. nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzymał się na wysokim poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że w warunkach dalszego spadku inflacji w lutym br. wzrost płac realnych w sektorze przedsiębiorstw ukształtował się na najwyższym od wielu lat poziomie. Zwracano jednak także uwagę, że nastąpił kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji wskazywano, że rośnie dynamika złotych kredytów dla gospodarstw domowych. Zdaniem członków Rady wciąż przyczyniał się do tego tzw. program „Bezpieczny Kredyt”. Podkreślano przy tym, że roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje ujemna, głównie ze względu na spadek stanu kredytów bieżących.

Omawiając perspektywy koniunktury, członkowie Rady oceniali, że dynamika aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie rosła. Członkowie Rady wskazywali, że przyczyniać się do tego będą zwłaszcza korzystne uwarunkowania krajowego popytu wobec podwyższonej dynamiki wynagrodzeń, w tym w warunkach wzrostu płacy minimalnej oraz podwyżek w sektorze publicznym. Jednocześnie skala ożywienia gospodarczego jest obciążona niepewnością, a jednym z czynników ryzyka dla perspektyw aktywności gospodarczej jest dalsze kształtowanie się koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

Na posiedzeniu wskazywano, że w lutym i marcu 2024 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. W lutym inflacja CPI obniżyła się do 2,8%, a w marcu – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – do 1,9%, a zatem w ciągu trzynastu miesięcy od swojego szczytu inflacja spadła o ponad 16 pkt proc. Członkowie Rady zaznaczali, że w relatywnie krótkim czasie tempo wzrostu cen wyraźnie się obniżyło, a koszty społeczno-gospodarcze dezinflacji były niewielkie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w lutym 2024 r. roczna dynamika cen znacznej części towarów i usług ujętych w koszyku CPI nadal przekraczała 3,5%.

Członkowie Rady wskazywali, że spadkowi inflacji CPI towarzyszyło znaczne obniżenie się miar inflacji bazowej, co – zgodnie z dostępnymi szacunkami – miało miejsce prawdopodobnie również w marcu 2024 r. Zaznaczano jednak, że

inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje podwyższona, a w szczególności jest wyższa od inflacji CPI ogółem. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż wysoką, mimo że stopniowo obniżającą się, roczną dynamikę cen usług. Jednocześnie – choć niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że miesięczna zmiana cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym 2024 r. była nieznacznie dodatnia – to utrzymywał się silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Część członków Rady wskazywała, że obserwowany spadek inflacji – przy utrzymywaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie – oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych, co powinno ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami, w I połowie br. inflacja CPI będzie kształtować się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP wynoszącym  $2,5\% \pm 1$  pkt proc., choć w najbliższych miesiącach prawdopodobnie wzrośnie. Do wzrostu inflacji w najbliższym czasie przyczyni się przywrócenie z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że kształtowanie się cen energii w kolejnych kwartałach jest obciążone wysoką niepewnością. W przypadku całkowitego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja wzrosłaby wyraźnie, przekraczając cel inflacyjny NBP. Z kolei w przypadku utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie, w II połowie br. inflacja

wzrosłaby znacznie słabiej, kształtując się w pobliżu górnej granicy odchylenia od celu NBP.

Odnosząc się do perspektyw średniookresowych, wskazywano, że potencjalny wzrost wskaźnika inflacji w II połowie 2024 r. może wpłynąć także na oczekiwania inflacyjne. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu cen oddziaływać będzie obserwowane ożywienie koniunktury oraz oczekiwany wzrost presji popytowej, w szczególności związany z wysoką dynamiką płac, w tym w sektorze publicznym. Część członków Rady zaznaczała, że dalsze kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń jest głównym czynnikiem ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji, a utrzymanie się podwyższonej dynamiki wynagrodzeń może opóźnić trwały powrót inflacji CPI do celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że siła wpływu wyższych płac na ceny będzie uzależniona od wielu czynników, w tym od tempa ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, zmian rentowności przedsiębiorstw, a także skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że ewentualna realizacja zapowiedzi działań fiskalnych takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych również może prowadzić do wzrostu dynamiki popytu, a w efekcie wyższej inflacji, w tym inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że przestrzeń do zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej jest ograniczona – zwłaszcza wobec konieczności ponoszenia zwiększonych wydatków publicznych na cele wojskowe. Wskazywano także na utrzymujące się inne istotne źródła niepewności, obejmujące m.in. napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce

pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W efekcie oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP, przy czym w kierunku jej wzrostu będzie oddziaływać przywrócenie wyższej stawki podatku VAT na żywność. Towarzyszyć temu będzie stopniowe obniżanie się inflacji bazowej, choć pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. Podkreślano, że w przypadku podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji bazowej, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Odnosząc się do możliwych przyszłych decyzji, część członków Rady oceniła, że biorąc pod uwagę aktualne uwarunkowania makroekonomiczne, na kolejnych posiedzeniach uzasadnione może być utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Niektórzy członkowie Rady wyrażali z kolei opinię, że w przypadku materializacji w kolejnych kwartałach czynników ryzyka

oddziałujących w kierunku wyższej inflacji w średnim okresie, nie można wykluczyć konieczności podwyższenia stóp procentowych w przyszłości.

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%.

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 9 maja 2024 r.**

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro PKB w I kw. br. wzrósł w ujęciu rocznym, po spadku w II połowie ub.r. Podkreślano jednak, że mimo pewnego ożywienia aktywność w tej gospodarce wciąż jest osłabiona, przy czym lepsza koniunktura panuje obecnie w tych krajach strefy euro, z którymi Polska jest słabiej związana gospodarczo. W Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. pozostała ujemna, choć również tam pojawiają się sygnały poprawy koniunktury. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w I kw. br. była nadal relatywnie wysoka, mimo że wzrost był nieco niższy od oczekiwań rynkowych.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w kwietniu 2024 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,4% (podobnie jak w marcu), przy dalszym spadku inflacji bazowej. Jednocześnie zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych dynamika cen w ostatnim czasie była wyższa niż oczekiwano i w marcu inflacja CPI wyniosła 3,5% (wobec 3,2% w lutym br.), przy stabilizacji inflacji bazowej. W związku z różnicami w przebiegu dezinflacji w

dwóch największych gospodarkach rozwiniętych odnotowano, że oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na możliwość obniżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny na kolejnym posiedzeniu oraz na utrzymywanie stóp procentowych Banku Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych na niezmiennym poziomie w najbliższych miesiącach.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że napływające dane sygnalizują stopniowe ożywienie koniunktury, choć niektóre dane miesięczne z marca 2024 r. były gorsze niż oczekiwano. Wskazywano, że roczna dynamika PKB w I kw. br. najprawdopodobniej była wyższa niż w poprzednim kwartale. Zwracano uwagę, że dane o sprzedaży detalicznej w I kw. 2024 r. sugerują stopniowy wzrost dynamiki popytu ze strony gospodarstw domowych, z kolei dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej mogą świadczyć o obniżeniu dynamiki inwestycji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że w marcu br. utrzymał się wysoki roczny nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Członkowie Rady podkreślali, że w warunkach inflacji kształtującej się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP, wzrost płac realnych w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach był najwyższy od wielu lat. Podkreślano, że wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw sygnalizują wolniejszy wzrost płac w II kw. br. Członkowie Rady wskazywali także na kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji zaznaczano, że w dalszym ciągu rośnie roczna dynamika złotych kredytów dla gospodarstw domowych, oraz że przyspieszył wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, choć roczna dynamika kredytów bieżących dla przedsiębiorstw pozostała ujemna.

Na posiedzeniu wskazywano, że w kwietniu 2024 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – wyniosła 2,4% (wobec 2,0% w marcu br.), tj. pozostała na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Członkowie Rady podkreślali, że wzrost rocznej dynamiki cen względem poprzedniego miesiąca wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, spowodowanego przywróceniem z zera do 5% stawki podatku VAT, oraz wzrostu cen paliw. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że w kwietniu 2024 r. prawdopodobnie ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć pozostaje ona wyższa od inflacji CPI ogółem. Zaznaczano, że podwyższona pozostaje zwłaszcza dynamika cen usług w szczególności w związku z wysokim wzrostem wynagrodzeń wobec relatywnie wysokiego udziału płac w kosztach tego sektora. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w marcu 2024 r. roczna dynamika cen znacznej części towarów i usług ujętych w koszyku CPI nadal przekraczała 3,5%.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie utrzymywał się silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku ograniczenia inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem, który powinien ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie jest obecny poziom stóp procentowych. Członkowie ci podkreślali, że oczekiwania inflacyjne kształtują się na niskim poziomie.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami w II kw. br. inflacja CPI pozostanie na

poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP wynoszącym  $2,5\% \pm 1$  pkt proc., choć w najbliższych miesiącach prawdopodobnie dalej wzrośnie, do czego może przyczynić się wzrost dynamiki cen żywności i energii. Członkowie Rady zaznaczali przy tym, że kształtowanie się cen energii w kolejnych kwartałach jest nadal obciążone wysoką niepewnością. W przypadku całkowitego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja wzrosłaby wyraźnie, przekraczając cel inflacyjny NBP. Z kolei w przypadku utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie, w II połowie br. inflacja wzrosłaby znacznie słabiej, kształtując się w pobliżu górnej granicy odchyżeń od celu NBP.

Odnosząc się do perspektyw średniookresowych, wskazywano, że wzrost cen żywności związany ze wzrostem podatku VAT, a także oczekiwany wzrost cen energii w II połowie 2024 r. mogą wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Zwracano jednak uwagę, że choć wyższe ceny żywności i energii mogą zwiększać żądania płacowe oraz presję na wzrost świadczeń społecznych, to jednocześnie będą ograniczać dynamikę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, oddziałując w kierunku niższej presji popytowej. Członkowie Rady zaznaczali, że dalsze kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń jest głównym czynnikiem ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji. Wskazywano, że siła wpływu wyższych płac na ceny będzie uzależniona od wielu czynników, w tym od tempa ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, zmian rentowności przedsiębiorstw, a także skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

Członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej. Podkreślano, że jak dotąd wciąż nie zrealizowano zapowiedzi niektórych działań fiskalnych, takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych. Wskazywano także na utrzymujące się inne

istotne źródła niepewności, obejmujące m.in. napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W efekcie oczekuje się, że w II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartałach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce i sytuacją na rynku pracy. Podkreślano, że w przypadku podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji bazowej, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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%.

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 4-5 czerwca 2024 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 otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona, pomimo pewnej poprawy w ostatnim okresie. W I kw. br. roczna dynamika PKB w strefie euro była niska, natomiast w Stanach Zjednoczonych pozostała relatywnie wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych – po wyraźnym spadku w 2023 r. – kształtowała się w ostatnich miesiącach nadal nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się powyżej inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce następuje stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB wyniosła 2,0% r/r w I kw. 2024 r. (wobec 1,0% r/r w IV kw.

2023 r.). Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływała przede wszystkim odbudowa popytu konsumpcyjnego. Z kolei roczna dynamika inwestycji wyraźnie się obniżyła. W kwietniu 2024 r. produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna były wyższe niż rok wcześniej, natomiast produkcja budowlano-montażowa była niższa.

Utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu 2024 r. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń utrzymuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w maju 2024 r. wyniósł 2,5% (wobec 2,4% w kwietniu 2024 r.). W maju wzrosła roczna dynamika cen energii, w tym paliw. Z kolei roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych nieznacznie się obniżyła. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w maju ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. W kwietniu 2024 r. utrzymywał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej ogranicza to dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej inflacji. W efekcie w II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym

NBP. Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartałach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI.

W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. W przypadku podniesienia cen energii w II połowie 2024 r. inflacja wzrośnie. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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 trwałego powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

#### **Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 2-3 lipca 2024 r.**

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym 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 otoczeniu polskiej gospodarki wciąż jest osłabiona, pomimo pewnej poprawy w ostatnim okresie. W I połowie 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro była prawdopodobnie niska, natomiast w Stanach Zjednoczonych pozostała relatywnie wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych – po wyraźnym spadku w 2023 r. – kształtowała się w ostatnich miesiącach nadal nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziaływało ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w wielu gospodarkach. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się powyżej inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce następuje stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej, na co wskazuje wzrost sprzedaży detalicznej, przy wciąż osłabionej aktywności w przemyśle i budownictwie. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju br. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w czerwcu 2024 r. wyniósł 2,6% (wobec 2,5% w maju 2024 r.). W czerwcu wzrosła roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast roczna dynamika cen energii obniżyła się. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w czerwcu inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była niższa niż przed miesiącem. W maju 2024 r. utrzymywał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego

przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej ogranicza to dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 14 czerwca 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,1 – 4,3% w 2024 r. (wobec 2,8 – 4,3% w projekcji z marca br.), 3,9 – 6,6% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,0%) oraz 1,3 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,5 – 4,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,7% w 2024 r. (wobec 2,7 – 4,3% w projekcji z marca br.), 2,8 – 4,8% w 2025 r. (wobec 3,2 – 5,3%) oraz 1,9 – 4,3% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,5%).

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. W kierunku wyższej presji popytowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

W najbliższych kwartałach dynamika cen konsumpcyjnych prawdopodobnie wzrośnie i będzie wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyni się podwyższenie cen energii. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim

okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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 trwałego 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 Projekcji 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.

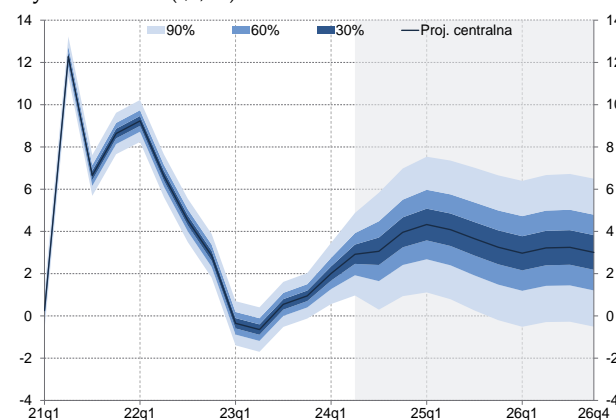
Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2024 r. do IV kw. 2026 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2024 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,75%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 czerwca 2024 r. (*cut-off date*).

## 4.1 Synteza

W I kw. br. PKB Polski ukształtował się na poziomie o 2,0% wyższym niż przed rokiem, co oznacza przyspieszenie wzrostu gospodarczego z 1,0% r/r odnotowanego w IV kw. ub.r. Skala ożywienia jest przy tym nieco mniejsza niż oczekiwano w projekcji marcowej. Wraz z dalszym ustępowaniem skutków wcześniejszych szoków podażowych na światowych rynkach surowców w najbliższych kwartałach można oczekiwać kontynuacji ożywienia krajowej koniunktury. Początkowo, w 2024 r., jej głównym źródłem będzie wzrost spożycia prywatnego. Dochody do dyspozycji gospodarstw domowych są bowiem wspierane przez działania fiskalne oraz wysoką dynamikę wynagrodzeń. W 2025 r. do roli głównego czynnika wzrostu – obok konsumpcji – dołączą inwestycje, przy oczekiwanym silnym wzroście napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. Tylko w niewielkim stopniu krajową koniunkturę będzie natomiast wspierał popyt zagraniczny wobec zakładanej jedynie umiarkowanej skali ożywienia w strefie euro. Prognozowaną dynamikę PKB w Polsce ogranicza przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75%, oraz zmniejszenie skali działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii dla gospodarstw domowych. Od kwietnia br. stawka podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe wzrosła do poziomu 5%, a *Ustawa z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego* wprowadziła zasady stopniowego odchodzenia od obecnego sposobu regulacji taryf nośników energii dla gospodarstw domowych. W konsekwencji po ożywieniu aktywności gospodarczej w latach 2024-2025, w 2026 r. dynamika PKB ponownie spowolni.

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



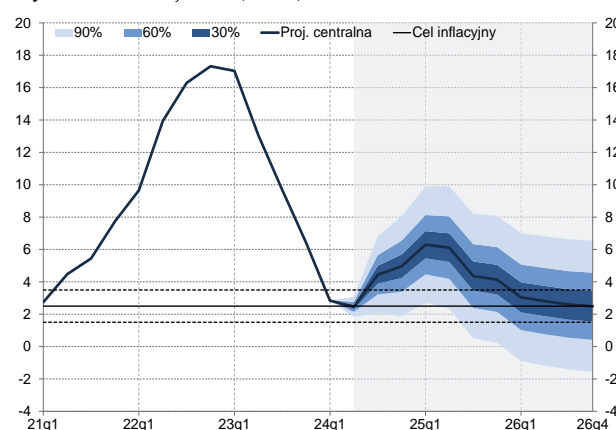
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

W I połowie 2024 r. inflacja CPI znacząco się obniżyła względem wysokich odczytów z 2023 r. i osiągnęła poziom zgodny ze średniookresowym celem inflacyjnym NBP wynoszącym 2,5% +/- 1 punkt procentowy. W najbliższych kwartałach dynamika cen przejściowo wzrośnie, osiągając najwyższy poziom w I kw. 2025 r. W największym stopniu wpłynie na to ograniczenie działań chroniących dotychczas gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wcześniejszego wzrostu cen surowców na światowych rynkach, co najsilniej podniesie dynamikę cen energii. Inflację krajowych cen żywności w najbliższych kwartałach będą dodatkowo podwyższać niekorzystne warunki agrometeorologiczne wpływające na zbiory owoców oraz ponowny wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie wyhamuje proces spadku inflacji bazowej do czego przyczyni się odbudowa popytu konsumpcyjnego oraz rosnące koszty przedsiębiorstw, zwłaszcza koszty płac. W dalszym horyzoncie projekcji czynniki podnoszące dynamikę cen energii i żywności wygasną a spowolnienie dynamiki PKB przełoży się na obniżenie presji popytowej. W konsekwencji wskaźnik CPI w 2026 r. powróci do przedziału 2,5% +/- 1 pkt proc., czemu będzie również sprzyjać wolniejszy wzrost kosztów pracy oraz ograniczony wzrost cen importu związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki.

Najważniejszymi źródłami ryzyka dla kształtowania się przyszłego poziomu cen surowców i tempa wzrostu gospodarczego na świecie oraz ciągłości globalnych łańcuchów dostaw jest przebieg – będącej efektem rosyjskiej agresji – wojny w Ukrainie, konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz napięcia w stosunkach handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi oraz Unią Europejską a Chinami. W przypadku czynników krajowych istotną niepewność związana jest ze wpływem wzrostu cen energii na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i dynamikę płac w przyszłości, skalą przełożenia obecnego wzrostu wynagrodzeń na konsumpcję

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

prywatną i presję popytową oraz uporczywością kształtowania się inflacji cen usług. Bilans czynników niepewności wskazuje na symetryczny rozkład ryzyk dla kształtowania się inflacji CPI i wzrostu gospodarczego wokół ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

## 4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

### Wzrost gospodarczy

Dane i informacje napływające ze strefy euro wskazują, że ożywienie w tej gospodarce będzie następować stopniowo, w tempie zbliżonym do oczekiwań z projekcji marcowej (Tabela 4.1). Poprawie koniunktury w sektorze usług towarzyszy jednak utrzymująca się dekoniunktura w przemyśle. Ożywienie w strefie euro wspierane będzie przez oczekiwane złagodzenie polityki pieniężnej (Wykres 4.3) oraz działania podejmowane w ramach programu odbudowy i wzrostu (ang. *NextGenerationEU*).

Korzystniej kształtuje się koniunktura w Stanach Zjednoczonych w efekcie czego w latach 2024-2026 wzrost PKB w tej gospodarce będzie istotnie silniejszy niż w strefie euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Umiarkowana reakcja realnej sfery amerykańskiej gospodarki na zacieśnienie polityki pieniężnej jest w dużym stopniu wynikiem wcześniejszego istotnego poluzowania polityki fiskalnej w okresie pandemii. Spadek inflacji w tej gospodarce, przy korzystnej sytuacji na rynku pracy, wspiera wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. Jednocześnie, wobec utrzymującego się napływu imigrantów, podaż pracy w Stanach Zjednoczonych będzie prawdopodobnie wzrastać w szybszym tempie niż szacowano dotychczas.

### Inflacja i rynki surowców

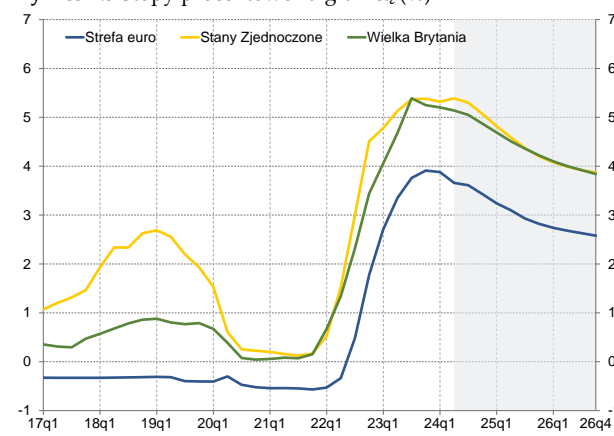
Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych kształtują się wyraźnie poniżej szczytu z 2022 r., ale nadal przewyższają poziom sprzed wybuchu pandemii. Na ich notowania

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

	2024	2025	2026
<b>PKB w strefie euro (r/r, %)</b>			
VII 2024	0,8	1,3	1,3
III 2024	0,7	1,3	1,2
<b>PKB w Niemczech (r/r, %)</b>			
VII 2024	0,3	1,1	1,2
III 2024	0,2	1,2	1,0
<b>PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)</b>			
VII 2024	2,5	2,0	2,0
III 2024	2,3	1,9	1,9
<b>PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)</b>			
VII 2024	0,9	1,2	1,4
III 2024	0,3	1,1	1,4

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



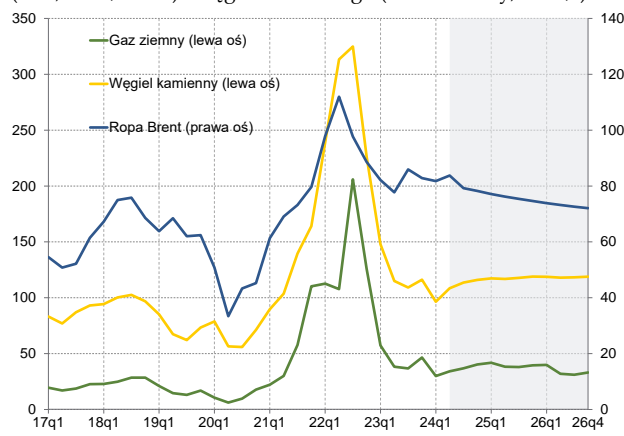
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

wpływają utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków w tym związane z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). W porównaniu do poprzedniej projekcji wyraźnie wzrosły ceny gazu ziemnego wobec istotnego zwiększenia kosztów transportu tego surowca do Europy oraz węgla – wykorzystywanego jako substytut gazu w produkcji energii elektrycznej. Osłabiona koniunktura globalna ogranicza popyt na ropę naftową, ale polityka prowadzona przez kraje OPEC+ przeciwdziała spadkom cen tego surowca.

Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych w horyzoncie projekcji będą kształtować się na relatywnie stabilnym poziomie, nieco powyżej założeń z poprzedniej projekcji (Wykres 4.4, Wykres 4.5). Oczekiwane zwiększenie wydobywania ropy naftowej w krajach nienależących do OPEC+, w tym w Stanach Zjednoczonych, będzie kompensować wzrost popytu na ten surowiec wynikający z poprawy koniunktury w gospodarce światowej. Wzrost cen gazu ziemnego na rynku europejskim będą z kolei ograniczać wysokie zapasy tego surowca, działania mające na celu zmniejszenie jego zużycia w Europie oraz zwiększanie możliwości importu gazu z innych kierunków niż Rosja.

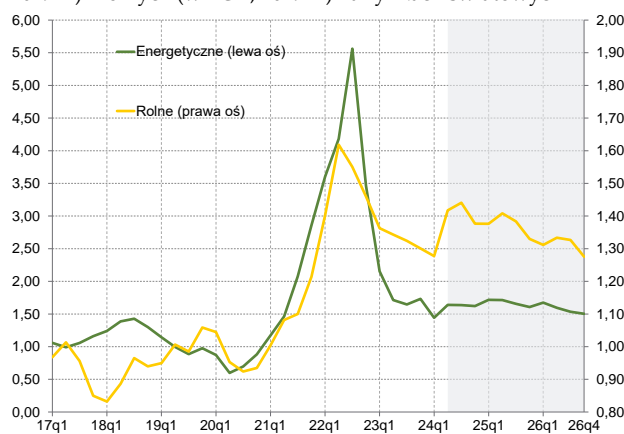
W ostatnich tygodniach na rynkach światowych odnotowano również wzrost cen części surowców rolnych. Dotyczyło to w szczególności pszenicy w związku ze spodziewanym globalnym deficytem podaży tego surowca w bieżącym i przyszłym sezonie gospodarczym. Do wzrostu cen innych surowców rolnych przyczynia się z kolei podwyższona niepewność dotycząca przyszłego poziomu ich produkcji i eksportu wywołana niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Wyceny kontraktów terminowych wskazują, że w latach 2025-2026 będzie następował stopniowy spadek cen surowców rolnych wraz z normalizacją warunków podażowych

**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, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=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, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

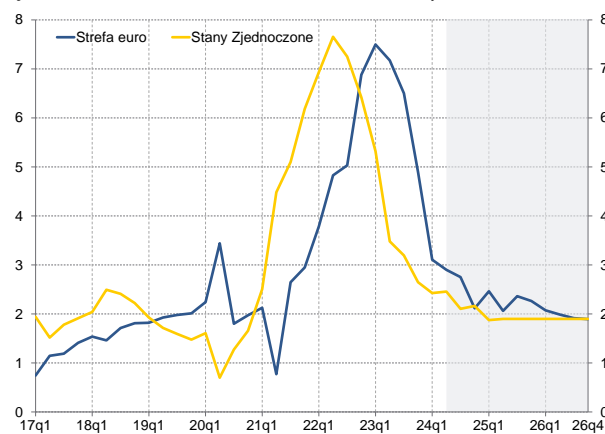
i ograniczeniem wpływu zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji (Wykres 4.5).

Spadek inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski, wspierany wygasaniem wcześniejszych napięć na rynkach surowców i w sieciach dostaw oraz niską dynamiką aktywności w części gospodarek, w ostatnich miesiącach wyhamował (Wykres 4.5). Do ograniczenia procesów dezinflacji w globalnej gospodarce przyczyniła się stabilizacja cen surowców energetycznych po okresie ich wyraźnych spadków. Niemniej jednak dynamika cen u głównych partnerów handlowych Polski będzie utrzymywać się w horyzoncie projekcji na obniżonym poziomie czemu będzie sprzyjać jedynie umiarkowana odbudowa popytu oraz wygaśnięcie większości szoków podaźowych podwyższających inflację w przeszłości (Wykres 4.6). W głównych gospodarkach rozwiniętych proces dezinflacji będzie przy tym ograniczany przez wysoką upórcość inflacji cen usług.

### Niepewność

W Europie i na świecie utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie, konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz napięciami w stosunkach handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi oraz Unią Europejską a Chinami. Wydarzenia te stanowią istotny czynnik ryzyka dla kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego na świecie, podaży i cen surowców energetycznych oraz rolnych, a także ciągłości globalnych łańcuchów dostaw. Towarzyszy temu niepewność dotycząca wpływu na główne gospodarki prowadzonej przez nie polityki pieniężnej i fiskalnej. Szersze omówienie powyższych czynników ryzyka zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.



### 4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026

#### Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach surowców, od 2022 r. prowadzone są w Polsce działania osłonowe chroniące gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu ich cen. W ślad za spadkiem cen surowców od 2023 r. skalę tych działań stopniowo ograniczano. Wśród ostatnio wprowadzonych zmian można wymienić powrót do poziomu 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od kwietnia br. Z kolei od lipca br. zmniejszono skalę dopłat do rachunków za energię dla gospodarstw domowych i niektórych innych podmiotów w kształcie określonym przez *Ustawę z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego*. Zmiany te istotnie wpływają na poziom cen żywności i energii w nadchodzących kwartałach.

W szczególności, wraz z początkiem II połowy 2024 r. wygasły ustawowo ustalone ceny maksymalne dla gospodarstw domowych za gaz ziemny. Jednocześnie od lipca br. podniesiono poziom maksymalnych cen dla energii elektrycznej i ciepła systemowego. Mają one obowiązywać do końca br. w przypadku energii elektrycznej oraz do połowy 2025 r. dla opłat za energię ciepłą. Od lipca br. odmrożono też taryfy dystrybucyjne za energię elektryczną i gaz. Równocześnie jednak, aby zmniejszyć skalę wzrostu rachunków za prąd dla gospodarstw domowych, zawieszono od 1 lipca do 31 grudnia br. pobieranie opłaty mocy. Łącznie powyższe zmiany przełożą się na przejściowy, ale istotny wzrost inflacji cen energii w okresie od III kw. 2024 r. do IV kw. 2025 r. Jednocześnie wprowadzony zostanie bon energetyczny, czyli jednorazowe świadczenie

**Tabela 4.2** Koszt zmian w transferach społecznych dla sektora finansów publicznych (w % PKB)

	2024	2025	2026
Waloryzacja kwoty świadczenia wychowawczego (waloryzacja 500+)	0,7	0,6	0,6
Świadczenie wspierające oraz świadczenia pielęgnacyjne	0,1	0,1	0,1
Program <i>Aktywny Rodzic</i> *	0,0	0,2	0,1
<b>Łącznie wzrost transferów społecznych</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych. Dane są zaokrąglone do pierwszego miejsca po przecinku.

\* Koszty wprowadzenia programu „Aktywny Rodzic” przy jednoczesnym wycofaniu programu „Rodzinny Kapitał Opiekuńczy”.

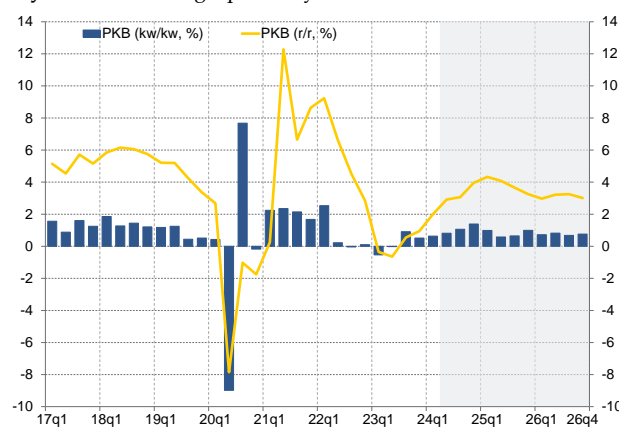
pieniężne skierowane do gospodarstw domowych o niższych dochodach.

W projekcji lipcowej, podobnie jak w rundzie marcowej, uwzględniono ponadto szereg zmian legislacyjnych istotnie podnoszących dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Wraz z początkiem br. wprowadzono znaczące podwyżki wynagrodzeń dla nauczycieli (wzrost o 30-33%) oraz pracowników urzędów państwowych i służb mundurowych (podwyżka o 20%). Łączny koszt tych podwyżek jest w br. szacowany na 1,2% PKB. Ponadto, od 1 stycznia br. zwiększono kwotę świadczenia wychowawczego „Rodzina 500+” do 800 zł na każde dziecko. Wprowadzono też dodatkowe świadczenia dla osób niepełnosprawnych oraz nowe zasady dotyczące świadczeń pielęgnacyjnych dla opiekunów osób z niepełnosprawnościami, którzy podejmują zatrudnienie lub inną pracę zarobkową. Od 1 października br. ma obowiązywać program „Aktywny Rodzic”, zwiększający dofinansowanie opieki nad dziećmi w wieku do 3 lat względem wypłacanego dotychczas Rodzinnego Kapitału Opiekuńczego. Łączny koszt powyższych zmian w transferach społecznych szacowany jest na 0,8% PKB w 2024 r. i 0,9% PKB w latach 2025-2026 r. (por. Tabela 4.2).

### Aktywność gospodarcza

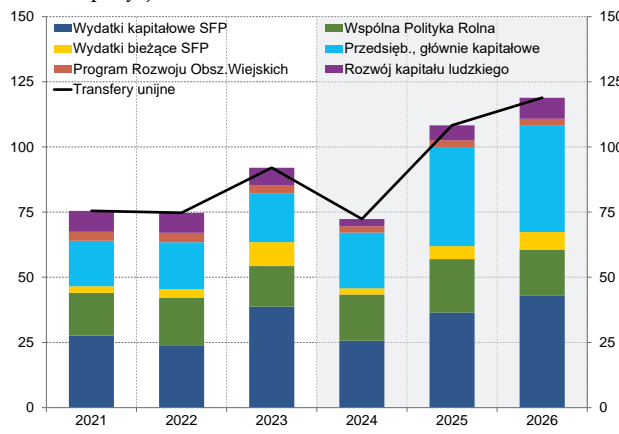
Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy Polski w I kw. br. przyspieszył do 2,0% r/r z 1,0% odnotowanych w IV kw. ub.r. Wraz z dalszym ustępowaniem skutków szoków podażowych na światowych rynkach surowców energetycznych w najbliższych kwartałach można oczekiwać kontynuacji ożywienia krajowej koniunktury (Wykres 4.7, Wykres 4.9). Początkowo, w 2024 r., jej głównym źródłem będzie wzrost spożycia prywatnego, wspierany przez zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych działania fiskalne (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*) oraz wysoką

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



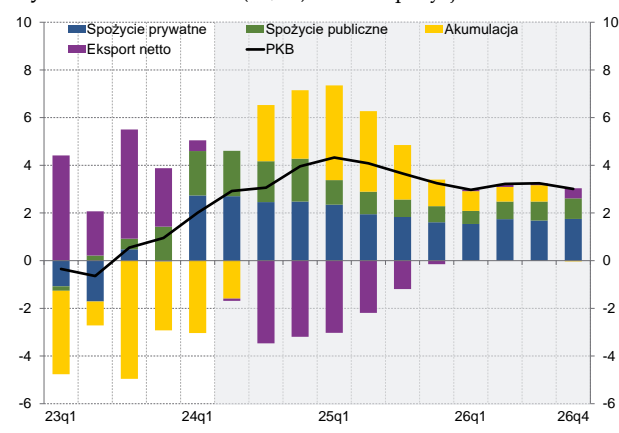
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

dynamikę wynagrodzeń. W 2025 r., do roli głównego czynnika wzrostu – obok konsumpcji – dołączą inwestycje, przy oczekiwanym silnym wzroście napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 (Wykres 4.8). Tylko w niewielkim stopniu krajową koniunkturę będzie natomiast wspierał popyt zagraniczny wobec zakładanej jedynie umiarkowanej skali ożywienia w strefie euro. Prognozowaną dynamikę PKB w Polsce ogranicza przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75% oraz ograniczenie skali działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii dla gospodarstw domowych.

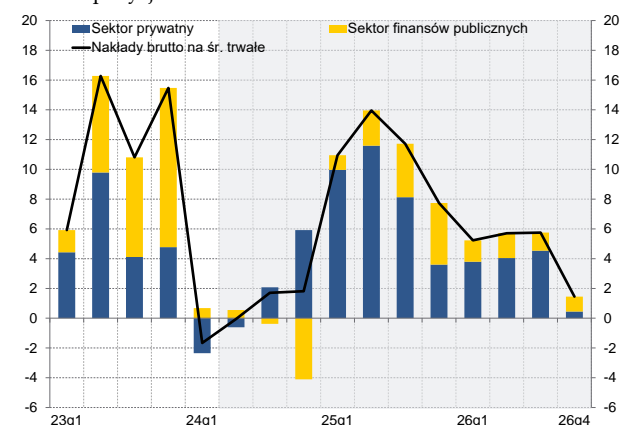
W I kw. br. gospodarstwa domowe zwiększyły spożycie o 4,6% r/r (Wykres 4.10). Proces odbudowy konsumpcji po spadku w 2023 r. będzie kontynuowany w najbliższych kwartałach, czemu będzie sprzyjać wysoki wzrost realnych dochodów do dyspozycji w tym sektorze. Jest on wynikiem szybko rosnących nominalnych wynagrodzeń oraz zwiększenia wartości świadczeń socjalnych przy istotnym obniżeniu inflacji względem 2023 r. Ze względu na dążenie przez gospodarstwa domowe do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie, dynamika spożycia pozostanie w br. niższa niż tempo wzrostu dochodów. Pozwoli to na odbudowę oszczędności gospodarstw domowych uszczuplonych w okresie wysokiej inflacji. Skłonność do oszczędzania zwiększa przy tym – w całym horyzoncie projekcji – relatywnie wysoka realna stopa procentowa będąca wynikiem założenia o utrzymaniu stóp procentowych NBP na stałym poziomie, przy wyraźnym obniżeniu się średniorocznej inflacji względem 2023 r. Wyniki badań koniunktury konsumenckiej GUS wskazują, że oceny możliwości dokonywania oszczędności przez respondentów są bliskie historycznie wysokiemu poziomowi. W latach 2025-2026 dynamika konsumpcji obniży się w ślad za niższym tempem wzrostu ich dochodów do dyspozycji. Obok stopniowo malejącej dynamiki wynagrodzeń, która powróci do poziomu

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

zbliżonego do tempa wzrostu wydajności pracy, przyczyni się do tego założona w projekcji stabilizacja poziomu świadczeń socjalnych.

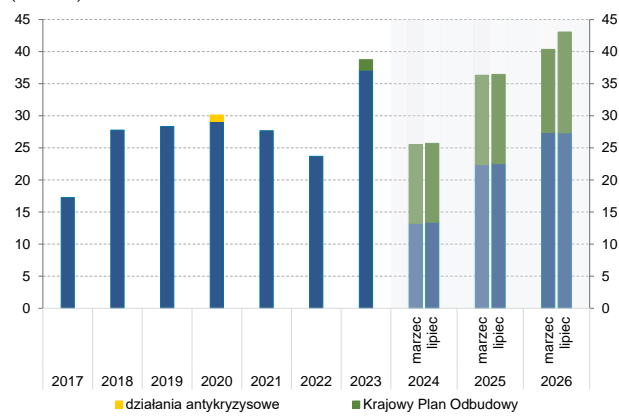
W 2024 r. dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniża się do 1,7% wobec wzrostu o 13,1% w 2023 r. W największym stopniu przyczynia się do tego niższe tempo wzrostu inwestycji sektora finansów publicznych (Wykres 4.11), co wynika ze spadku transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydatkowania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 (Wykres 4.12). Z drugiej strony dynamikę nakładów w 2024 r. podwyższa odbudowa inwestycji mieszkaniowych wspierana przez program *Bezpieczny kredyt 2%* oraz poprawę sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

W 2025 r. tempo wzrostu popytu inwestycyjnego ponownie przyspieszy, a wspierać go będzie zwiększenie absorpcji funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. W tym samym kierunku będzie oddziaływać konieczność zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego, wynikająca z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy. Scenariusz ten wspierają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP<sup>39</sup> wskazujące na wzrost planowanej zmiany skali inwestycji w perspektywie roku przy stabilizacji tego wskaźnika w horyzoncie kwartału.

W 2026 r. w ślad za coraz silniej materializującymi się skutkami podwyższonych stóp procentowych NBP oraz wolniejszym wzrostem napływu funduszy UE, dynamika inwestycji ponownie się obniży.

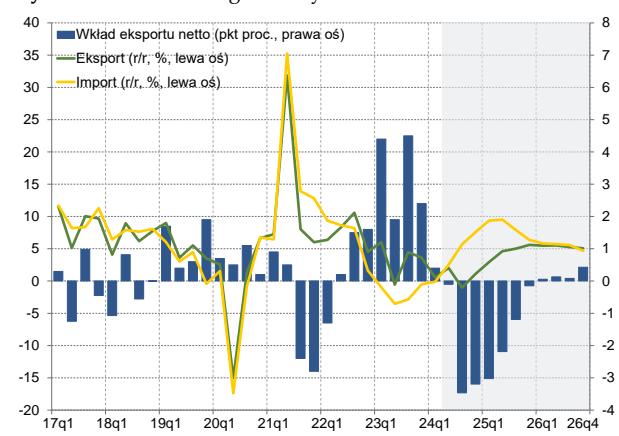
W latach 2024-2025 wkład eksportu netto do wzrostu PKB obniży się i ukształtuje się na wyraźnie ujemnym poziomie. Do spadku salda handlowego przyczynia się wyraźne osłabiona

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>39</sup> Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2024 r.

dynamika eksportu związana w dużym stopniu z pogorszeniem koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski i spowolnieniem w handlu światowym przy jednoczesnej poprawie tempa wzrostu importu towarzyszącej ożywieniu krajowej koniunktury. W 2026 r. saldo handlowe ulegnie ponownej poprawie w ślad za spowolnieniem dynamiki popytu krajowego.

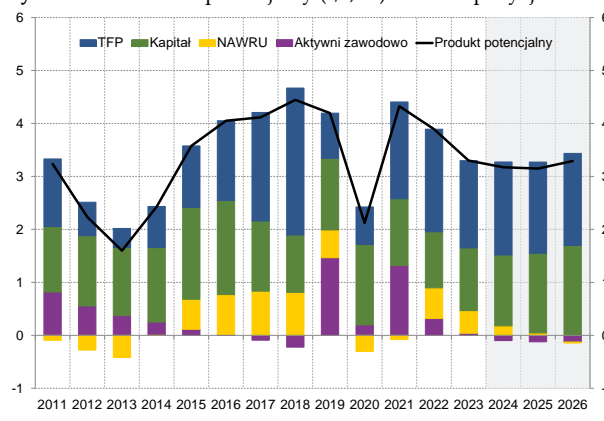
### Produkt potencjalny i luka popytowa

W bieżącej projekcji oczekuje się, że w latach 2024-2026 dynamika produktu potencjalnego ukształtuje się przeciętnie na poziomie 3,2% r/r, blisko swojej wieloletniej średniej (Wykres 4.14).

Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji wpłynie wzrost stopy inwestycji przedsiębiorstw zwiększający dynamikę kapitału produkcyjnego oraz aktywizacja uchodźców z Ukrainy<sup>40</sup> i napływ migrantów z innych krajów podnoszące podaż pracy. Niekorzystnie na tempo wzrostu potencjalnego PKB w latach 2024-2026 będą natomiast oddziaływać zmiany demograficzne wśród Polaków, odzwierciedlone w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym i ograniczające liczbę osób aktywnych zawodowo oraz pracujących.

W wyniku silnego spadku tempa wzrostu PKB w 2023 r., luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce, silnie się obniżyła i ukształtowała na ujemnym poziomie (Wykres 4.16). W najbliższych kwartałach, wraz z poprawą krajowej aktywności gospodarczej, ujemna luka będzie się stopniowo domykać. W 2026 r. spowolnienie dynamiki PKB przyczyni się do ponownego spadku presji popytowej wzmacniając proces dezinflacji w polskiej gospodarce.

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



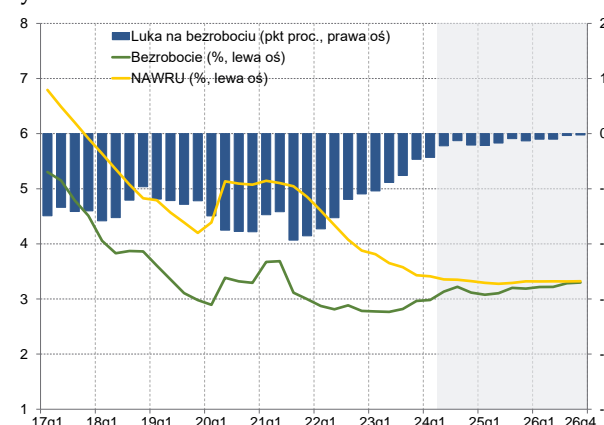
Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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

Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

$NAWRU_t$  – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac. Dane dotyczące stopy bezrobocia BAEL do 2019 r. i od 2019 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis pod wykresem 4.17.

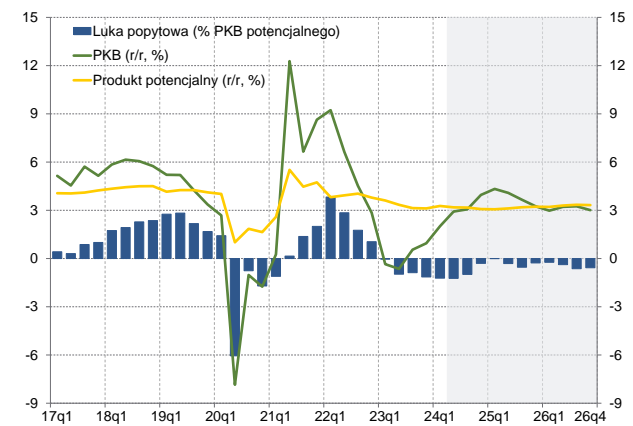
<sup>40</sup> Napływ imigrantów – ze względu na metodykę badania – jest w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL. W konsekwencji, w projekcji przyjęto, że będzie on odzwierciedlony we wzroście łącznej produktywności czynników produkcji (TFP).

## Rynek pracy

W I kw. br. liczba pracujących, która z opóźnieniem dostosowuje się do wahań koniunktury, obniżyła się o 0,8% r/r w reakcji na ubiegłoroczne wyhamowanie wzrostu PKB (Wykres 4.17). W konsekwencji, stopa bezrobocia – po uwzględnieniu czynników sezonowych – wzrosła do 3,0%. Wraz z przyspieszeniem wzrostu PKB w najbliższych kwartałach, stopa bezrobocia nieznacznie obniży się, osiągając swoje minimum w I kw. 2025 r. Możliwość jej wyraźniejszego dostosowania do zwiększonego poziomu aktywności gospodarczej jest ograniczana przez wciąż niski – mimo wzrostu w ostatnich kwartałach – udział osób bezrobotnych w podaży pracy i tym samym niewielką dostępność wolnych zasobów pracy. Dodatkowo, część popytu na pracę jest zaspokajana przez rosnącą obecność migrantów na krajowym rynku pracy, która w niewielkim stopniu jest odzwierciedlona w wynikach badania BAEL (Wykres 4.15, Wykres 4.17, Wykres 4.18). W 2026 r., wraz ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego stopa bezrobocia ponownie nieznacznie wzrośnie.

Tempo wzrostu wynagrodzeń w I kw. br. przyspieszyło do 14,3% r/r pod wpływem wprowadzonych przez rząd podwyżek wynagrodzeń dla pracowników sfery budżetowej, w tym dla nauczycieli i wykładowców akademickich oraz podniesienia wysokości płacy minimalnej (Wykres 4.19). W kolejnych kwartałach br. dynamika nominalnych wynagrodzeń będzie się obniżać za czym przemawia – potwierdzony przez wyniki Szybkiego Monitoringu NBP<sup>41</sup> – spadek skłonności przedsiębiorstw do podnoszenia wynagrodzeń i skali planowanych podwyżek. Tempo wzrostu wynagrodzeń na przestrzeni bieżącego roku obniży się jednak jedynie umiarkowanie, ze względu na kolejną podwyżkę płacy minimalnej od lipca br. oraz

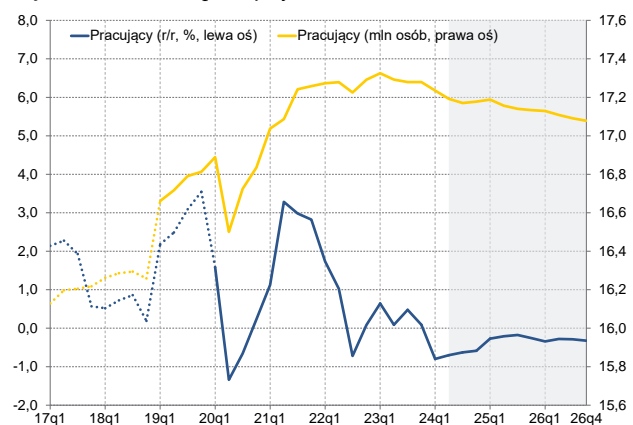
Wykres 4.16 Luka popytowa



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.

Począwszy od IV kw. 2023 r. dane BAEL są uogólniane na liczbę ludności zgodną z Narodowym Spisem Powszechnym z 2021 r. Przeliczenie wsteczne danych obejmuje natomiast okres od I kw. 2019 r. do III kw. 2023 r., przez co okres przed I kw. 2019 r. nie jest porównywalny z okresem późniejszym, co skutkuje również zaburzeniem dynamiki r/r liczby pracujących w 2019 r.

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane do 2019 r. i od 2019 r. nie są w pełni porównywalne – por. przypis pod wykresem 4.17.

<sup>41</sup> Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2024 r.

przyspieszenie dynamiki aktywności gospodarczej.

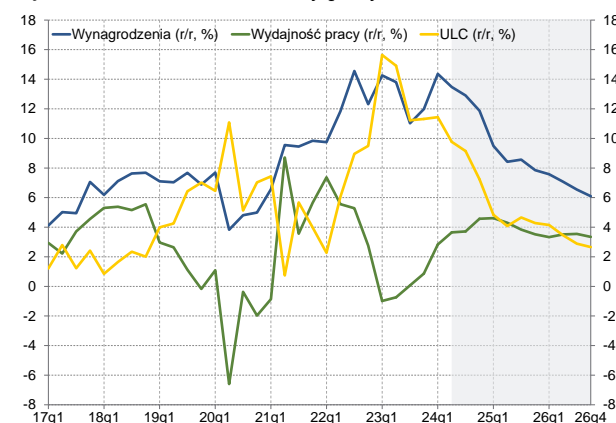
W latach 2025-2026 dynamika nominalnych wynagrodzeń obniży się już wyraźnie w ślad za znacznie niższym niż w ostatnich latach wzrostem cen. Proces dezinflacji jest bowiem z pewnym opóźnieniem uwzględniony w mechanizmie ustalania płac. Niższej dynamice wynagrodzeń będzie też sprzyjać spodziewany rosnący udział migrantów w zasobie siły roboczej, założone znacznie niższe niż w poprzednich latach podwyżki płacy minimalnej oraz – w 2026 r. – spowolnienie wzrostu PKB. W konsekwencji powyższych uwarunkowań, dynamika realnych wynagrodzeń w latach 2025-2026 zbliży się do tempa wzrostu wydajności pracy.

### Inflacja CPI

W I połowie 2024 r. inflacja CPI znacząco się obniżyła względem wysokich odczytów z 2023 r. i osiągnęła poziom zgodny ze średniookresowym celem inflacyjnym wynoszącym 2,5% +/- 1 punkt procentowy. W najbliższych kwartałach dynamika cen ponownie przejściowo wzrośnie, osiągając najwyższy poziom w I kw. 2025 r. (6,3% r/r).

Najważniejszym czynnikiem podnoszącym inflację CPI będzie wzrost cen energii związany z ograniczeniem skali regulacji cen nośników energii wprowadzonych wcześniej w ramach antyinflacyjnych działań rządu (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). W wyniku zmian regulacji od lipca br. obowiązują wyższe opłaty za energię elektryczną, gaz i ciepło systemowe dla gospodarstw domowych. Zgodnie z obowiązującym stanem prawnym, kolejny wyraźny wzrost cen nastąpi w styczniu 2025 r., kiedy mają przestać obowiązywać maksymalne ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, zostanie przywrócona opłata mocowa oraz wzrosną regulowane ceny ciepła systemowego. Inflacja cen energii obniży się od III kw. 2025 r., pod wpływem efektu bazy

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy

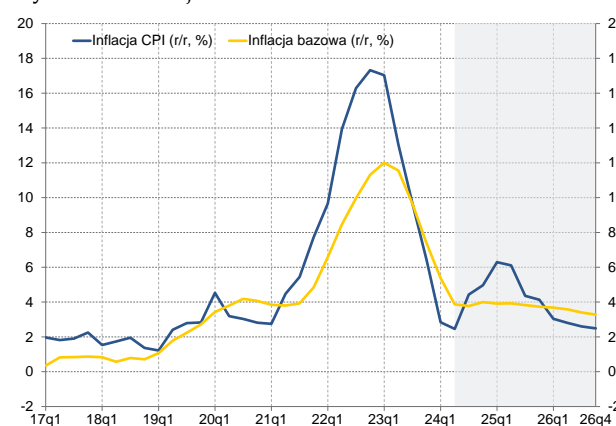


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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.

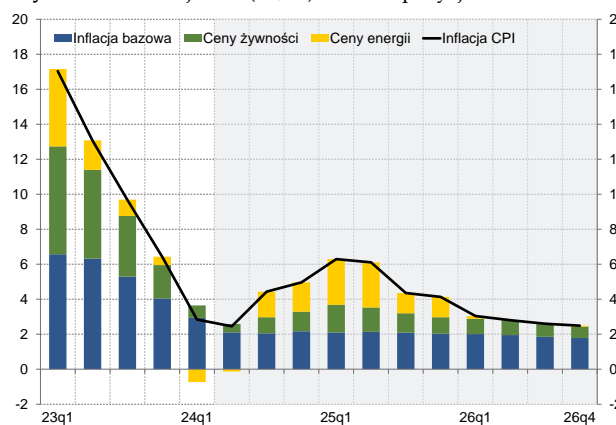
Dla danych dotyczących dynamik r/r jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wydajności pracy za okres do 2020 r. – por. przypis pod wykresem 4.17.

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

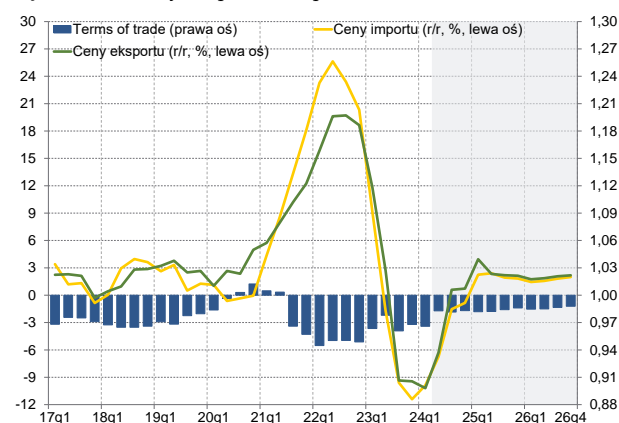
związanego z podwyżkami wprowadzonymi w analogicznym okresie br.

Do przyspieszenia dynamiki cen konsumenta w najbliższych kwartałach przyczyni się również podwyższona inflacja cen żywności będąca pod wpływem nakładających się na siebie kilku czynników. Szybko rosnące wynagrodzenia podnoszą koszty przedsiębiorstw, a dodatkowo na wzrost cen przekłada się powrót 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze. Kolejnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji cen żywności będzie oczekiwany spadek zbiorów owoców w sezonie 2024/2025 wywołany niekorzystnymi warunkami agrometeorologicznymi panującymi wiosną br. oraz wysokie ceny surowców rolnych na rynkach światowych. W III kw. br. dynamikę cen żywności w ujęciu r/r podwyższa ponadto efekt bazy związany nasilającą się od lipca 2023 r. konkurencją cenową pomiędzy największymi detalistami na rynku żywności w Polsce.

Wzrostowi inflacji cen energii i żywności w najbliższych kwartałach będzie towarzyszyć wyhamowanie procesu spadku inflacji bazowej. Przyczyni się do tego – obok szybko rosnących kosztów pracy – odbudowa popytu konsumpcyjnego, wspierana działaniami fiskalnymi zwiększającymi dochód do dyspozycji gospodarstw domowych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Dodatkowo, w II połowie br. inflację bazową podwyższa efekt bazy związany z poszerzeniem listy osób uprawnionych do korzystania z darmowych lekarstw w 2023 r.

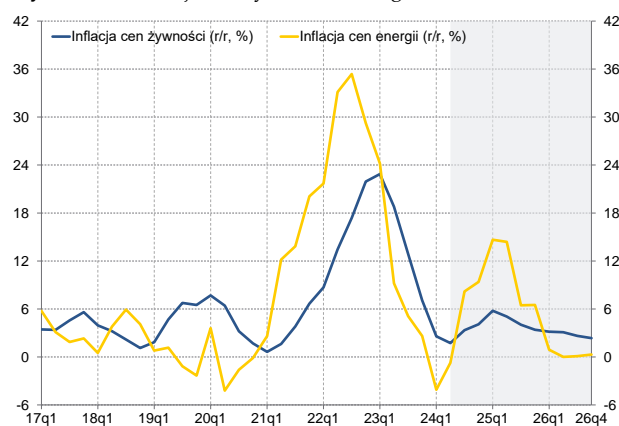
Po przejściowym silnym wzroście wskaźnika CPI, w dalszym horyzoncie projekcji proces spadku inflacji w polskiej gospodarce będzie kontynuowany. Oprócz wygaśnięcia czynników podnoszących dynamikę cen energii i żywności, wspierać go będzie spadek dynamiki kosztów pracy oraz ograniczenie presji popytowej. Odzwierciedla to kształtowanie się luki popytowej,

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.



która przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 5,75%) w 2026 r. obniży się wyraźniej poniżej zera. Do spadku dynamiki cen konsumenta będzie przyczyniać się również ograniczony wzrost cen importu, związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki (Wykres 4.22). W konsekwencji wskaźnik CPI w 2026 r. powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.20, Wykres 4.21).

#### 4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji marcowej przyczyniły się do obniżenia ścieżki prognozowanego tempa wzrostu gospodarczego oraz rewizji w górę prognozy inflacji CPI w latach 2024–2025. Jednocześnie nie zmieniły się istotnie oczekiwania dla tych zmiennych w 2026 roku (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27). Porównanie dotyczy wariantu projekcji marcowej opracowanego przy założeniu utrzymania działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii w całym jej horyzoncie, który w poprzedniej rundzie prognostycznej pełnił rolę scenariusza centralnego.

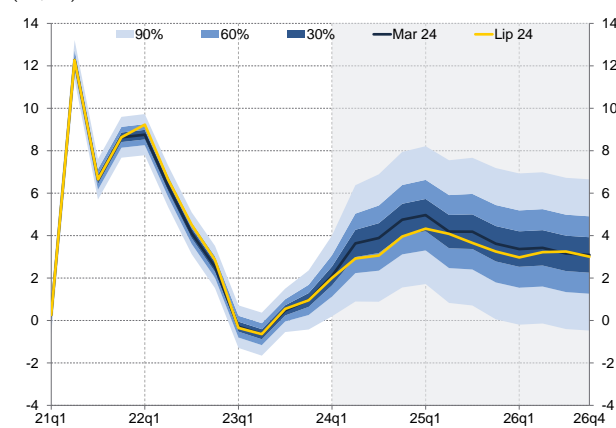
Najważniejszym czynnikiem podwyższającym ścieżkę inflacji CPI w latach 2024-2025 względem projekcji marcowej są zmiany legislacyjne, które zostały wprowadzone po zamknięciu poprzedniej projekcji, wpływające na wyższą dynamikę cen energii i żywności. *Ustawa z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego* wprowadza zasady stopniowego odchodzenia od obecnego sposobu regulacji taryf nośników energii dla gospodarstw domowych. W efekcie dynamiki cen energii elektrycznej, gazu ziemnego oraz ciepła systemowego w latach 2024-2025 kształtują się na

Tabela 4.3 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2024	2025	2026
<b>PKB (r/r, %)</b>			
VII 2024	3,0	3,8	3,1
III 2024	3,5	4,2	3,3
<b>Inflacja CPI (r/r, %)</b>			
VII 2024	3,7	5,2	2,7
III 2024	3,0	3,4	2,9

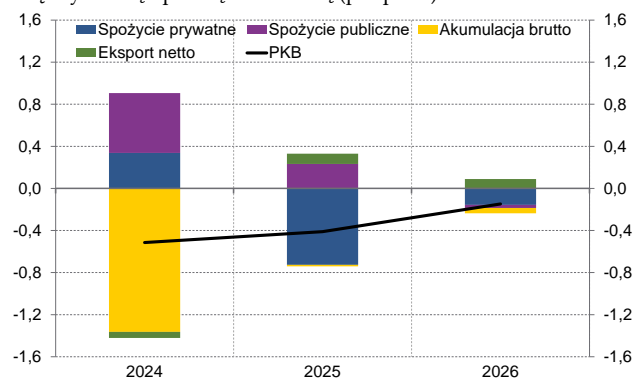
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

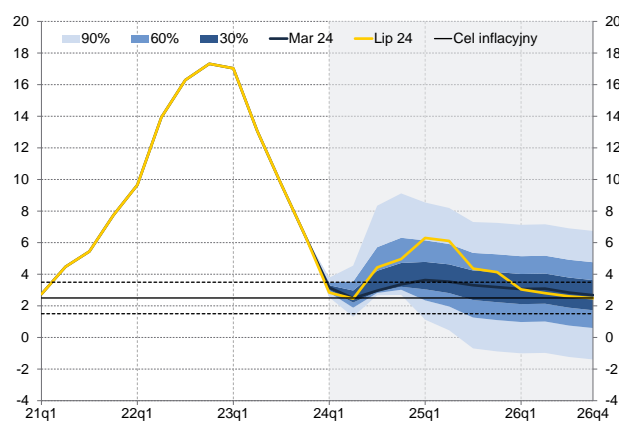
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

wyższym poziomie niż w poprzedniej rundzie progностycznej. Jednocześnie ceny żywności podnosi przywrócona od 1 kwietnia br. stawka VAT 5% na podstawowe produkty żywnościowe (szersze omówienie tych zmian prawnych zawiera pkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

Do rewizji w górę cen energii oraz żywności przyczyniły się również wyższe niż w poprzedniej rundzie prognozy cen surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych. Ceny żywności w najbliższych kwartałach podwyższają dodatkowo niekorzystne warunki agrometeorologiczne panujące wiosną br. wpływające na krajowe ceny owoców.

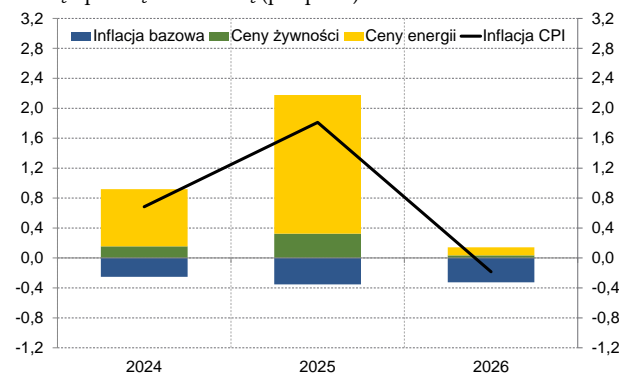
Skalę rewizji w górę dynamiki cen konsumenta w scenariuszu centralnym ogranicza natomiast osłabienie presji popytowej odzwierciedlone w obniżeniu luki popytowej względem projekcji marcowej. Jest to wynikiem uwzględnienia gorszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej w I poł. br. wskazujących na istotne przełożenie się na koniunkturę w Polsce spowolnienia za granicą, w tym w gospodarce niemieckiej. Negatywnie na wzrost krajowego PKB w horyzoncie projekcji wpływa również przyjęcie założenia o istotnym ograniczeniu działań osłonowych w zakresie cen energii i żywności. Jednocześnie jednak zmniejszenie zakresu tych działań, wobec wyższej ścieżki cen energii, może przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i dynamiki nominalnych wynagrodzeń osłabiając przełożenie na ceny niższej presji popytowej. Na obniżenie dynamiki PKB względem projekcji marcowej wpływa również rewizja w górę ścieżki cen surowców energetycznych wpływająca na koszty funkcjonowania przedsiębiorstw i obniżająca dodatkowo dochody gospodarstw domowych w ujęciu realnym.

**Wykres 4.26** Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

## 4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce są uzależnione od kształtu polityki fiskalnej w Polsce. Wśród czynników krajowych istotna niepewność związana jest również z wpływem wzrostu cen energii na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i dynamikę płac w przyszłości, skalą przełożenia obecnego wzrostu wynagrodzeń na konsumpcję prywatną i presję popytową oraz uporczywością kształtowania się inflacji cen usług. Oprócz uwarunkowań wewnętrznych, ważnym źródłem ryzyka projekcji jest dalszy przebieg trwających konfliktów zbrojnych na świecie oraz kształt przyszłych relacji handlowych między Stanami Zjednoczonymi i Unią Europejską a Chinami. Kolejnym zewnętrznym źródłem niepewności w bieżącej rundzie prognostycznej jest polityka pieniężna i fiskalna w głównych gospodarkach rozwiniętych. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego bilans ryzyk dla dynamiki PKB i inflacji CPI (Tabela 4.4).

### Ryzyka krajowe

Ważnym czynnikiem ryzyka projekcji jest przyszły kształt polityki fiskalnej. Niepewność ta wiąże się po pierwsze z możliwym wejściem w życie procedowanych i zapowiadanych aktów prawnych, które w znaczącej większości zwiększają ekspansywność polityki fiskalnej. Obejmują one: podwyższenie wysokości renty socjalnej, wprowadzenie renty wdowiej i bonu senioralnego, podniesienie wysokości zasiłku pogrzebowego oraz nowy program mieszkaniowy „Kredyt na Start”. Możliwe zmiany obejmują również zwiększenie kwoty wolnej od podatku od osób fizycznych oraz

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%)
<b>24q3</b>	0,02	0,09	0,26	0,50	0,24
<b>24q4</b>	0,03	0,09	0,22	0,50	0,19
<b>25q1</b>	0,01	0,04	0,10	0,50	0,09
<b>25q2</b>	0,02	0,06	0,13	0,50	0,11
<b>25q3</b>	0,11	0,21	0,36	0,50	0,25
<b>25q4</b>	0,13	0,24	0,39	0,50	0,26
<b>26q1</b>	0,26	0,41	0,57	0,50	0,32
<b>26q2</b>	0,29	0,45	0,61	0,50	0,32
<b>26q3</b>	0,33	0,48	0,64	0,50	0,32
<b>26q4</b>	0,34	0,50	0,66	0,50	0,32

Źródło: obliczenia NBP.

obniżenie podatku od zysków z oszczędności. Realizacja nowych działań fiskalnych oddziaływałaby w kierunku silniejszego wzrostu popytu w Polsce. W takim scenariuszu można by spodziewać się w horyzoncie projekcji bardziej uporczywego charakteru inflacji bazowej. Z drugiej strony, prawdopodobne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu w bieżącym roku, mogłoby skłonić rząd do prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej w dalszym horyzoncie projekcji. Przy tych uwarunkowaniach można by oczekiwać niższej ścieżki PKB względem scenariusza centralnego, co sprzyjałoby szybszemu spadkowi inflacji bazowej w Polsce.

Poza działaniami fiskalnymi, ścieżka wzrostu PKB oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji pozostaje wrażliwa na przyszłe uwarunkowania o charakterze regulacyjnym na rynku energii elektrycznej i gazu ziemnego w Polsce. Niepewność jest związana nie tylko z samym poziomem cen energii w przyszłości, ale również ich wpływem na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz – w dalszej kolejności – dynamikę wynagrodzeń. Istotnym wewnętrznym źródłem niepewności jest również skala przełożenia podwyższonego obecnie wzrostu płac na konsumpcję prywatną i poziom presji popytowej. Wobec uporczywości inflacji cen usług, istotnym czynnikiem ryzyka dla przyszłej ścieżki inflacji bazowej jest również tempo wygasania dotychczasowych szoków podażyowych na poziom tych cen.

### **Konflikty zbrojne na świecie**

Istotne czynniki ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są związane z trwającymi konfliktami zbrojnymi, w tym w szczególności z agresją Rosji przeciw Ukrainie. Polska, ze względu na bliskie położenie geograficzne względem stron tego konfliktu, pozostaje wrażliwa na jego dalszy przebieg. Niepewność w największym stopniu dotyczy skali i kierunku przepływu kapitału zagranicznego w krajowej gospodarce oraz kształtowania się kursu złotego. Istotna zmiana dynamiki rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie oraz w reakcji na nią zaostrzenie lub złagodzenie zakresu sankcji ekonomicznych nakładanych przez kraje Zachodu na Rosję może również przełożyć się na inny niż przyjęty w projekcji poziom cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Czynnikiem niepewności dla przyszłej ścieżki cen surowców energetycznych i rolnych stanowi także dalszy przebieg konfliktów zbrojnych w innych regionach świata, w tym na Bliskim Wschodzie.

### **Kształtowanie się polityki pieniężnej i fiskalnej w głównych gospodarkach rozwiniętych**

Istotnym czynnikiem ryzyka dla przyszłej ścieżki aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w Polsce jest kształt polityki ekonomicznej w głównych gospodarkach rozwiniętych. W szczególności, bardziej restrykcyjna polityka pieniężna Fed i EBC w odpowiedzi na wolniejsze niż założono w scenariuszu centralnym tempo dezinflacji oddziaływałaby negatywnie na dynamikę PKB w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, a pośrednio i w Polsce. Łagodniejsza polityka pieniężna Fed i EBC w reakcji na szybsze tempo spadku inflacji bazowej sprzyjałaby natomiast wyższej niż w scenariuszu centralnym dynamice PKB w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Realizacja takiego scenariusza oddziaływałaby wówczas w kierunku wyższego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w horyzoncie projekcji.

Skala i zakres działań fiskalnych w krajach strefy euro i Stanach Zjednoczonych stanowi kolejny czynnik ryzyka wpływający istotnie na przyszłą ścieżkę PKB i proces dezinflacji w obu gospodarkach. W szczególności dotyczy to przyszłej wielkości wydatków publicznych związanych z transformacją i modernizacją infrastruktury energetycznej. W Unii Europejskiej czynnikiem ryzyka jest również kształtowanie się przyszłej ścieżki nakładów na rozbudowę armii w świetle przywrócenia stosowania reguł fiskalnych. Dodatkowa niepewność dla perspektyw aktywności w tej gospodarce jest związana z możliwą zmianą polityk UE po wyborach do Parlamentu Europejskiego z czerwca br.

### **Polityka handlowa największych gospodarek**

Napięcia w stosunkach handlowych między największymi gospodarkami stanowią kolejny czynnik ryzyka dla kształtowania się koniunktury na świecie i w Polsce. W szczególności dotyczy to kształtu przyszłych relacji między Stanami

Zjednoczonymi i Unią Europejską a Chinami. W przypadku nasilenia działań protekcyjnych w postaci zwiększania lub nakładania nowych ceł na towary z Chin przez Stany Zjednoczone oraz Unię Europejską, przy jednoczesnych działaniach odwetowych ze strony Chin, tempo wzrostu handlu światowego najprawdopodobniej uległoby ograniczeniu. Jednocześnie rosnąca niepewność odnośnie do warunków prowadzenia w przyszłości działalności gospodarczej w Chinach, mogłaby skutkować przesunięciem przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych w najbardziej wrażliwych sektorach w kierunku innych regionów świata, w tym Polski.

Tabela 4.5 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	17,0	13,1	9,7	6,4	2,8	2,5	4,4	5,0	6,3	6,1	4,4	4,1	3,0	2,8	2,6	2,5	11,4	3,7	5,2	2,7
<b>Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)</b>	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,9	3,8	4,0	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6	3,4	3,3	10,1	4,2	3,8	3,5
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	22,9	18,8	12,9	7,1	2,6	1,7	3,3	4,1	5,8	5,1	4,0	3,4	3,2	3,1	2,6	2,4	15,1	2,9	4,6	2,8
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	24,2	9,2	5,1	2,6	-4,1	-0,7	8,2	9,4	14,7	14,4	6,5	6,5	0,9	0,0	0,1	0,3	9,8	3,1	10,3	0,3
<b>PKB (% r/r)</b>	-0,4	-0,6	0,5	1,0	2,0	2,9	3,1	4,0	4,3	4,1	3,7	3,3	3,0	3,2	3,2	3,0	0,2	3,0	3,8	3,1
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	1,7	3,3	7,2	7,8	7,9	6,7	5,2	3,6	3,0	3,2	3,3	2,7	-3,2	5,1	5,8	3,1
<b>  Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)</b>	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,6	4,4	4,4	4,1	3,4	3,2	2,9	2,7	3,1	3,0	3,1	-1,0	4,4	3,4	3,0
<b>  Spożycie publiczne (% r/r)</b>	-1,1	1,1	2,5	7,5	10,9	10,4	9,3	9,7	5,3	4,9	3,8	3,5	2,8	3,8	4,1	4,4	2,8	9,4	4,3	3,8
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)</b>	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	-0,2	1,7	1,8	10,9	14,0	11,7	7,7	5,2	5,7	5,8	1,5	13,1	1,7	11,0	4,5
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)</b>	4,4	1,9	4,5	2,4	0,4	-0,1	-3,5	-3,2	-3,0	-2,2	-1,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	3,3	-1,7	-1,6	0,2
<b>  Eksport (% r/r)</b>	6,0	-0,6	4,5	3,6	0,5	2,0	-1,0	1,1	2,9	4,6	5,0	5,6	5,5	5,5	5,3	5,1	3,4	0,8	4,5	5,3
<b>  Import (% r/r)</b>	-1,0	-3,5	-2,9	-0,5	-0,1	2,5	5,7	7,6	9,3	9,5	7,9	6,4	5,8	5,7	5,6	4,7	-2,0	4,2	8,3	5,4
<b>Wynagrodzenia (% r/r)</b>	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	13,5	12,9	11,9	9,5	8,4	8,6	7,9	7,6	7,1	6,5	6,1	12,8	12,9	8,6	6,8
<b>Pracujący (% r/r)</b>	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	-0,6	-0,2	-0,3
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	2,8	2,8	2,8	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	2,8	3,1	3,1	3,3
<b>NAWRU (%)</b>	3,8	3,7	3,6	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,6	3,4	3,3	3,3
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	58,7	58,6	58,6	58,7	58,5	58,5	58,4	58,4	58,4	58,3	58,3	58,3	58,3	58,2	58,2	58,2	58,6	58,5	58,3	58,2
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	-1,0	-0,7	0,1	0,9	2,8	3,6	3,7	4,6	4,6	4,3	3,8	3,5	3,3	3,5	3,5	3,3	-0,2	3,6	4,1	3,4
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	15,6	14,9	11,2	11,3	11,4	9,8	9,1	7,2	4,8	4,1	4,7	4,3	4,2	3,5	2,9	2,7	13,2	9,3	4,5	3,3
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,6	3,3	3,1	3,1	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,3
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	0,0	-1,0	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,3	-0,5
<b>Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)</b>	1,36	1,34	1,32	1,30	1,28	1,42	1,44	1,38	1,38	1,41	1,38	1,33	1,31	1,33	1,33	1,28	1,33	1,38	1,37	1,31
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)</b>	2,15	1,71	1,65	1,73	1,44	1,64	1,64	1,62	1,72	1,71	1,66	1,61	1,68	1,60	1,54	1,50	1,81	1,58	1,67	1,58
<b>Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)</b>	6,3	5,7	5,1	3,7	2,5	2,6	2,5	2,2	2,4	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	5,2	2,4	2,2	2,0
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	1,0	0,7	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,6	0,9	1,4	1,3
<b>Saldo rachunku bieżącego (% PKB)</b>	-0,8	-0,1	0,9	1,6	1,2	1,6	1,0	0,4	0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	1,6	0,4	-0,7	-0,5
<b>WIBOR 3M (%)</b>	6,93	6,90	6,50	5,76	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	6,52	5,86	5,86	5,86

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

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2024 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, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

## 5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2024 r.<sup>42</sup>

■ Data: 7 lutego 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 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 marca 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 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

---

<sup>42</sup> Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad uchwałami nr 2/2024, 3/2024 i 4/2024 z dnia 8 maja 2024 r., które zostaną opublikowane w Monitorze Sądowym i Gospodarczym w ustawowym terminie, czyli do dnia 7 sierpnia 2024 r. Wyniki tych głosowań zostaną zamieszczone w kolejnym *Raporcie o inflacji – listopad 2024 r.*

■ Data: 6 marca 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** P. Litwiniuk  
J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 3 kwietnia 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2024 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2023 r.

**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: 4 kwietnia 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 pkt proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 9 maja 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 2,00 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