



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2023 r.

Raport o inflacji



Lipiec 2023 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2023 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 30 czerwca 2023 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2023 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	24
2.4 Rynek pracy	25
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	27
2.6 Pieniądz i kredyt	28
2.7 Bilans płatniczy	30
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2023 r.	33
4. Projekcja inflacji i PKB	47
4.1 Synteza	48
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	50
4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025	53
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	62
4.5 Źródła niepewności projekcji	65
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2023 r.	69

Synteza

W I kw. 2023 r. roczna dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostawała niska. Dotyczyło to przede wszystkim gospodarek rozwiniętych, w tym strefy euro. Negatywnie na globalną koniunkturę wpływały skutki wcześniejszego silnego wzrostu cen surowców, zacieśnienie warunków finansowania w większości gospodarek oraz wysoka niepewność. W tych warunkach dynamika wolumenu handlu światowego pozostała niska. Natomiast w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływało złagodzenie napięć w globalnych sieciach podaży, a także bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w gospodarce światowej obniżyła się, choć nadal jest wysoka. W kierunku wysokiej dynamiki cen oddziałują wtórne efekty wcześniejszych szoków podażowych, w tym na rynku energii, odbudowa aktywności w sektorze usług, jak również rosnące koszty pracy oraz wysokie zyski jednostkowe przedsiębiorstw. W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów pozostaje wysoka, niemniej w części gospodarek stopniowo się obniża. Jednocześnie w ostatnich miesiącach ceny energii i dynamika cen żywności zaczęły spadać, a napięcia w globalnych łańcuchach dostaw ustąpiły. W konsekwencji następuje ograniczenie presji kosztowej, co w wielu gospodarkach znajduje odzwierciedlenie w coraz niższej dynamice cen produkcji, przy czym w niektórych krajach jest ona ujemna.

Ceny surowców na rynkach światowych obniżyły się w ostatnim okresie, do czego przyczyniło się ograniczenie popytu związane z pogorszeniem globalnej koniunktury oraz poprawiająca się sytuacja podażowa na wybranych rynkach, a w przypadku surowców energetycznych także łagodna zima. Jednocześnie ceny wielu surowców były wciąż relatywnie wysokie, co wynikało z nadal ograniczonej podaży, związanej przede wszystkim z konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie.

W ostatnim czasie wiele banków centralnych podniosło stopy procentowe – choć większość z nich w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach – lub utrzymywało je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach. Na światowych rynkach finansowych rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek nadal kształtowały się na poziomie wyraźnie wyższym niż średnio w poprzednich latach. Z kolei ceny akcji – po przejściowych wahaniami w marcu br. związanych z zaburzeniami w sektorze bankowym w niektórych krajach – pod koniec czerwca br. były wyższe niż na początku roku, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych. Jednocześnie dolar amerykański w dalszym ciągu stopniowo osłabiał się względem wielu walut.

W Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach obniżyła się (z 18,4% w lutym do 11,5% w czerwcu 2023 r. według szybkiego szacunku GUS). Największy wpływ na obniżenie się inflacji w tym okresie miał spadek rocznej dynamiki cen energii. Niższa inflacja wynikała także – choć w mniejszym stopniu – z malejącej rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz spadku inflacji bazowej. Spadek inflacji

CPI wynika zarówno z ujemnych efektów bazy (związanych z silnym wzrostem cen w następstwie wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciwko Ukrainie), jak i ze spadku cen surowców na rynkach światowych oraz ustąpienia napięć w globalnych łańcuchach dostaw. Występujące w 2022 r. zaburzenia w tych obszarach istotnie zwiększały koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co – pomimo słabnącej dynamiki popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych. W części branż skala tych podwyżek była większa niż skala wzrostu kosztów, co znajdowało odzwierciedlenie w istotnie wyższej niż w poprzednich latach rentowności sprzedaży w sektorze przedsiębiorstw. W pierwszych miesiącach 2023 r. nastąpił wyraźny spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W warunkach niskiego wzrostu gospodarczego na świecie, w ostatnim okresie również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. W I kw. 2023 r. dynamika PKB wyniosła -0,3% r/r (wobec 2,3% r/r w IV kw. 2022 r.), przy dalszym ograniczeniu popytu konsumpcyjnego i ujemnym wkładzie zmiany zapasów. Jednocześnie nadal rosły inwestycje, a wkład eksportu netto do dynamiki PKB istotnie się zwiększył. Czynnikiem wspierającym aktywność inwestycyjną sektora przedsiębiorstw była relatywnie dobra sytuacja finansowa firm, pomimo jej pewnego pogorszenia w ostatnim czasie. Dostępne dane miesięczne wskazują na utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. br.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2022 r. wyniósł 115,1 mld zł (3,7% PKB) wobec 48,2 mld zł (1,8% PKB) w 2021 r. Pogorszenie wyniku było przede wszystkim rezultatem działań osłonowych związanych ze wzrostem cen energii, w szczególności wypłat dodatków dla gospodarstw domowych. Z kolei dług publiczny tego sektora w 2022 r. wyraźnie się obniżył w relacji do PKB i ukształtował się na poziomie 49,1% PKB wobec 53,6% PKB w 2021 r.

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy niska stopa bezrobocia, wysoki poziom zatrudnienia oraz dalszy wzrost przeciętnych wynagrodzeń nominalnych. Jednocześnie osłabienie aktywności gospodarczej oddziałuje w kierunku spadku liczby wakatów oraz ograniczenia dynamiki zatrudnienia i płac, przy czym wynagrodzenia w ujęciu realnym pozostawały w ostatnim czasie niższe niż przed rokiem.

W warunkach relatywnie stabilnych rentowności obligacji w głównych gospodarkach oraz obserwowanego i prognozowanego spadku inflacji, a także utrzymujących się oczekiwań rynkowych na możliwy spadek stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów, w ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji skarbowych kształtowały się w pobliżu poziomu z początku bieżącego roku. Jednocześnie nastąpiło wyraźne umocnienie kursu złotego do głównych walut.

W związku z dokonany wcześniej silnym zacieśnieniem polityki pieniężnej w Polsce, w I kw. 2023 r. roczna dynamika agregatu M3 była nadal istotnie niższa od wieloletniej średniej, przy zmniejszającym się stanie depozytów bieżących i wzroście depozytów terminowych. Jednocześnie ponownie obniżyła się roczna dynamika kredytu dla przedsiębiorstw oraz po raz kolejny pogłębił się spadek kredytu dla gospodarstw domowych.

W I kw. 2023 r. saldo rachunku bieżącego istotnie się poprawiło. Wynikało to przede wszystkim z poprawy salda obrotów towarowych, przy utrzymaniu się nadwyżki w handlu usługami. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji ekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec - czerwiec 2023 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu 2023 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty - maj 2023 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,1 – 12,7% w 2023 r. (wobec 10,2 – 13,5% w projekcji z marca 2023 r.), 3,7 – 6,8% w 2024 r. (wobec 3,9 – 7,5%) oraz 2,1 – 5,1% w 2025 r. (wobec 2,0 – 5,0%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,2 – 1,3% w 2023 r. (wobec -0,1 – 1,8% w projekcji z marca 2023 r.), 1,4 – 3,3% w 2024 r. (wobec 1,1 – 3,1%) oraz 2,1 – 4,4% w 2025 r. (wobec 2,0 – 4,3%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

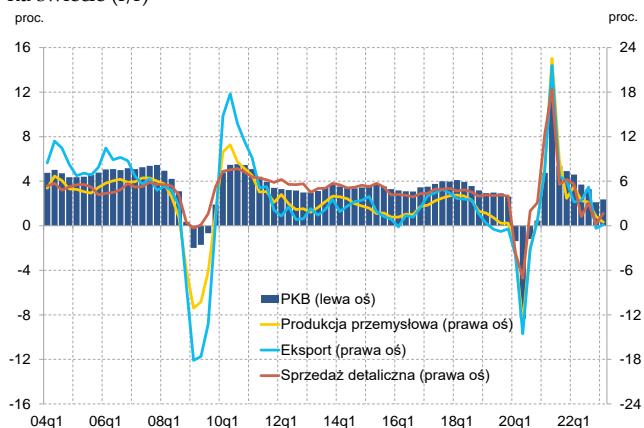
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W I kw. 2023 r. roczna dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostawała niska (Wykres 1.1). Dotyczyło to przede wszystkim gospodarek rozwiniętych, w tym strefy euro. Negatywnie na globalną koniunkturę wpływały skutki wcześniejszego silnego wzrostu cen surowców, zacieśnienie warunków finansowania w większości gospodarek oraz wysoka niepewność. W tych warunkach dynamika wolumenu handlu światowego pozostała niska. Natomiast w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływało złagodzenie napięć w globalnych sieciach podaży (Wykres 1.2), a także bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

Wskaźniki koniunktury na świecie sygnalizowały jej ograniczoną poprawę w II kw. 2023 r. w związku z przyspieszeniem dynamiki aktywności w sektorze usług. Równocześnie w przetwórstwie przemysłowym koniunktura pozostawała słaba przy niskim napływie zamówień.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2023 r. obniżyła się do 1,0% r/r (wobec 1,8% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 1.3)¹, co wynikało przede wszystkim z wolniejszego wzrostu konsumpcji prywatnej – w warunkach wysokiej inflacji i słabych nastrojów konsumentów – a także ze spadku konsumpcji publicznej. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał dodatni, choć był nieznacznie mniejszy niż kwartał wcześniej. Jednocześnie w I kw. 2023 r. wzrosła dynamika

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



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

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

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



Źródło: dane Federal Reserve Bank of New York.

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

¹ W ujęciu kw/kw PKB w strefie euro w I kw. 2023 r. i w IV kw. 2022 r. spadł o 0,1% (dane odsezonowane).

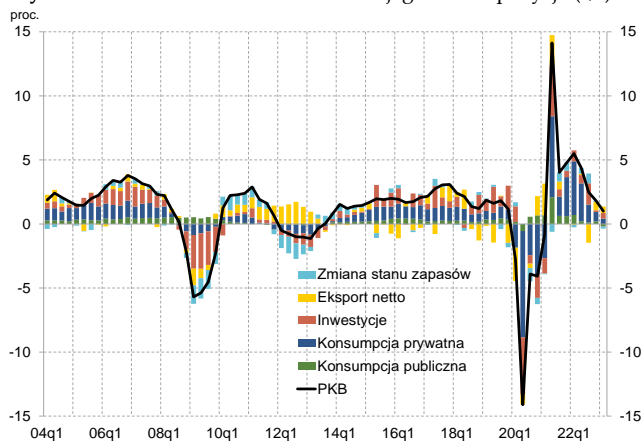
nakładów inwestycyjnych, co wiązało się m.in. ze złagodzeniem napięć w globalnych sieciach podaży oraz ze wzrostem inwestycji budowlanych w związku z korzystnymi warunkami pogodowymi. Sytuacja na rynku pracy była nadal dobra, a stopa bezrobocia w maju 2023 r. kształtowała się na najniższym poziomie w historii strefy euro (6,5%).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. 2023 r. wzrosła do 1,8% r/r (wobec 0,9% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 1.4)², choć pozostała nieco niższa od wieloletniej średniej. Wyższa dynamika PKB w I kw. br. była związana zarówno z szybszym wzrostem konsumpcji, jak i wyższym wkładem eksportu netto. Jednocześnie spadek inwestycji prywatnych pogłębiał się za sprawą nadal obniżających się nakładów w sektorze nieruchomości mieszkaniowych, co – podobnie jak zmiana zapasów – ograniczało dynamikę PKB w I kw. br. Sytuacja na rynku pracy na początku II kw. 2023 r. była nadal korzystna, choć w maju br. stopa bezrobocia wzrosła do 3,7% (z najniższego od kilku dekad poziomu 3,4% w kwietniu br.).

W Chinach dynamika PKB w I kw. 2023 r. wzrosła do 4,5% r/r (wobec 2,9% r/r w IV kw. 2022 r.), do czego przyczyniła się głównie odbudowa konsumpcji prywatnej po odejściu od restrykcyjnej polityki epidemicznej „zero COVID”. Jednocześnie wzrost PKB był ograniczany przez utrzymującą się dekonjunkturę na rynku nieruchomości oraz spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej.

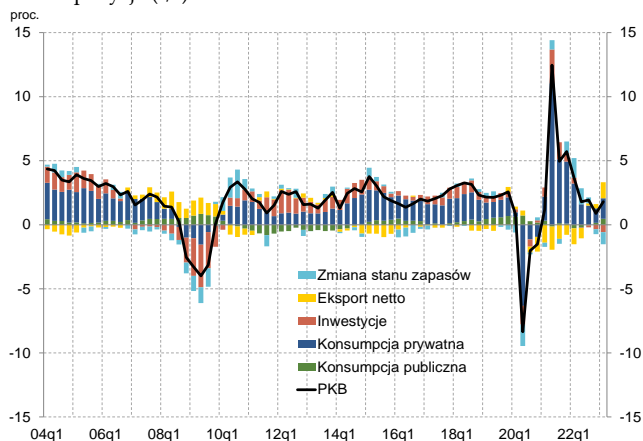
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro³ wzrost PKB ponownie spowolnił (do 0,6% r/r w I kw. 2023 r. z 1,9% r/r w IV kw. 2022 r.). W warunkach wysokiej inflacji, podwyższonej niepewności i wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej, ograniczająco na wzrost PKB w I kw. br. oddziaływało pogłębienie

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

² W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych wzrósł o 2,0% kw/kw saar wobec 2,6% kw/kw saar w IV kw. ub.r.

³ Zagregowana dynamika PKB Czech, Węgier i Rumunii w ujęciu rocznym.

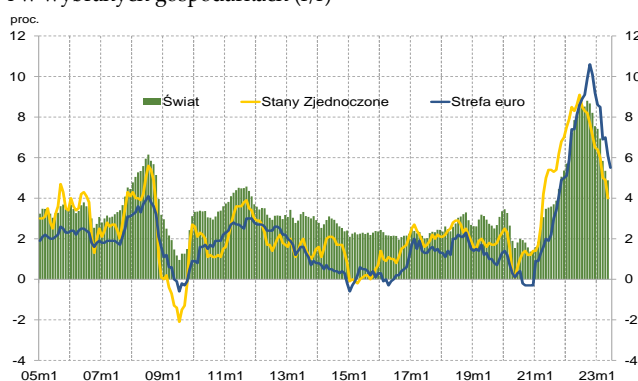
się spadku akumulacji brutto oraz spowolnienie wzrostu konsumpcji prywatnej. Dynamikę PKB wspierał natomiast eksport netto.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* inflacja w gospodarce światowej obniżyła się, choć nadal jest wysoka (Wykres 1.5). W kierunku wysokiej dynamiki cen oddziałują wtórne efekty wcześniejszych szoków podaźowych, w tym na rynku energii, odbudowa aktywności w sektorze usług, jak również rosnące koszty pracy oraz wysokie zyski jednostkowe przedsiębiorstw (Wykres 1.6). W tych warunkach inflacja bazowa w większości krajów pozostaje wysoka (Wykres 1.7)⁴, niemniej w części gospodarek stopniowo się obniża. Jednocześnie w ostatnich miesiącach ceny energii i dynamika cen żywności zaczęły spadać, a napięcia w globalnych łańcuchach dostaw ustąpiły. W konsekwencji następuje ograniczenie presji kosztowej, co w wielu krajach znajduje odzwierciedlenie w coraz niższej dynamice cen produkcji, przy czym w niektórych krajach jest ona ujemna (Wykres 1.8).

W strefie euro w maju 2023 r. inflacja HICP obniżyła się do 6,1% r/r (wobec 8,6% r/r w styczniu 2023 r. oraz wobec wieloletniego szczytu 10,6% r/r w październiku 2022 r.)⁵, osiągając najniższy poziom od lutego 2022 r. Spadek inflacji od jesieni 2022 r. wynikał z niższych cen energii zarówno wskutek spadków cen surowców energetycznych i działań osłonowych rządów, jak i efektu bazy wysokich cen energii w ub.r. Jednocześnie inflacja bazowa pozostawała w maju br. na podwyższonym poziomie (5,3% r/r)⁶, znacznie przewyższającym wieloletnią średnią (1,5% r/r)⁷.

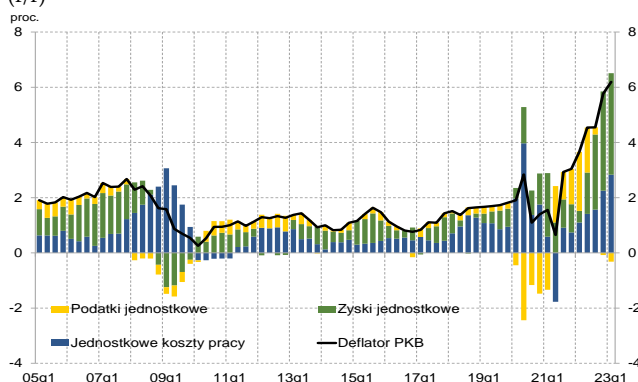
Wykres 1.5 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (t/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

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

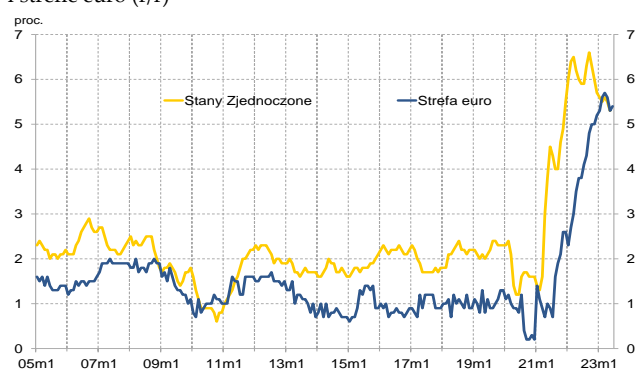
Wykres 1.6 Dynamika deflatora PKB i jej struktura w strefie euro (t/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Deflator PKB to miara poziomu cen finalnych towarów i usług wytworzonych w danej gospodarce w danym okresie. Jednostkowe koszty pracy – koszty związane z zatrudnieniem podzielone przez realny PKB; Zyski jednostkowe – nadwyżka operacyjna brutto i dochód mieszany podzielone przez realny PKB; Podatki jednostkowe – podatki od produkcji i importu pomniejszone o subsydia i podzielone przez realny PKB.

Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (t/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.

⁴ Jako inflację bazową opisano krajowy wskaźnik CPI (dla strefy euro wskaźnik HICP) z wyłączeniem cen żywności i energii (dla strefy euro również z wyłączeniem cen wyrobów alkoholowych i tytoniowych).

⁵ Z kolei w czerwcu 2023 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja HICP w strefie euro wyniosła 5,5% r/r.

⁶ Z kolei w czerwcu 2023 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja bazowa w strefie euro wyniosła 5,4% r/r.

⁷ Średnia w okresie styczeń 2002 r. - grudzień 2022 r.

Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych obniżyła się w maju 2023 r. do 4,0% r/r (wobec 6,4% r/r w styczniu 2023 r. oraz wobec wieloletniego szczytu 9,1% r/r w czerwcu 2022 r.). Do spadku inflacji przyczyniły się przede wszystkim niższe dynamiki cen żywności i cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa CPI obniżała się znacznie wolniej niż inflacja ogółem (do 5,3% r/r w maju 2023 r. wobec 5,6% r/r w styczniu 2023 r.), przy wyraźnie wyższej dynamice cen usług niż towarów.

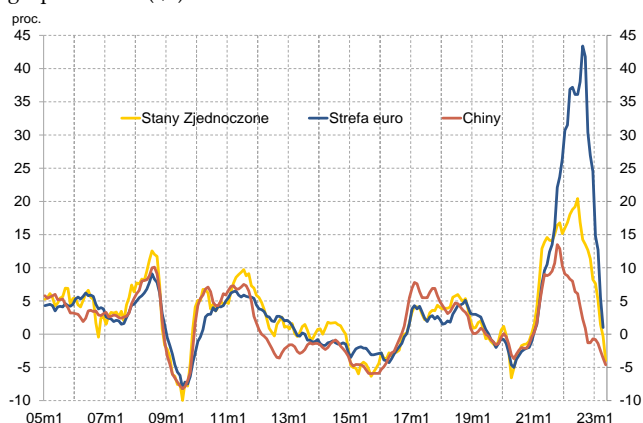
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja od początku br. obniżała się, lecz pozostała wysoka (Wykres 1.9). W kierunku spadku inflacji konsumenckiej oddziaływały wyraźnie niższa dynamika cen energii oraz stopniowy spadek dynamiki cen żywności. Inflacja bazowa również zaczęła się obniżać, lecz nadal była wysoka. W maju 2023 r. inflacja CPI w Czechach obniżyła się do 11,1% r/r (wobec 17,5% r/r w styczniu 2023 r.), na Węgrzech do 21,5% r/r (wobec 25,7% r/r w styczniu 2023 r.), a w Rumunii spadła do 10,6% r/r (wobec 15,1% r/r w styczniu 2023 r.).

1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców na rynkach światowych obniżyły się w ostatnim okresie, do czego przyczyniło się ograniczenie popytu związane z pogorszeniem globalnej koniunktury oraz poprawiająca się sytuacja podaży na wybranych rynkach, a w przypadku surowców energetycznych także łagodna zima. Jednocześnie ceny wielu surowców były wciąż relatywnie wysokie, co wynikało z nadal ograniczonej podaży, związanej przede wszystkim z konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie.

Średnia cena ropy naftowej Brent w czerwcu br.⁸ była o 36% niższa niż przed rokiem (Wykres 1.10). Ceny ropy znajdują się jednak wciąż na poziomie wyższym niż przeciętnie przed pandemią

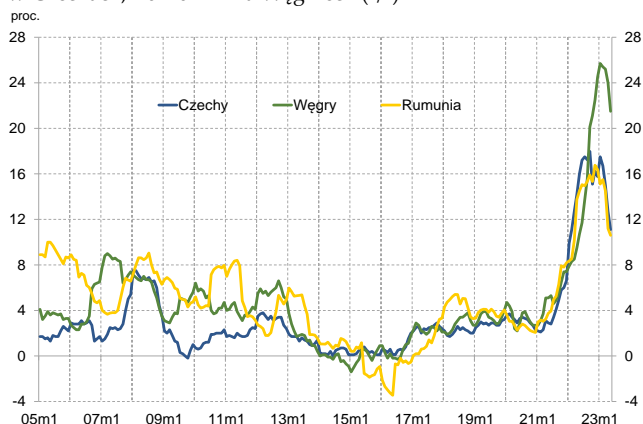
Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen producenta w wybranych gospodarkach (r/r)



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

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

Wykres 1.9 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: krajowe urzędy statystyczne.

Wykres 1.10 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

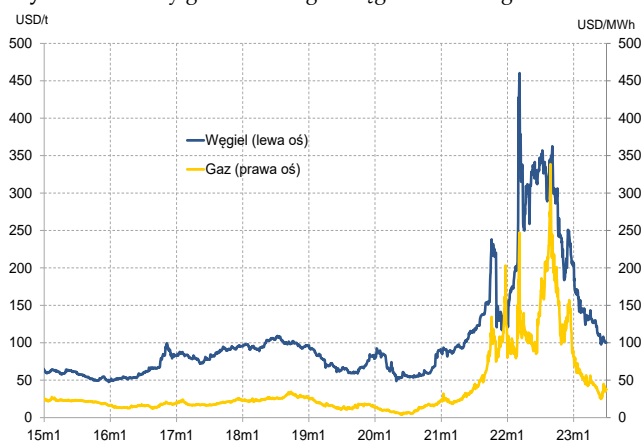
⁸ Średnie ceny surowców energetycznych policzono na podstawie danych do 29 czerwca 2023 r.

COVID-19 (o około 30% względem średniej z lat 2015-2019). Do spadku cen w ostatnich miesiącach przyczyniło się osłabienie koniunktury w gospodarce światowej skutkujące niższą dynamiką popytu na paliwa⁹. Silniejszym spadkom cen surowca przeciwdziałały natomiast sankcje nakładane na Rosję¹⁰ i związane z nimi obawy o dostępność ropy na rynku międzynarodowym, a także polityka ograniczania podaży prowadzona przez kraje OPEC+¹¹.

W ostatnich miesiącach wyraźnie obniżyły się także ceny gazu ziemnego i węgla (Wykres 1.11). Oprócz osłabienia aktywności gospodarczej na świecie, sprzyjała temu wyższa niż przeciętnie temperatura zimą 2022/23 oraz wysokie zapasy gazu ziemnego w UE. W czerwcu 2023 r. gaz i węgiel na rynku europejskim były o około 69% tańsze niż rok wcześniej. Jednocześnie ceny obu tych surowców były wciąż znacząco wyższe niż przed pandemią COVID-19 (odpowiednio o około 76% i 36% względem średniej z lat 2015-2019).

Indeks cen surowców rolnych NBP w okresie od lutego do czerwca br.¹² nieznacznie się obniżył (Wykres 1.12). Jednocześnie indeks ten w czerwcu był o około 6% niższy niż rok wcześniej, głównie wskutek spadku cen pszenicy i rzepaku w wyniku poprawy oczekiwań dotyczących ich podaży oraz zawarcia porozumień umożliwiających eksport z Ukrainy przez Morze Czarne. Niższe niż przed rokiem były również ceny produktów nabiałowych w warunkach osłabienia światowego popytu (zwłaszcza ze strony krajów azjatyckich) przy oczekiwanym nieznacznym wzroście globalnej podaży mleka. Ceny surowców rolnych pozostawały przy tym znacząco wyższe niż przed

Wykres 1.11 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi ceny: 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.

⁹ W szczególności po rezygnacji z polityki „zero COVID” popyt na paliwa w Chinach był słabszy od oczekiwanego.

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

¹¹ Kraje OPEC+ ograniczyły produkcję o 100 tys. b/d od października, o 2 mln b/d od listopada 2022 r., o 1,66 mln b/d od maja i o 1 mln b/d od lipca 2023 r.

¹² Średnie ceny surowców rolnych policzono na podstawie danych do 28 czerwca 2023 r.

pandemią COVID-19 (o około 47% w czerwcu br. względem średniej z lat 2015-2019, w tym zwłaszcza wieprzowiny wskutek silnego spadku pogołowia trzody chlewnej w UE w ostatnich latach).

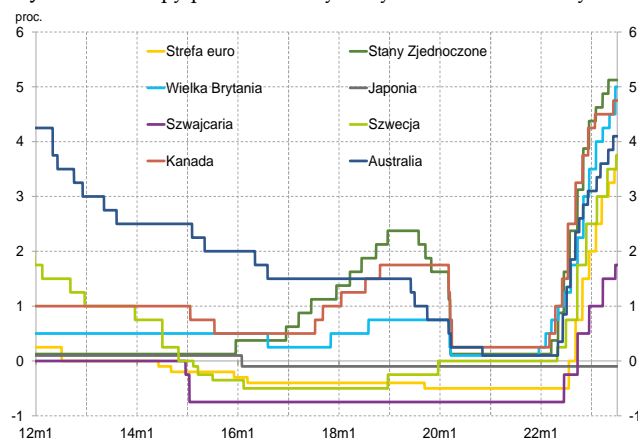
1.4 Polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie wiele banków centralnych podniosło stopy procentowe – choć większość z nich w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach – lub utrzymywało je na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach (Wykres 1.13). Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z wyceny instrumentów finansowych wskazują, że stopy procentowe w większości gospodarek rozwiniętych mogą w horyzoncie roku nieco wzrosnąć lub ustabilizować się, a w dalszej perspektywie mogą się obniżyć (Wykres 1.14).

Europejski Bank Centralny (EBC) w ostatnich miesiącach kontynuował zaciężnianie polityki pieniężnej. Od lipca 2022 r. – w ośmiu krokach – podniósł stopy procentowe łącznie o 4 pkt proc., w tym stopę depozytową do 3,50%. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopa depozytowa EBC może wzrosnąć do około 4,00% w bieżącym roku. W ostatnim okresie EBC zdecydował o zaprzestaniu od lipca br. reinwestycji środków z zapadających instrumentów finansowych zakupionych w ramach programu skupu aktywów (*asset purchase programme*, APP). Jednocześnie EBC kontynuuje elastyczne reinwestycje środków z zapadających obligacji zakupionych w ramach pandemicznego programu skupu aktywów (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP).

W czerwcu br. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie po wcześniejszych podwyżkach. Od marca 2022 r. do maja 2023 r. Fed na dziesięciu kolejnych posiedzeniach podniósł stopy procentowe o łącznie 5 pkt proc. i obecnie przedział dla stopy *fed funds* wynosi 5,00-5,25%.

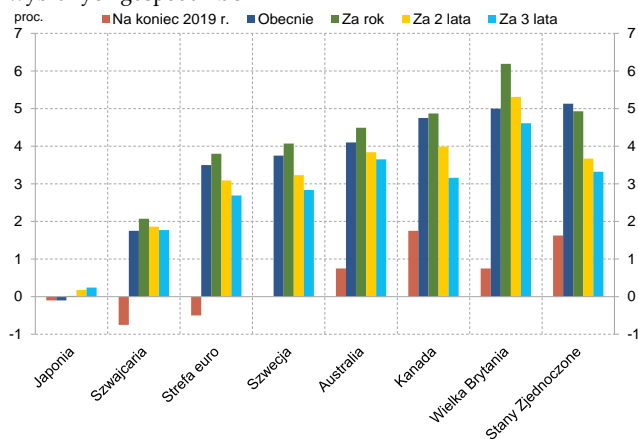
Wykres 1.13 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.14 Przeszły, obecny i oczekiwany przez uczestników rynku poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów IRS – stan na 30 czerwca 2023 r.

Oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują, że stopa *fed funds* może wzrosnąć do około 5,25-5,50% w III kw. br., a w dalszej perspektywie może się obniżyć.

W ostatnich miesiącach wiele banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych – m.in. Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Szwecji, Australii i Kanady – ponownie podniosła stopy procentowe, choć większość z nich w mniejszej skali niż w poprzednich miesiącach.

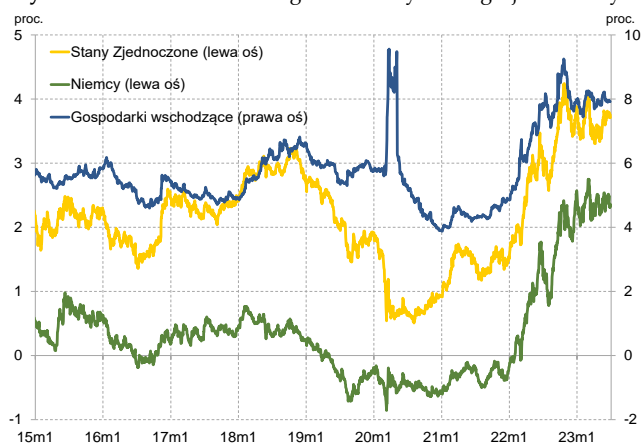
Wiele banków centralnych w gospodarkach wschodzących, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – w ostatnim okresie utrzymywało stopy procentowe bez zmian. Z kolei banki centralne m.in. Chin oraz Węgier w ostatnim okresie poluzowały parametry polityki pieniężnej.

1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach czynnikiem sprzyjającym poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych było zmniejszenie skali podwyżek stóp procentowych przez wiele banków centralnych gospodarek rozwiniętych i utrzymanie w czerwcu br. parametrów polityki pieniężnej Fed bez zmian (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływała niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej na świecie, związana m.in. z zaburzeniami w sektorze bankowym w niektórych krajach.

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w dalszym ciągu kształtowały się na poziomie wyraźnie wyższym niż średnio w poprzednich latach (Wykres 1.15). Z kolei ceny akcji – po przejściowych wahaniach w marcu br. związanych z zaburzeniami w sektorze bankowym w niektórych krajach – pod koniec

Wykres 1.15 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.16 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

czerwca br. były wyższe niż na początku roku, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych (Wykres 1.16).

W ostatnim okresie dolar amerykański kontynuował stopniowe osłabianie się względem euro, czemu sprzyjało zmniejszenie się dysparytetu pomiędzy poziomem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (Wykres 1.17). Jednocześnie dolar osłabił się wobec walut gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykres 1.17 Kurs dolara amerykańskiego względem euro oraz walut gospodarek wschodzących i gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

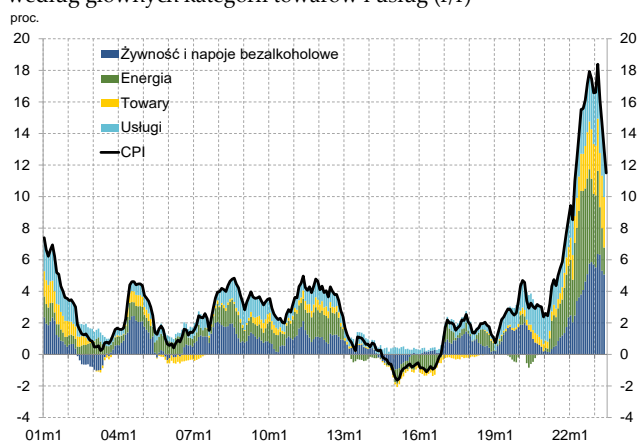
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – w ostatnich miesiącach obniżyła się (z 18,4% w lutym do 11,5% w czerwcu 2023 r. według szybkiego szacunku GUS; Wykres 2.1)¹³. Największy wpływ na obniżenie się inflacji w tym okresie miał spadek rocznej dynamiki cen energii. Niższa inflacja wynikała także – choć w mniejszym stopniu – z malejącej rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz spadku inflacji bazowej.

Spadek rocznej dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych wynika zarówno z ujemnych efektów bazy (związanych z silnym wzrostem cen w następstwie wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciwko Ukrainie), jak i ze spadku cen surowców na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) oraz ustąpienia napięć w globalnych łańcuchach dostaw. Występujące w 2022 r. zaburzenia w tych obszarach istotnie zwiększały koszty funkcjonowania przedsiębiorstw, co – pomimo słabnącej dynamiki popytu – skłaniało firmy do podnoszenia cen dóbr konsumpcyjnych. W części branż skala tych podwyżek była większa niż skala wzrostu kosztów, co znalazło odzwierciedlenie w istotnie wyższej niż w poprzednich latach rentowności sprzedaży w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.2; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Przyczyniało się to także do wzrostu inflacji bazowej do

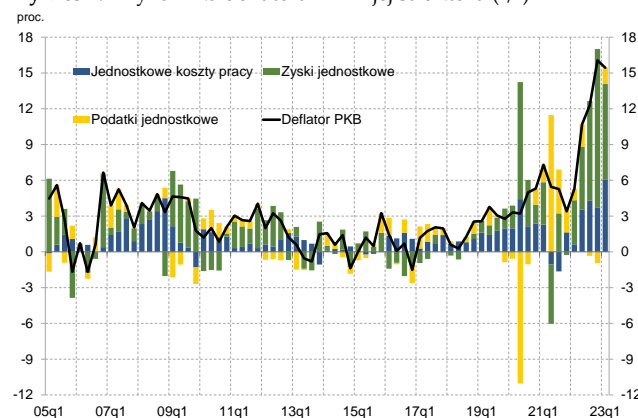
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w czerwcu 2023 r. – szybki szacunek GUS.

Wykres 2.2 Dynamika deflatora PKB i jej struktura (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Deflator PKB to miara poziomu cen finalnych towarów i usług wytworzonych w danej gospodarce w danym okresie. Jednostkowe koszty pracy – koszty związane z zatrudnieniem podzielone przez realny PKB; Zyski jednostkowe – nadwyżka operacyjna brutto i dochód mieszany podzielone przez realny PKB; Podatki jednostkowe – podatki od produkcji i importu pomniejszone o subsydia i podzielone przez realny PKB.

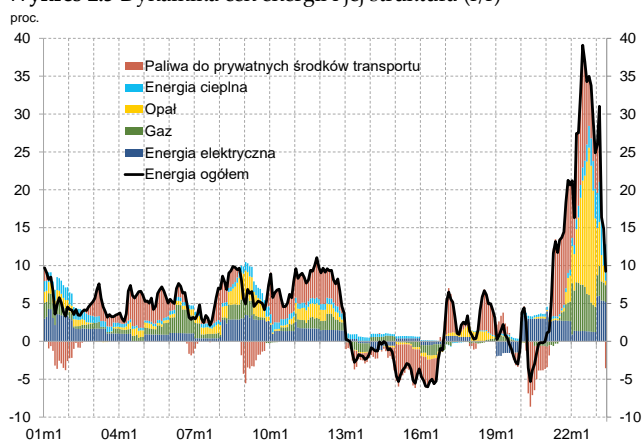
¹³ Jednocześnie od początku 2023 r. istotnie obniżyła się miesięczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych. W maju oraz czerwcu wyniosła ona 0,0% m/m (dane nieodsezonowane; dane za czerwiec według szybkiego szacunku GUS).

marca br. Z kolei w kwietniu i maju br. inflacja bazowa się obniżyła.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w lutym i marcu br. pozostawała na poziomie 24,0% r/r, po czym obniżyła się do 18,9% r/r w maju br. Na kształtowanie się inflacji cen żywności w I kw. br. istotny wpływ miała wysoka dynamika cen produktów zbożowych i nabiałowych ze względu na presję kosztową związaną z wysokimi cenami energii, środków produkcji i opakowań oraz kosztami pracy. Wyraźnie podwyższona była również roczna dynamika cen mięsa i warzyw wskutek ograniczonej podaży. Dodatkowo w kierunku wyższej inflacji cen żywności w lutym br. oddziaływał dodatni efekt bazy, będący skutkiem obniżenia podatku VAT w ramach Tarczy Antyinflacyjnej w lutym 2022 r. Jednakże utrzymanie obniżonej do zera stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe wciąż oddziałuje w kierunku niższego poziomu cen żywności. W kwietniu i maju br. obniżeniu wskaźnika sprzyjała natomiast stopniowo słabnąca presja kosztowa, poprawa sytuacji podażowej (w tym na rynku warzyw) oraz wygasanie wpływu silnego wzrostu cen po wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie na wskaźnik cen.

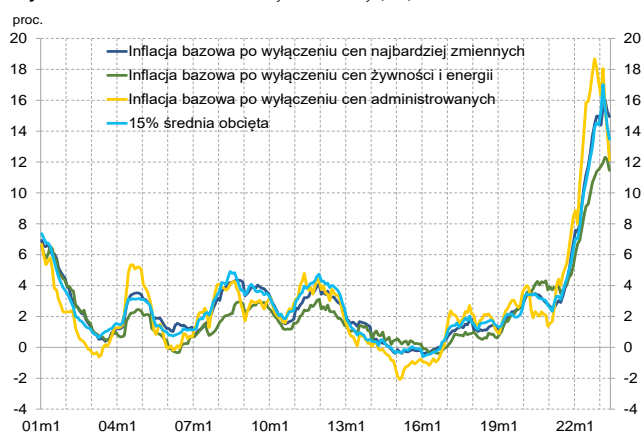
Inflacja cen energii obniżyła się z 31,0% r/r w lutym br. do 9,2% r/r w maju br. (Wykres 2.3). W kierunku wyższej inflacji cen energii w lutym br. oddziaływała wyższa roczna dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu, gazu oraz energii cieplnej, na skutek oddziaływania dodatnich efektów bazy związanych z wprowadzeniem obniżonych stawek podatku VAT w lutym 2022 r. Spadek rocznej dynamiki cen energii od marca br. wynikał z kolei przede wszystkim z wygasania wpływu silnego wzrostu cen paliw i opatu po wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie na wskaźnik cen. Dodatkowo do spadku cen energii przyczyniły się niższe ceny opału w warunkach prowadzenia przez gminy sprzedaży węgla po ustawowo

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

określonej cenie oraz spadku cen surowca na rynkach światowych. Obniżeniu inflacji cen energii sprzyjał również spadek cen paliw do prywatnych środków transportu w ślad za taniejącą ropą naftową na rynku światowym przy umocnieniu złotego.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii osiągnęła szczyt w marcu br. (12,3% r/r wobec 12,0% r/r w lutym br.), a następnie zmniejszyła się do 12,2% r/r w kwietniu i 11,5% r/r w maju br. (Wykres 2.4). Spadek tej miary inflacji bazowej wynikał z obniżenia rocznej dynamiki cen zarówno usług, jak i towarów nieżywnościowych. Głównymi przyczynami obniżenia się inflacji bazowej był słabnący popyt utrudniający firmom przenoszenie kosztów produkcji na ceny finalne dóbr, ustąpienie zaburzeń w międzynarodowych łańcuchach podaży, aprecjacja złotego oraz czynniki jednorazowe (np. związane z efektami kalendarzowymi). Obniżeniu inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii towarzyszył spadek pozostałych miar inflacji bazowej.

W pierwszych miesiącach 2023 r. nastąpił wyraźny spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu (do 3,1% r/r w maju br. wobec 20,1% r/r w styczniu br., przy czym w przetwórstwie przemysłowym ceny produkcji sprzedanej spadły w maju br. o 1,2% r/r; Wykres 2.5). W największym stopniu wpłynęło na to spowolnienie wzrostu cen dóbr energetycznych i zaopatrzeniowych w związku ze spadkiem cen surowców na rynkach światowych oraz umocnieniem złotego. Obniżyła się także – choć w mniejszym stopniu – dynamika cen produkcji dóbr przemysłowych na dalszym etapie łańcucha tworzenia wartości, tj. dóbr konsumpcyjnych, zarówno trwałych, jak i nietrwałych, oraz inwestycyjnych. Od lutego do maja br. poziom cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżał się w ujęciu miesięcznym.

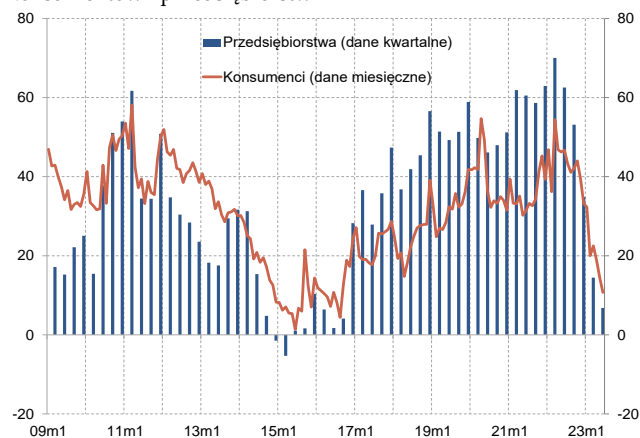
Oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw mierzone statystyką bilansową od II kw. 2022 r. przesuwały się stopniowo w kierunku niższych wartości, a od I kw. 2023 r.

Wykres 2.5 Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i jej struktura (r/r) proc.



Źródło: dane GUS, Eurostat.

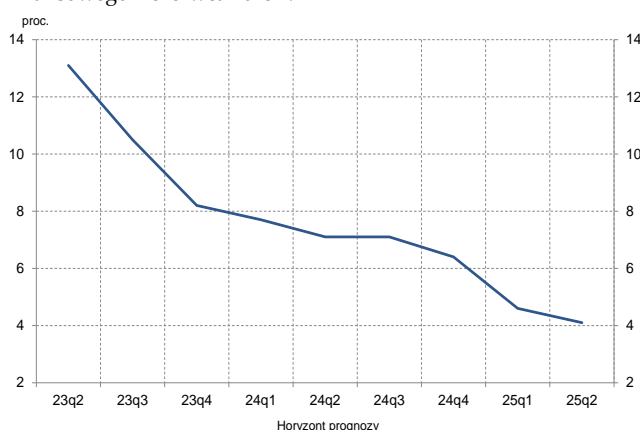
Wykres 2.6 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.7 Prognozy inflacji według analityków sektora finansowego z czerwca 2023 r.



Źródło: dane Refinitiv.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez Refinitiv.

proces ten wyraźnie się nasilił (Wykres 2.6). Spadek statystyk bilansowych następuje głównie wskutek wyraźnego spadku odsetka podmiotów spodziewających się wzrostu inflacji. Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP oraz ankiety Refinitiv z czerwca br. wskazują, że ankietowani eksperci oczekują dalszego spadku inflacji (Wykres 2.7). Jednocześnie obniżyły się krótko- i średnioterminowe (tj. za 4 i za 8 kwartałów) oczekiwania inflacyjne ankietowanych ekspertów (Tabela 2.1). Pasma typowych scenariuszy rozpatrywanych przez ekspertów jest przy tym nadal szerokie, co świadczy o utrzymującej się dużej niepewności i zróżnicowaniu opinii.

2.2 Popyt i produkcja

W warunkach niskiego wzrostu gospodarczego na świecie, w ostatnim okresie również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. W I kw. 2023 r. dynamika PKB wyniosła -0,3% r/r (wobec 2,3% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 2.8, Tabela 2.2), przy dalszym ograniczeniu popytu konsumpcyjnego i ujemnym wkładzie zmiany zapasów¹⁴. Jednocześnie nadal rosły inwestycje, a wkład eksportu netto do dynamiki PKB istotnie się zwiększył. Dostępne dane miesięczne wskazują na utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. br.

W I kw. br. spożycie gospodarstw domowych obniżyło się w ujęciu rocznym (o 2,0% r/r wobec spadku o 1,1% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.9). Spadek konsumpcji nastąpił w warunkach utrzymujących się skutków: wcześniejszych negatywnych szoków podaźowych ograniczających siłę nabywczą dochodów konsumentów, dokonanych podwyżek stóp procentowych NBP oraz utrzymującej się niepewności związanej z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę. Jednocześnie ocena konsumentów dotycząca sytuacji bieżącej była nadal

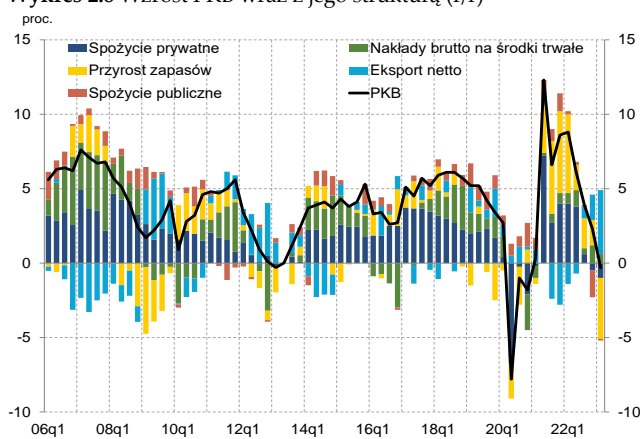
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiają medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu kwartału. 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. kwartyłem) tego rozkładu (interpretowany jako przedział typowych scenariuszy uwzględnianych przez ekspertów). Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu kwartału.

Wykres 2.8 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS, NBP.

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

	2020				2021				2022				2023
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
PKB	2,7	-7,8	-1,0	-1,8	0,3	12,3	6,6	8,6	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3
Spożycie prywatne	0,4	-6,3	-0,2	-2,1	-0,2	7,2	2,7	4,0	4,0	3,8	0,6	-0,5	-1,0
Spożycie publiczne	0,7	0,8	0,7	1,6	0,8	1,2	0,8	1,2	0,2	0,2	0,1	-1,8	-0,1
Nakłady brutto na środki trwałe	1,4	-0,4	-0,1	-2,4	-0,8	0,2	0,6	0,7	0,7	1,1	0,4	1,2	0,6
Przyrost zapasów	-0,5	-2,4	-2,5	0,9	-0,4	3,2	4,9	5,5	5,3	1,7	2,0	1,7	-4,1
Eksport netto	0,7	0,5	1,1	0,2	0,9	0,5	-2,4	-2,8	-1,4	-0,7	0,8	1,7	4,3

Źródło: dane GUS, NBP.

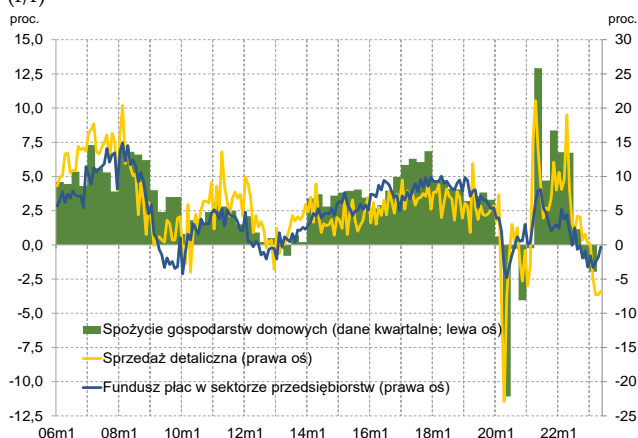
¹⁴ Wkład przyrostu zapasów do dynamiki PKB w I kw. 2023 r. wyniósł -4,1 pkt. proc. w wyniku oddziaływania negatywnego efektu bazy związanego z silnym przyrostem tej kategorii w I kw. 2022 r.

pesymistyczna, pomimo pewnej poprawy nastrojów w ostatnich miesiącach (Wykres 2.10). Konsumpcja była natomiast wspierana przez nadal dobrą sytuację na rynku pracy, odzwierciedloną w niskim bezrobociu, wysokiej liczbie pracujących i wzroście przeciętnego nominalnego wynagrodzenia, choć roczna dynamika wynagrodzeń oraz funduszu płac w ujęciu realnym w ostatnich miesiącach była nadal ujemna (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*; Wykres 2.9)¹⁵.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe kształtowała się w I kw. br. na relatywnie wysokim poziomie (5,5% r/r wobec 5,4% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.11), na co – według szacunków NBP – złożył się wzrost inwestycji przedsiębiorstw i sektora publicznego w ujęciu rocznym, przy ujemnej dynamice mieszkaniowych¹⁶. Dane ze sprawozdań finansowych wskazują, że utrzymaniu relatywnie wysokiej dynamiki inwestycji firm sprzyjała przede wszystkim znaczna aktywność inwestycyjna dużych przedsiębiorstw. Największy wkład do dynamiki inwestycji średnich i dużych firm miały branże: energetyczna, górnicza i wodna. Przedsiębiorstwa najsilniej zwiększały nakłady na środki transportu, przy niższej dynamice nakładów na maszyny i urządzenia oraz inwestycji budowlanych.

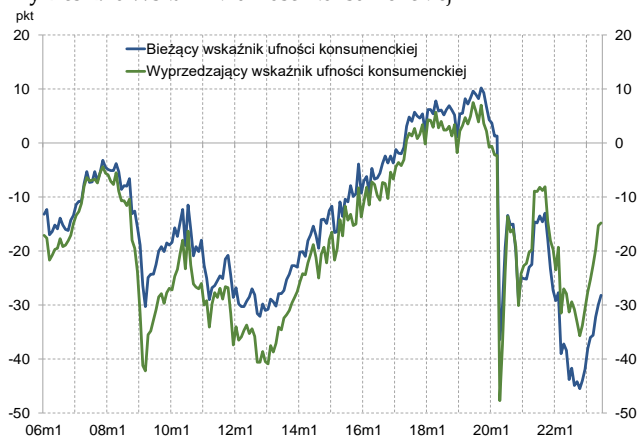
Czynnikiem wspierającym aktywność inwestycyjną sektora przedsiębiorstw była relatywnie dobra sytuacja finansowa firm, pomimo jej pewnego pogorszenia w ostatnim czasie. W I kw. 2023 r. realny poziom sprzedaży sektora przedsiębiorstw niefinansowych (SPN) wzrósł w ujęciu rocznym, po spadku w poprzednim kwartale. Złożyło się na to zmniejszenie skali spadku sprzedaży krajowej oraz obniżenie, wciąż relatywnie wysokiej,

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



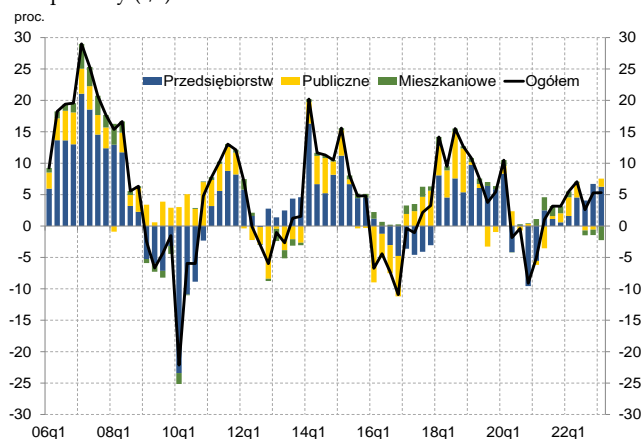
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.10 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

Wykres 2.11 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁵ Z kolei sprzedaż detaliczna w maju br. obniżyła się o 6,8% r/r wobec spadku o 7,3% r/r w kwietniu br. i o 3,5% r/r w I kw. br.

¹⁶ W kierunku niższych inwestycji mieszkaniowych w I kw. br. oddziaływał osłabiony popyt na nieruchomości – odzwierciedlony także w wyraźnym spadku w ujęciu rocznym rozpoczętych budów mieszkań – w warunkach wcześniejszego wzrostu procentowania kredytów mieszkaniowych (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

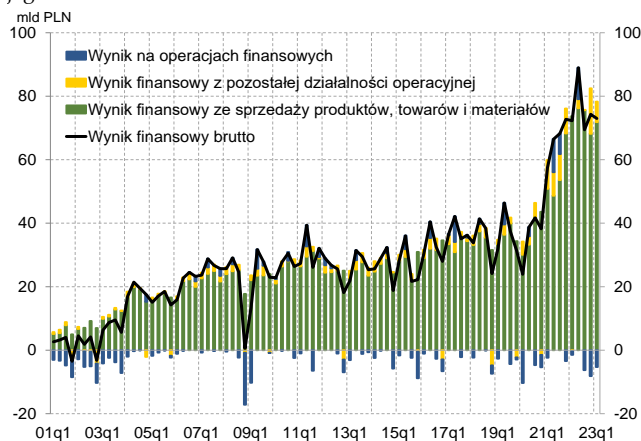
dynamiki sprzedaży zagranicznej. Szczególnie silny wzrost realnej sprzedaży odnotowano wśród producentów dóbr inwestycyjnych, co potwierdza wysoką aktywność sektora w tym obszarze gospodarki. Wyraźny spadek odnotowano natomiast wśród producentów trwałych dóbr konsumpcyjnych. Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw w I kw. 2023 r. w ujęciu nominalnym był około dwukrotnie wyższy niż przed wybuchem pandemii COVID-19 i nieznacznie wyższy niż w I kw. 2022 r., choć wynik na sprzedaży obniżył się w ujęciu rocznym (Wykres 2.12). Roczna dynamika przychodów ze sprzedaży była niższa od dynamiki kosztów sprzedaży, co wskazuje na słabnącą zdolność przedsiębiorstw do przenoszenia wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych¹⁷. Największy wkład do dynamiki kosztów sprzedaży miały nadal wyższe niż przed rokiem koszty surowców i materiałów oraz wydatki na zakup towarów do dalszej odsprzedaży.

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

W I kw. 2023 r. także sytuacja płynnościowa firm pozostawała relatywnie dobra. Wskaźniki płynności (szybkiej, finansowej i gotówkowej) oraz udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności gotówkowej kształtowały się powyżej wieloletniej średniej. Jednocześnie wskaźnik płynności gotówkowej stopniowo się obniżał po wcześniejszym wzroście związanym ze wsparciem płynnościowym dla firm udzielonym w ramach rządowych działań antykryzysowych po wybuchu pandemii.

¹⁷ Wcześniej, w okresie od II kw. 2020 r. do III kw. 2022 r. roczna dynamika przychodów ze sprzedaży była wyższa od dynamiki kosztów.

Wykres 2.12 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

	średnia 2010-2019	2020				2021				2022				2023
		q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	3,9	4,9	5,5	4,9	6,0	5,5	5,6	5,9	6,7	6,4	6,1	5,1	5,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	2,4	4,5	4,4	3,3	5,4	6,2	5,9	5,1	5,2	6,1	4,5	4,2	4,4
Odsetek firm rentownych	73,4	74,4	73,4	75,7	74,4	76,3	78,0	78,9	78,3	77,7	77,4	76,7	77,0	77,6
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	34,2	37,8	39,0	41,4	41,8	42,9	45,4	45,4	46,4	43,7	42,1	41,5	42,3	43,4
Wskaźnik płynności gotówkowej	36,3	38,9	42,6	42,9	43,9	43,0	44,1	44,6	44,1	42,7	40,9	39,9	39,0	37,5
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	0,7	1,1	1,2	1,0	1,5	1,8	1,8	1,8	1,7	2,1	1,5	1,5	1,5
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,9	15,9	15,2	15,1	14,7	14,3	14,5	14,5	14,1	14,2	14,7	14,3	14,1

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

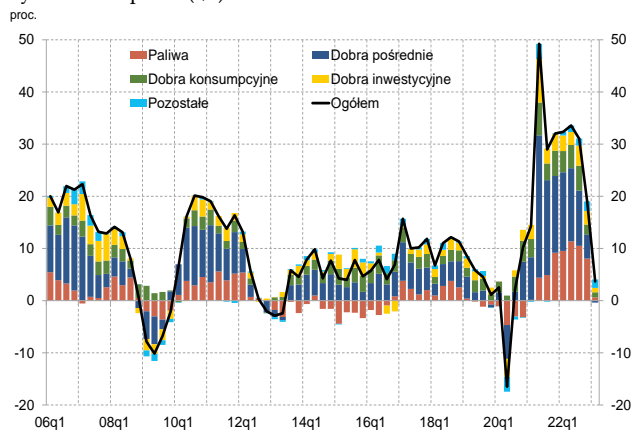
Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwałe przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01). Udział firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5% – dane odsezonowane. Średnia udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek obejmuje lata 2015-2019.

W świetle danych z Szybkiego Monitoringu NBP¹⁸ nastroje inwestycyjne większości ankietowanych firm – pomimo pewnej poprawy – pozostawały osłabione, natomiast wśród dużych przedsiębiorstw nastroje inwestycyjne były relatywnie korzystne.

Wkład eksportu netto do PKB w I kw. 2023 r. ukształtował się na wyraźnie dodatnim poziomie i wyniósł 4,3 pkt proc. (wobec 1,7 pkt proc. w IV kw. 2022 r.). W warunkach osłabienia popytu krajowego nastąpił istotny spadek importu w ujęciu realnym, czemu towarzyszyła dodatnia – aczkolwiek nieznacznie niższa niż w IV kw. ub.r. – dynamika eksportu. W ujęciu nominalnym dynamika importu towarów (Wykres 2.13) wyraźnie się obniżyła w porównaniu z IV kw. ub.r., do czego przyczyniło się głównie obniżenie dynamiki importu paliw i dóbr pośrednich w warunkach spadku światowych cen surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Spowolnienie gospodarcze na świecie wpłynęło także na spowolnienie nominalnej dynamiki eksportu towarów w I kw. br., przy czym była ona wyraźnie wyższa niż dynamika importu. Jednocześnie nadal szybko rósł eksport do Ukrainy.

Wartość dodana brutto w I kw. br. wzrosła o 0,7% r/r (wobec 2,7% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.14). Wartość dodana brutto w przemyśle była w I kw. 2023 r. niższa niż przed rokiem. Z kolei w usługach rynkowych dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się w porównaniu z poprzednim kwartałem, lecz pozostała dodatnia. Towarzystwo temu wyższe niż w IV kw. ub.r. tempo wzrostu wartości dodanej w budownictwie¹⁹.

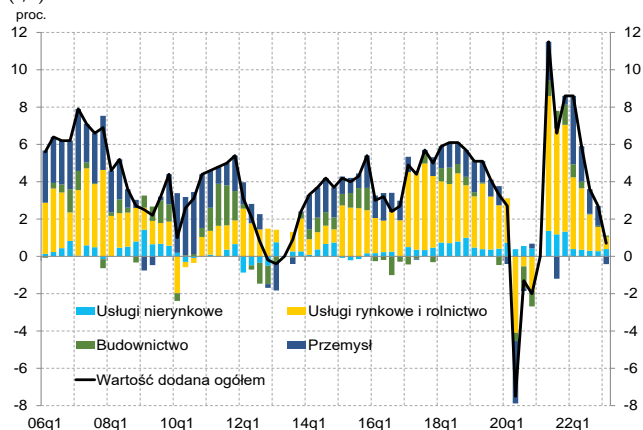
Wykres 2.13 Wkład poszczególnych grup towarów do nominalnej dynamiki importu (r/r)



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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹⁸ Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2023 r.

¹⁹ W I kw. 2023 r. produkcja przemysłowa obniżyła o 0,6% r/r (wobec wzrostu o 4,6% r/r w IV kw. ub. r.), czemu towarzyszyło spowolnienie dynamiki produkcji budowlano-montażowej do 3,5% r/r z 6,2% r/r w IV kw. 2022 r. W kwietniu br. produkcja przemysłowa spadła o 6,0% r/r, a produkcja budowlana wzrosła o 1,1% r/r. Z kolei w maju br. produkcja przemysłowa obniżyła się o 3,2% r/r, a produkcja budowlano-montażowa o 0,7% r/r.

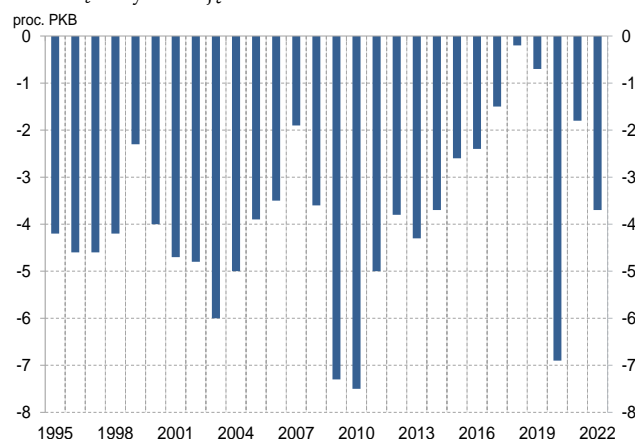
2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2022 r. wyniósł 115,1 mld zł (3,7% PKB) wobec 48,2 mld zł (1,8% PKB) w 2021 r. (Wykres 2.15). Pogorszenie wyniku było przede wszystkim rezultatem działań osłonowych związanych ze wzrostem cen energii, w szczególności wypłat dodatków dla gospodarstw domowych. Zgodnie z wyliczeniami rządu przedstawionymi w *Programie Konwergencji* z kwietnia 2023 r., koszt wszystkich działań osłonowych wyniósł w ub.r. 2,4% PKB. Ponadto na wynik sektora w ub.r. oddziaływały zmiany w systemie podatkowym (dochody sektora z tytułu PIT w 2022 r. były niższe niż w 2021 r. o ok. 0,9 pkt proc. PKB), wzrost kosztów obsługi długu (wzrost o 0,5 pkt proc. PKB w porównaniu z 2021 r.), finansowanie działań pomocowych dla uchodźców z Ukrainy (koszt tych działań wyniósł 0,4% PKB w 2022 r.) oraz wydatki poniesione w związku z przymusową restrukturyzacją Getin Noble Bank S.A. (0,3% PKB w 2022 r.).

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów (MF), po pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. deficyt budżetu państwa ukształtował się na poziomie 20,9 mld zł, wobec 12,1 mld zł nadwyżki w tym samym okresie ub.r. Do pogorszenia wyniku w tych miesiącach przyczynił się w szczególności spadek wpływów z PIT (o 28,1%), który wynikał ze zmian w tym podatku obowiązujących od stycznia oraz od lipca ub.r. (m.in. obniżka niższej stawki tego podatku z 17% do 12%, z mocą wsteczną od początku 2022 r.). W następstwie tych zmian Ministerstwo Finansów przekazało podatnikom w I półroczu br. wysokie zwroty w ramach rozliczenia rocznego PIT za 2022 r. Według informacji MF z połowy czerwca br., łączna kwota zwrotów w 2023 r. wyniosła ponad 27 mld zł (wobec 15,5 mld zł w całym 2022 r.).

Zgodnie z szacunkami rządu przedstawionymi w *Programie Konwergencji* deficyt sektora instytucji

Wykres 2.15 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat.

rządowych i samorządowych w 2023 r. ma wynieść 4,7% PKB. W kierunku jego wzrostu oddziałuje przede wszystkim osłabienie koniunktury – zgodnie z szacunkami zawartymi w *Programie*, składnik cykliczny wyniku ulegnie pogorszeniu o 1,1 pkt proc. PKB r/r, podczas gdy wynik strukturalny, tj. skorygowany o wpływ tego czynnika, ulegnie poprawie – wzrośnie z -4,8% PKB w 2022 r. do -4,5% PKB w 2023 r. Ponadto w br. rząd w dalszym ciągu ponosi koszty finansowania działań osłonowych (1,9% PKB; w szczególności w formie rekompensat dla sprzedawców gazu, węgla, ciepła i energii elektrycznej za sprzedaż po cenach regulowanych). Według wyliczeń rządu przedstawionych w *Programie* oczekiwane jest także zwiększenie kosztów obsługi zadłużenia (o 0,5 pkt proc. PKB).

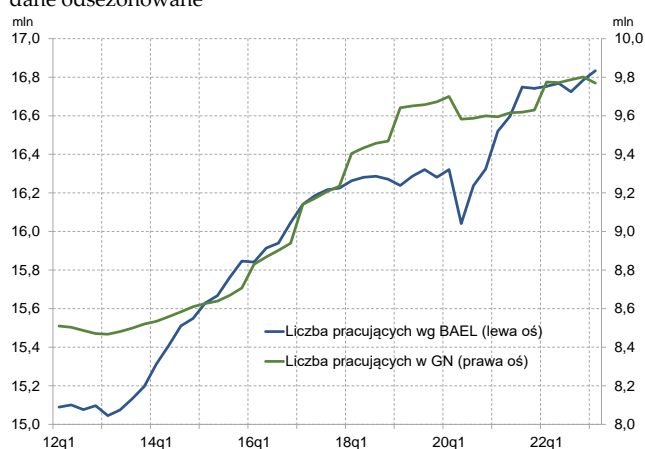
Dług publiczny sektora w ujęciu ESA2010 w 2022 r. wyraźnie się obniżył w relacji do PKB i ukształtował się na poziomie 49,1% PKB (wobec 53,6% PKB w 2021 r.). Zgodnie z prognozami rządu zawartymi w *Programie Konwergencji* wspomniana relacja na koniec 2023 r. ma wynieść 50,5% PKB i dalej będzie wzrastać w horyzoncie *Programu* (do poziomu 55,4% PKB w 2026 r.), m.in. w związku z prefinansowaniem inwestycji wojskowych.

2.4 Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy niska stopa bezrobocia, wysoki poziom zatrudnienia oraz dalszy wzrost przeciętnych wynagrodzeń nominalnych. Jednocześnie osłabienie aktywności gospodarczej oddziałuje w kierunku spadku liczby wakatów oraz ograniczenia dynamiki zatrudnienia i płac, przy czym wynagrodzenia w ujęciu realnym pozostawały w ostatnim okresie niższe niż przed rokiem.

Według danych BAEL w I kw. 2023 r. zarówno liczba pracujących, jak i liczba aktywnych zawodowo w całej gospodarce wzrosły. Liczba

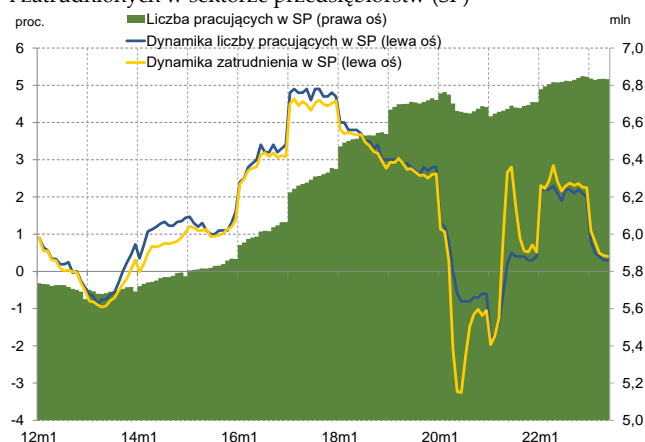
Wykres 2.16 Liczba pracujących wg BAEL i wg danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN), dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowę cywilnoprawną. Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu uspoźnienia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi.

Wykres 2.17 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

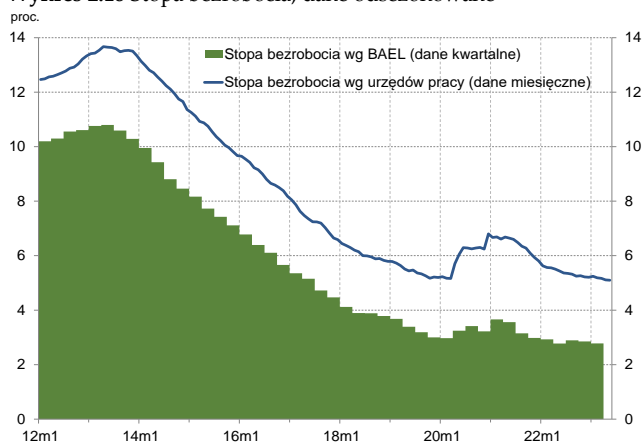
Liczba pracujących w SP, w przeciwieństwie do statystyk zatrudnienia, nie jest wyrażana w przeliczeniu na pełne etaty oraz obejmuje pracowników przebywających na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych lub macierzyńskich.

pracujących była o 0,8% wyższa niż przed rokiem (wobec wzrostu o 0,1% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 2.16), przy czym w sektorze publicznym liczba pracujących istotnie wzrosła (dynamika wyniosła 3,2% r/r w I kw. br. wobec 3,0% r/r w IV kw. ub.r.), natomiast w sektorze prywatnym była relatywnie stabilna (dynamika wyniosła 0,1% r/r w I kw. br. wobec -0,8% r/r w IV kw. ub.r.). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (SP), w firmach zatrudniających 10 i więcej pracowników, w ostatnim czasie wyraźnie się obniżyła (z 2,9% r/r w IV kw. ub.r. do 0,9% r/r w I kw. br. i 0,4% r/r w kwietniu i maju br.; Wykres 2.17). Na spowolnienie wzrostu liczby pracujących wskazują także dane ZUS²⁰. Wyniki badań ankietowych GUS i NBP sugerują dalsze możliwe osłabienie popytu na pracę w gospodarce w najbliższych kwartałach²¹.

Jednocześnie stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Wskazują na to zarówno wyniki BAEL (2,8% w I kw. br. wobec 2,9% w IV kw. 2022 r., dane odsezonowane; Wykres 2.18), jak i dane z powiatowych urzędów pracy (według GUS stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w kwietniu i maju br. 5,1%, wobec 5,2% w marcu br.; dane odsezonowane).

W warunkach korzystnej sytuacji pracowników na rynku pracy i podwyższonej inflacji, a także podwyżki płacy minimalnej w styczniu br. (o 15,9% r/r) dynamika wynagrodzeń nominalnych była nadal wysoka. W I kw. 2023 r. przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej (GN) wzrosło o 14,3% r/r (wobec 12,3% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.19), przy istotnym wzroście dynamiki płac w administracji publicznej (13,5% r/r wobec 4,4% r/r w IV kw. ub.r.) i w edukacji (13,1% r/r wobec 8,0% r/r w

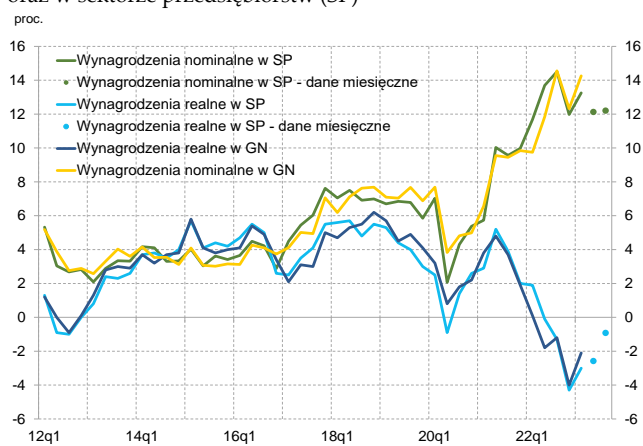
Wykres 2.18 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



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, że względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące stopy bezrobocia wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi. Dane dotyczące stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r. podawane są z uwzględnieniem liczby pracujących w rolnictwie oszacowanej na podstawie Powszechnego Spisu Rolnego z 2020 r. i nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi okresami.

Wykres 2.19 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 2023 r. (kropki).

²⁰ Według danych ZUS łączna liczba pracujących (odprowadzających składki emerytalne i rentowe, po wyłączeniu urlopów związanych z rodzicielstwem) wzrosła w maju 2023 r. o 0,3% r/r wobec 0,5% r/r w kwietniu br. i 0,8% r/r średnio w I kw. br.

²¹ Wyniki badania popytu na pracę GUS za I kw. br. wskazują na pogłębienie dotychczasowego spadku liczby wakatów w gospodarce oraz dalsze obniżenie się rocznej dynamiki wzrostu liczby obsadzonych miejsc pracy. Z kolei badania ankietowe przedsiębiorstw prowadzone przez NBP, jak i badanie koniunktury GUS potwierdzają pogorszenie perspektyw zatrudnienia w II i III kw. br. (zob. *Popyt na pracę w pierwszym kwartale 2023 r.*, GUS, czerwiec 2023 r.; *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2023 r.; *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2023 (maj 2023)*, GUS, maj 2023 r.).

poprzednim kwartale)²². Nominalna dynamika wynagrodzeń w SP wyniosła 13,3% r/r w I kw. br. oraz 12,1% r/r w kwietniu i 12,2% r/r w maju 2023 r. (wobec 12,0% r/r w IV kw. ub.r.), jednak w ujęciu realnym pozostawała ujemna (-3,0% r/r w I kw. br. wobec -4,3% r/r w IV kw. ub.r.).

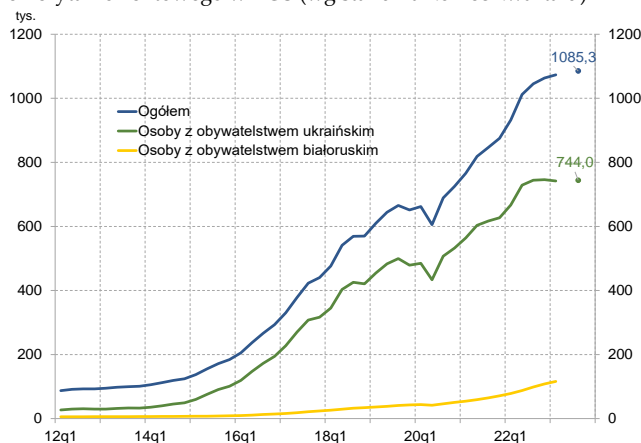
Jednostkowe koszty pracy wzrosły w I kw. 2023 r. o 15,6% r/r (wobec 9,9% r/r w IV kw. ub.r.), na co wpłynęło przede wszystkim obniżenie rocznej dynamiki PKB, przy silniejszym niż w poprzednim kwartale wzroście liczby pracujących według BAEL i wyższej rocznej dynamice wynagrodzeń w gospodarce narodowej.

Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują, że relatywnie wysoka dynamika wynagrodzeń nominalnych może utrzymać się jeszcze w II kw. br. Z kolei w kierunku jej obniżenia powinna oddziaływać wysoka liczba imigrantów aktywnych na krajowym rynku pracy, związana m.in. z napływem uchodźców z Ukrainy (Wykres 2.20). Według danych ZUS w maju br. 1085,3 tys. cudzoziemców objętych było ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce. Spośród nich 744,0 tys. osób posiadało obywatelstwo ukraińskie, zaś ponad 200 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy z Ukrainy²³.

2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

W warunkach relatywnie stabilnych rentowności obligacji w głównych gospodarkach (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) oraz obserwowanego i prognozowanego spadku inflacji, a także utrzymujących się oczekiwań rynkowych na możliwy spadek stóp procentowych w horyzoncie kilku kwartałów (Wykres 2.21), w ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji

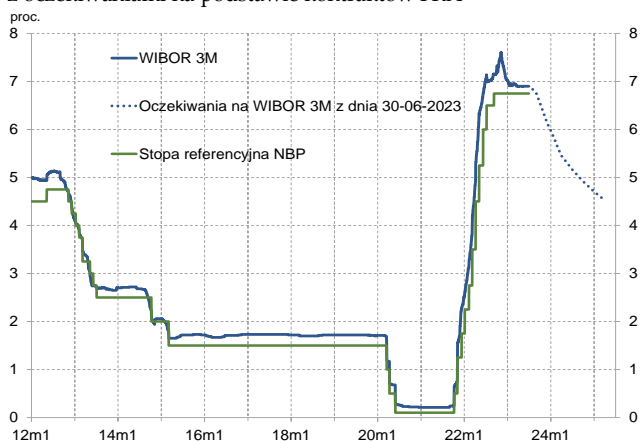
Wykres 2.20 Cudzoziemcy zgłoszeni do ubezpieczenia emerytalno-rentowego w ZUS (wg stanu na koniec kwartału)



Źródło: dane ZUS.

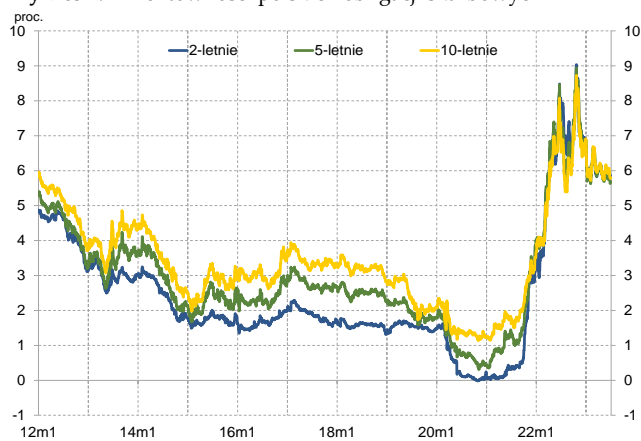
Dane oznaczone kropką i etykietą dotyczą stanu na koniec maja 2023 r.

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



Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.22 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

²² Silniejszy wzrost wynagrodzeń w I kw. 2023 r. mógł być spowodowany w przypadku edukacji wejściem w życie nowego rozporządzenia Ministerstwa Edukacji i Nauki w sprawie wysokości minimalnych stawek wynagrodzenia nauczycieli z dnia 24 lutego 2023 r., które przewiduje jednak wyrównanie pensji od początku tego roku.

²³ Liczba legalnie pracujących w Polsce uchodźców szacowana na podstawie danych ZUS. Możliwość podejmowania pracy przez obywateli Ukrainy (na podstawie powiadomienia) została wprowadzona na mocy Ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa.

skarbowych kształtowały się w pobliżu poziomu z początku bieżącego roku (Wykres 2.22).

W ostatnim okresie kurs złotego do głównych walut wyraźnie się umocnił (Wykres 2.23). W efekcie w czerwcu br. średniomiesięczny kurs złotego do euro był najsilniejszy od sierpnia 2020 r., a do dolara – najsilniejszy od lutego 2022 r.

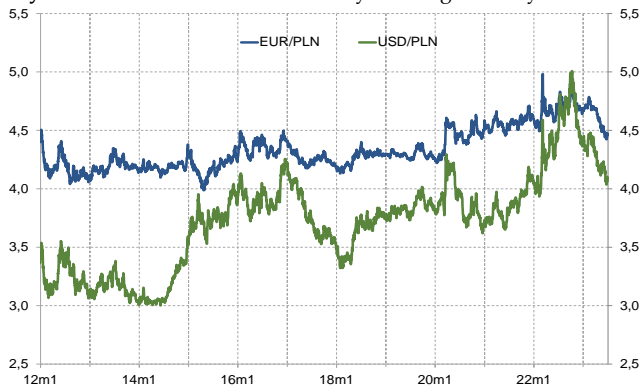
Z kolei na rynku mieszkaniowym w I kw. 2023 r. nominalne ceny transakcyjne w dalszym ciągu rosły w ujęciu rocznym, w szczególności w związku z wyższymi niż przed rokiem kosztami budowy mieszkań (Wykres 2.24)²⁴. Według danych NBP²⁵ dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wyniosła 5,1% r/r w I kw. 2023 r. (wobec 9,8% r/r w IV kw. 2022 r.)²⁶.

2.6 Pieniądz i kredyt²⁷

W związku z dokonaniem wcześniej silnym zacieśnieniem polityki pieniężnej w Polsce, w I kw. 2023 r. roczna dynamika agregatu M3 była nadal istotnie niższa od wieloletniej średniej, przy zmniejszającym się stanie depozytów bieżących i wzroście depozytów terminowych. Jednocześnie ponownie obniżyła się roczna dynamika kredytu dla przedsiębiorstw oraz po raz kolejny pogłębił się spadek kredytu dla gospodarstw domowych.

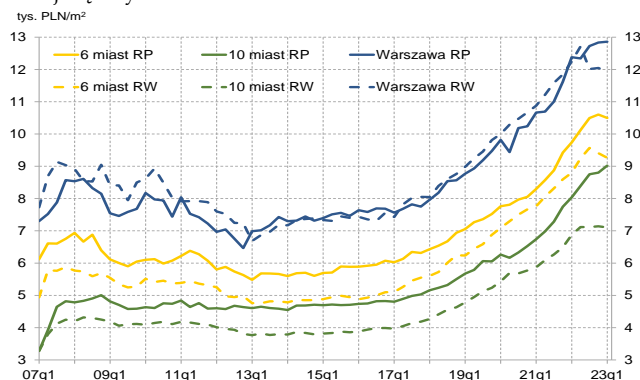
Dynamika agregatu M3 w I kw. 2023 r. wyniosła 6,8% r/r (wobec 5,6% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 2.25)²⁸. W kierunku wzrostu agregatu M3 oddziaływał przede wszystkim silny przyrost depozytów terminowych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (w ujęciu rocznym ich stany zwiększyły się ponad dwukrotnie)

Wykres 2.23 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

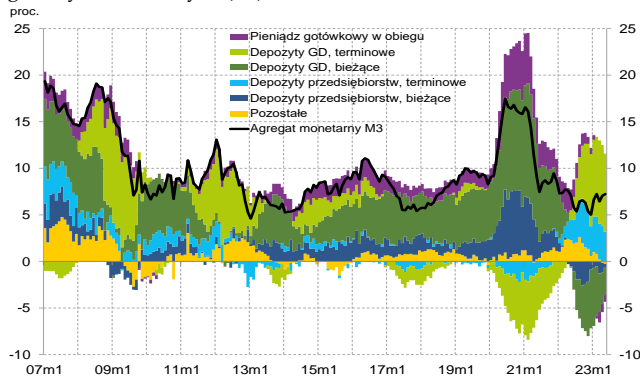
Wykres 2.24 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



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 2.25 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).

²⁴ 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*.

²⁵ Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do I kw. 2023 r. obejmują transakcje zawarte w okresie grudzień 2022 r – luty 2023 r.

²⁶ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen wyniosła w I kw. 2023 r. -0,5% kw/kw (wobec 0,3% kw/kw w IV kw. 2022 r.).

²⁷ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

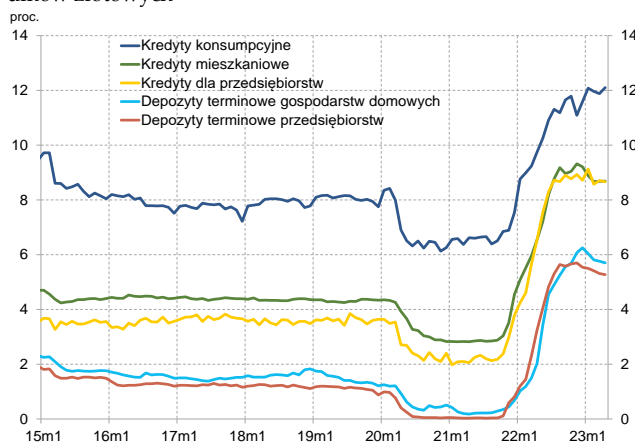
²⁸ Z kolei w kwietniu i maju 2023 r. dynamika agregatu M3 wyniosła odpowiednio 7,1% r/r i 7,2% r/r.

w warunkach wyraźnie wyższego oprocentowania tych depozytów niż w poprzednich latach (Wykres 2.26)²⁹. Natomiast ograniczająco na dynamikę agregatu M3 wpływał dalszy spadek wartości depozytów bieżących (w I kw. br. dynamika depozytów bieżących gospodarstw domowych wyniosła -11,8% r/r, a przedsiębiorstw -5,0% r/r), jak również zmniejszenie się stanu gotówki w obiegu (dynamika wyniosła -1,6% r/r w I kw. br.).

W I kw. 2023 r. zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych ponownie się obniżyło (dynamika wyniosła -4,9% r/r wobec -3,6% r/r w IV kw. 2022 r.; Wykres 2.27)³⁰ w warunkach relatywnie wysokiego oprocentowania kredytów, ujemnej rocznej dynamiki wynagrodzeń w ujęciu realnym oraz wciąż relatywnie pesymistycznych nastrojów konsumentów (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy* oraz 2.2 *Popyt i produkcja*). W szczególności stan kredytów mieszkaniowych spadł o 5,3% r/r w I kw. 2023 r. (wobec spadku o 3,2% r/r w IV kw. ub.r.) przy nadal osłabionym popycie na te kredyty³¹. Jednocześnie dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych pozostawała ujemna (-1,3% r/r w I kw. br. wobec -1,7% r/r w IV kw. ub.r.), a kryteria ich przyznawania zostały ponownie zaostrzone³².

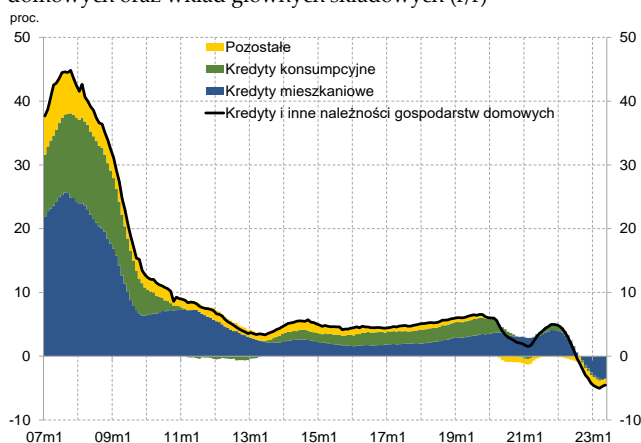
W ostatnim okresie dalej spowalniał wzrost zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw (dynamika wyniosła 8,4% r/r w I kw. br. wobec 12,2% r/r w IV kw. ub.r.; Wykres 2.28)³³, przy spadku dynamiki kredytów o charakterze zarówno bieżącym (11,7% r/r w I kw. br. wobec

Wykres 2.26 Średnie oprocentowanie nowych i renegowanych umów złotych



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.27 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

²⁹ Od I kw. 2022 r. nastąpiła istotna zmiana struktury terminowej depozytów. Na koniec I kw. br. depozyty terminowe stanowiły ok. 30% ogółu depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, podczas gdy na koniec IV kw. 2021 r. było to niespełna 15%.

³⁰ W kwietniu i maju 2023 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła odpowiednio -4,7% r/r i -4,5% r/r.

³¹ Według danych Biura Informacji Kredytowej w I kw. 2023 r. wartość wnioskowanych kredytów mieszkaniowych spadła średnio o 50,4% r/r (wobec spadku o średnio 64,8% r/r w IV kw. 2022 r.). Z kolei kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych w I kw. br. zostały złagodzone m.in. na skutek zaleceń UKNF wpływających na sposób wyliczania minimalnej zdolności kredytowej klientów (por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2023 r.*, NBP, maj 2023 r.)

³² W I kw. 2023 r. banki zaostryżyły kryteria przyznawania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych w związku z m.in. pogorszeniem prognoz sytuacji gospodarczej.

³³ W kwietniu i maju 2023 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła odpowiednio 4,2% r/r i 2,6% r/r.

19,2% r/r w IV kw. ub.r.), jak i – choć w mniejszym stopniu – inwestycyjnym (6,7% w I kw. br. r/r wobec 7,5% r/r w IV kw. ub.r.).

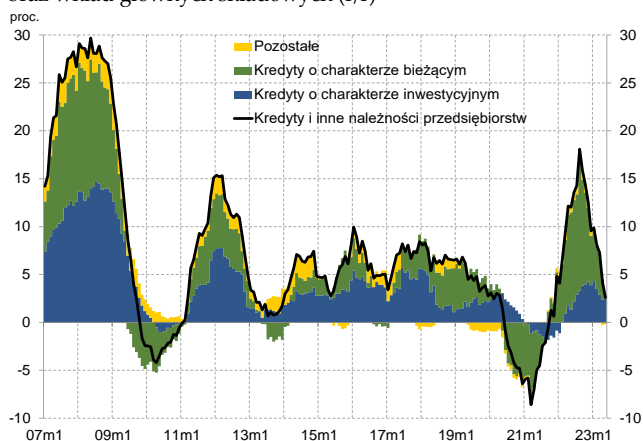
2.7 Bilans płatniczy³⁴

W I kw. 2023 r. saldo rachunku bieżącego istotnie się poprawiło (wyniosło -1,2% PKB wobec -3,0% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.29)³⁵. Wynikało to przede wszystkim z poprawy salda obrotów towarowych (do -2,1% PKB w I kw. 2023 r. z -3,7% PKB w IV kw. 2022 r.), której sprzyjał mniejszy spadek dynamiki eksportu niż importu, w warunkach spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych (por. rozdz. 1.3. *Światowe rynki surowców*). Jednocześnie utrzymywała się nadwyżka w handlu usługami (5,6% PKB w I kw. br. i IV kw. 2022 r.). Nieznacznie poprawiło się saldo rachunku dochodów pierwotnych (wyniosło -4,4% PKB w I kw. 2023 r. wobec -4,5% PKB w IV kw. 2022 r.), jednak pozostało ujemne przede wszystkim ze względu na wysokie dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce³⁶.

Jednocześnie saldo rachunku finansowego istotnie się poprawiło (wyniosło -0,6% PKB w I kw. br. wobec -2,4% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.30)³⁷.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki (Tabela 2.4). W I kw. 2023 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB osiągnęła najwyższą wartość (-32%) przynajmniej od 2004 r., równocześnie kształtując się na poziomie, przy którym spełnione jest kryterium ustalone przez Komisję Europejską (-35%) wskazujące na brak nierównowag w odniesieniu do tego wskaźnika. Jednocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB

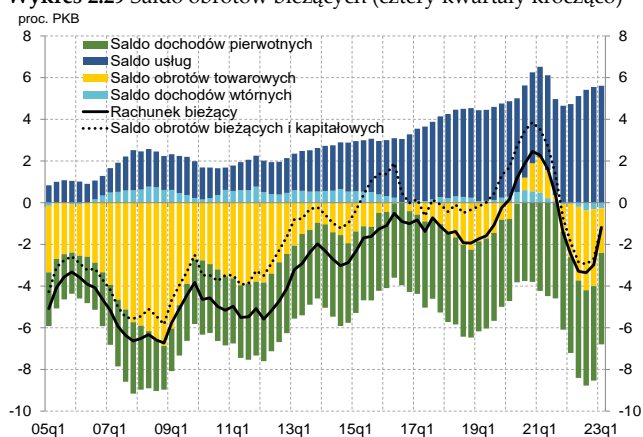
Wykres 2.28 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

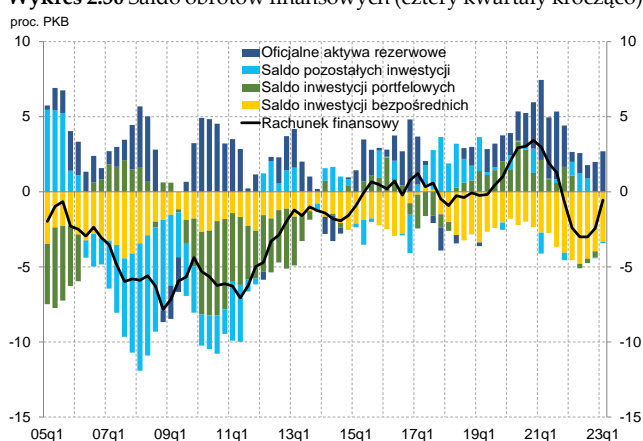
Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

Wykres 2.29 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.30 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

³⁴ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

³⁵ Według wstępnego szacunku w kwietniu 2023 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło 1,7 mld PLN.

³⁶ Z kolei saldo rachunku kapitałowego spadło do 0,0% PKB w I kw. br. z 0,3% PKB w IV kw. ub.r.

³⁷ Według wstępnego szacunku w kwietniu 2023 r. saldo rachunku finansowego wyniosło 8,6 mld PLN.

kształtował się na najniższym poziomie (52%) od 2008 r.

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

	2021				2022				2023
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	2,3	1,6	0,4	-1,4	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-1,2
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	3,5	2,7	1,4	-0,7	-1,9	-2,8	-3,0	-2,7	-1,1
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	6,0	5,9	4,9	3,3	2,2	1,6	1,6	1,9	3,5
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	6,6	5,8	6,0	5,7	5,1	5,0	5,1	4,7	4,6
Zadłużenie zagr./PKB	61	57	58	56	56	56	56	53	52
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-42	-41	-40	-39	-38	-36	-33	-34	-32
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	110	102	109	117	108	114	122	136	117
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	124	122	130	140	116	116	118	126	110

Źródło: dane NBP.

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

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

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od marca do czerwca 2023 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 marca 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że dynamika globalnej aktywności gospodarczej pozostaje osłabiona. Zwracano przy tym uwagę, że w strefie euro – mimo pewnej poprawy w ostatnich miesiącach – koniunktura gospodarcza jest wciąż słaba.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie stopniowo ustępowały negatywne szoki podażowe w globalnej gospodarce. Podkreślano, że ceny surowców energetycznych w ostatnich miesiącach spadły, choć pozostają istotnie wyższe niż przed pandemią. Jednocześnie ustępują zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Zwracano uwagę, że wygasanie tych szoków wspiera aktywność w gospodarce światowej, a jednocześnie oddziałuje w kierunku niższej presji inflacyjnej. Mimo to, według dostępnych prognoz, dynamika PKB w największych gospodarkach w 2023 r. będzie relatywnie niska. Wskazywano przy tym na niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych na świecie, związaną m.in. z konsekwencjami odejścia Chin od restrykcyjnej polityki epidemicznej.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie inflacja CPI i HICP odpowiednio w Stanach Zjednoczonych i strefie euro się obniżyła, natomiast w niektórych krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen dóbr konsumpcyjnych wzrosła. Prognozy wskazują, że

inflacja na świecie będzie spadać, w związku z wygasaniem negatywnych szoków podażowych oraz spowolnieniem dynamiki konsumpcji obserwowanym w wielu krajach. Podkreślano przy tym, że według prognoz proces obniżania się inflacji będzie stopniowy, zwłaszcza w przypadku inflacji bazowej, która pozostaje relatywnie wysoka i w wielu krajach jak dotąd nie zaczęła spadać. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na niepewność dotyczącą w szczególności tempa dezinflacji w strefie euro i przyszłego kształtowania się cen usług w Stanach Zjednoczonych.

Na posiedzeniu wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny nadal podwyższyły stopy procentowe, przy czym niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przedstawiciele tych banków centralnych wskazują na potrzebę relatywnie szybkiego obniżenia inflacji. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że banki te rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż NBP, a łączna skala dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro jest istotnie mniejsza niż w Polsce. Jednocześnie wskazywano, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – utrzymują obecnie stopy procentowe bez zmian. Zwracano uwagę, że w warunkach osłabienia koniunktury i prognozowanego spadku inflacji,

coraz więcej banków centralnych wstrzymuje zacieśnianie polityki pieniężnej.

Podczas dyskusji na temat sytuacji w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że – w warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie – również w Polsce następuje spowolnienie aktywności. W IV kw. 2022 r. realna dynamika PKB obniżyła się do 2,0% r/r. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego oddziałuje ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosną inwestycje. W tym kontekście większość członków Rady oceniała, że obserwowana struktura dynamiki PKB powinna sprzyjać dezinflacji. Wskazywano, że dostępne dane za styczeń 2023 r. – w tym o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej – potwierdzają osłabienie koniunktury.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że według projekcji marcowej w 2023 r. dynamika PKB będzie niska, przy osłabionej konsumpcji. Wskazywano, że aktywność gospodarczą będą nadal ograniczać następstwa wcześniejszych negatywnych szoków podaźowych, spowolnienie w gospodarce światowej i dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej. W latach 2024-2025 wzrost gospodarczy według tej projekcji będzie przyspieszał, jednak zwracano uwagę, że będzie to następowało stopniowo. Podkreślano, że w całym horyzoncie projekcji luka popytowa ma być ujemna. Wskazywano również na niepewność dotyczącą prognozowanego tempa wzrostu aktywności gospodarczej. W tym kontekście część członków Rady zwracała uwagę na wyższe prawdopodobieństwo kształtowania się dynamiki PKB poniżej centralnej ścieżki projekcji, choć niektórzy członkowie Rady podkreślali możliwość wyższego wzrostu gospodarczego.

Członkowie Rady wskazywali, że utrzymuje się korzystna sytuacja na rynku pracy, choć nastąpiło niewielkie spowolnienie wzrostu zatrudnienia w firmach. Dane BAEL wskazują, że liczba pracujących w gospodarce w IV kw. 2022 r.

pozostała zbliżona do notowanej rok wcześniej, przy jej spadku w sektorze prywatnym. Zaznaczano, że roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w styczniu 2023 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost wynagrodzeń nominalnych przekracza obecnie wzrost wydajności pracy. Podczas dyskusji oceniano, że dostosowanie rynku pracy do osłabionej koniunktury następuje przez płace realne, a nie wzrost bezrobocia, co jest scenariuszem korzystnym z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej i długofalowego wzrostu.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS – nieuwzględniających jeszcze corocznej zmiany wag w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych – roczna inflacja CPI w styczniu 2023 r. wzrosła względem grudnia 2022 r., wobec podwyższenia stawek VAT na produkty energetyczne i dostosowania części taryf na nośniki energii. Wskazywano, że prawdopodobnie nieznacznie wzrosła także inflacja bazowa, jednak oceniano, że nie jest to efekt przyspieszenia popytu, którego dynamika spada. Natomiast roczna dynamika cen żywności ponownie się obniżyła. Jednocześnie zwracano uwagę, że w ostatnim czasie istotnie spadały oczekiwania inflacyjne konsumentów oraz firm, choć niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że dopiero ostatnio poprawiła się struktura odpowiedzi na pytania ankietowe.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że dostępne prognozy wskazują, że w lutym 2023 r. prawdopodobnie wystąpił szczyt inflacji CPI. Według marcowej projekcji, a także innych prognoz, od II kw. 2023 r. rozpocznie się systematyczny spadek dynamiki cen. Podkreślano, że na spadek inflacji wpłyną nie tylko efekty bazy statystycznej, ale także słabnąca presja cenowa. Zaznaczano przy tym, że z jednej strony słabnie popyt, ograniczając przestrzeń do podwyżek cen, a z drugiej strony spowalnia

wzrost kosztów, na co wskazuje m.in. obniżająca się inflacja PPI. Jednocześnie zwracano uwagę, że wygasanie efektów wcześniejszych szoków będzie stopniowe, co wynika z charakteru i skali tych szoków.

Według projekcji inflacja CPI w Polsce będzie się obniżać także w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że projekcja opiera się na założeniu stałych stóp procentowych NBP. Większość członków Rady podkreślała, że na koniec horyzontu projekcji dynamika cen ma być zgodna z celem inflacyjnym NBP. Zaznaczano również, że w horyzoncie projekcji obniży się inflacja bazowa. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że od połowy 2023 r. większość inflacji będzie wynikać z inflacji bazowej. Część członków Rady wskazywała na niepewność dotyczącą perspektyw inflacji, w tym niektórzy członkowie Rady podkreślali możliwość kształtowania się dynamiki cen powyżej centralnej ścieżki projekcji, a inni zwracali uwagę na prawdopodobieństwo szybszego spadku inflacji.

Podczas dyskusji podkreślano wpływ dokonanego silnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP na warunki monetarne. Wskazywano, że nastąpiło bardzo wyraźne obniżenie dynamiki agregatów monetarnych i kredytowych, w tym spadek stanu kredytów dla sektora gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na istotną ich zdaniem wielkość nowo udzielanych kredytów. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że złagodzenie rekomendacji nadzorczych dotyczących warunków oceny zdolności kredytowej przy udzielaniu części kredytów może oddziaływać w kierunku pewnej odbudowy akcji kredytowej.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej

dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie większość członków Rady oceniła, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie, ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Taką ocenę wspierała marcowa projekcja inflacji i PKB. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie Rady w świetle oczekiwanego stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy osłabianiu się krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, oraz napływających sygnałach świadczących o hamowaniu globalnej presji inflacyjnej, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 kwietnia 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. W szczególności zaznaczano, że wzrost gospodarczy w strefie euro w I kw. 2023 r. był prawdopodobnie zbliżony do zera, a według dostępnych prognoz w całym roku ma pozostać niski. Zwracano jednak uwagę, że skala spowolnienia globalnej aktywności jest mniejsza, niż wcześniej oczekiwano.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach ceny surowców – zarówno energetycznych, jak i rolnych – na rynkach światowych spadły, choć w reakcji na decyzję OPEC+ z początku kwietnia o zmniejszeniu skali wydobycia ropy ceny ropy wzrosły. Zaznaczano ponadto, że ustępują zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw, co wspiera aktywność w gospodarce światowej, a jednocześnie oddziałuje w kierunku niższej presji inflacyjnej.

Część członków Rady zwracała uwagę, że nowym czynnikiem ryzyka dla koniunktury za granicą są zaburzenia w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych oraz Europie. Zaburzenia te mogą przełożyć się na dodatkowe ograniczenie akcji kredytowej banków w krajach nimi dotkniętych, przez co mogą negatywnie oddziaływać na perspektywę wzrostu ich PKB. W efekcie w ostatnich tygodniach istotnie obniżyły się oczekiwania rynkowe dotyczące kształtowania się stóp procentowych m.in. w Stanach

Zjednoczonych i strefie euro w najbliższych kwartałach, co było spójne z pewnym złagodzeniem przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny ich komunikacji dotyczącej perspektyw polityki pieniężnej.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie dynamika cen konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro obniżyła się, choć – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – ze względu na skalę wcześniejszych szoków, ich wtórne efekty i relatywnie szybki wzrost płac nominalnych proces powrotu inflacji do celów banków centralnych w głównych gospodarkach będzie powolny, co sygnalizuje również nadal wysoka inflacja bazowa w większości gospodarek. W tym kontekście zaznaczano, że także w 2024 r. inflacja ma być wyższa niż cele inflacyjne Fed i EBC. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że – zwłaszcza wobec obniżenia się oczekiwań rynkowych dotyczących kształtowania się stóp procentowych w głównych gospodarkach oraz wzrostu cen ropy w ostatnich dniach – może to ograniczać antyinflacyjne oddziaływanie spadku presji inflacyjnej za granicą na ceny w Polsce. Część członków Rady podkreślała, że inflacja – mimo obniżania się – pozostaje wyjątkowo wysoka w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Odnosząc się do bieżącej koniunktury, część członków Rady oceniała, że napływające dane potwierdzają spowolnienie gospodarcze. Zaznaczali oni w szczególności, że w lutym obniżyła się produkcja przemysłowa, a sprzedaż detaliczna była o 5% niższa niż rok wcześniej, co – choć w części wynikało z efektu bazy – sygnalizuje dalszy i być może silniejszy od dotychczasowych oczekiwań spadek konsumpcji na początku br. Członkowie ci zwracali także uwagę na nieznaczące obniżenie się w kwietniu wskaźnika PMI dla krajowego przetwórstwa przemysłowego, który od wielu miesięcy kształtuje się na poziomie poniżej 50 punktów. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast

zdania, że już w II kw. 2023 r. można oczekiwać powolnego ożywienia aktywności gospodarczej, a w III kw. br. jego przyspieszenia.

Wskazywano, że sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu jest dobra, a stopa bezrobocia w Polsce należy do najniższych w Unii Europejskiej (drugie miejsce). Część członków Rady zaznaczała jednak, że stopniowo słabnący popyt na pracę znalazł odzwierciedlenie w wyraźnym spadku liczby nowo utworzonych i wolnych miejsc pracy w gospodarce w IV kw. ub.r. oraz w spowolnieniu rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lutym br. Z kolei wzrost wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw w lutym był zbliżony do odnotowanego w styczniu, co wynikało częściowo z wypłaty kolejnych premii w górnictwie i podwyżki płacy minimalnej. Natomiast płace realne nadal się obniżały, co powinno sprzyjać dezinflacji. Inni członkowie Rady wskazywali, że choć w lutym nastąpił spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (także w ujęciu miesiąc do miesiąca po odsezonowaniu), to był on niewielki. Członkowie ci oceniali również, że wzrost płac nominalnych – nawet pomijając górnictwo i efekt wzrostu płacy minimalnej – jest wciąż wysoki, zwłaszcza w niektórych sekcjach.

Na posiedzeniu wskazywano, że – według wstępnych danych GUS – roczna inflacja CPI w marcu 2023 r. obniżyła się o ponad 2 punkty procentowe względem lutego (do 16,2% z 18,4% w lutym), co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki cen energii. Z kolei ograniczona podaż warzyw i mięsa nadal podbijała ceny żywności i w efekcie w marcu nie zanotowano jeszcze spadku ich dynamiki, przy czym część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost cen żywności niedługo powinien spowolnić. Zaznaczano, że wstępne szacunki wskazują także na wzrost inflacji bazowej, która – według prognoz NBP – ma wkrótce zacząć się stopniowo obniżać. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wskaźnik CPI w ujęciu miesiąc do miesiąca oraz szacowany

poziom inflacji bazowej w marcu pozostały wysokie. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że na spadek rocznego wskaźnika inflacji w marcu br. wpłynął efekt bazy statystycznej.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że dynamika cen będzie się dalej wyraźnie obniżać, kontynuując rozpoczęty proces stopniowej dezinflacji. Zaznaczano, że wobec wyraźnego spadku konsumpcji połowa ankietowanych przez NBP firm deklaruje trudności z przekładaniem rosnących kosztów na ceny produktów finalnych, podczas gdy dotychczas część przedsiębiorstw prowadziła politykę cenową nakierowaną nie tylko na rekompensowanie wzrostu kosztów, ale także na wzrost marż. Część członków argumentowała jednak, że czynnikiem, który będzie hamował spadek inflacji, może być dynamika cen niektórych usług. Podkreślano przy tym, że od pewnego czasu obniżają się oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, co powinno wspierać oczekiwania na spadek inflacji w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na dalsze obniżenie się rocznej dynamiki cen produkcji, które także będzie wspierać proces dezinflacji. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że część napływających danych sygnalizuje większą uporczywość inflacji, co zwiększa ryzyka dla jej obniżania się w kierunku celu w kolejnych latach. Członkowie ci zwracali uwagę, że w ujęciu miesiąc do miesiąca wskaźnik PPI z wyłączeniem dóbr związanych z energią był nieznacznie dodatni.

Podczas dyskusji wskazywano na wyraźny wpływ dokonanego silnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP na warunki monetarne. Wskazywano, że w efekcie istotnego wzrostu kosztów zadłużenia nastąpiło bardzo wyraźne obniżenie dynamiki akcji kredytowej, w tym spadek stanu kredytów dla sektora gospodarstw domowych, oraz zmniejszenie agregatu monetarnego M1, przy jednoczesnym wzroście

depozytów terminowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali w tym kontekście, że dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych przekładają się wyraźnie na sytuację finansową kredytobiorców. W efekcie utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie powinno ograniczać ryzyko nadmiernego wzrostu zadłużenia w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że szacowane realne stopy procentowe są ujemne, co – zdaniem tych członków Rady – może utrudniać obniżanie inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali także, że w ostatnich miesiącach – po wcześniejszym silnym wzroście – nieco obniżyło się oprocentowanie niektórych rodzajów kredytów.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie większość członków Rady oceniła, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, a w szczególności oczekiwane stopniowe obniżanie

się inflacji, osłabienie krajowej koniunktury, w tym spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych, w tym niską dynamikę kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając dokonane wcześniej silne zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest obecnie utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 10 maja 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona, co potwierdzają dane o dynamice PKB w I kw. br. w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro. W szczególności zaznaczano, że wzrost gospodarczy w strefie euro był jedynie nieznacznie dodatni. Natomiast aktywność gospodarcza przyspieszyła w Chinach, po odejściu tego kraju od wcześniej

realizowanej polityki zero-Covid. Zwracano jednak uwagę, że według prognoz instytucji międzynarodowych wzrost PKB na świecie w 2023 r. ukształtuje się na poziomie poniżej wieloletniej średniej, a w 2024 r. ma pozostać umiarkowany. Część członków Rady argumentowała przy tym, że o ile szok energetyczny wygasa, to czynnikiem niepewności dla globalnej koniunktury stały się zaburzenia w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady wskazywali, że obawy o aktywność na świecie znajdują odzwierciedlenie w spadku cen wielu surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, mimo decyzji OPEC+ o zmniejszeniu skali jej wydobycia. Część członków Rady zaznaczyła także, że w ostatnich miesiącach spadły ceny surowców rolnych, przy czym niektórzy członkowie Rady oceniali, że dalsze zmiany cen żywności są obarczone znaczną niepewnością.

Członkowie Rady wskazywali, że na początku maja br. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny podwyższyły stopy procentowe o 25 pb. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że Fed i EBC, choć zbliżają się prawdopodobnie do końca cyklu zacieśniania polityki pieniężnej – w szczególności ze względu na zaburzenia w sektorze bankowym Stanów Zjednoczonych – to banki te obawiają się uporczywości inflacji.

Podkreślano, że inflacja na świecie obniża się, ale jest to proces stopniowy, co wiąże się z wysoką dotychczas inflacją bazową w większości krajów, w tym w Stanach Zjednoczonych i w wielu europejskich gospodarkach. Oceniano, że wysoki poziom inflacji bazowej wynika zarówno z wcześniejszego silnego wzrostu kosztów, jak i ze wzrostu marż przedsiębiorstw, gdyż w warunkach korzystnej sytuacji na rynkach pracy i wzrostu popytu część firm podwyższała ceny w stopniu większym, niż wynikało to z rosnących kosztów. Większość członków Rady wyrażała opinię, że wraz z ustępowaniem szoków

podażowych i spowalnianiem dynamiki popytu można oczekiwać stopniowego spadku 2/5 inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że procesy cenotwórcze, w tym częstotliwość i charakterystyka zmian cen, są obecnie inne niż przed pandemią, tj. w okresie niskiej inflacji, co może zwiększać uporczywość inflacji w wielu krajach. W ich ocenie podobny efekt może mieć wzrost popytu na usługi, a przez to wzrost zapotrzebowania na pracowników w tym sektorze, znajdujący odzwierciedlenie w wysokiej dynamice ich wynagrodzeń i inflacji cen usług. Członkowie ci zaznaczali jednak, że nie wiadomo, na ile procesy te okażą się trwałe.

Odnosząc się do koniunktury krajowej, część członków Rady oceniała, że napływające dane za I kw. potwierdzają spowolnienie dynamiki PKB, w tym wyraźny spadek popytu konsumpcyjnego. Zaznaczali oni w szczególności, że w marcu pogłębiły się spadki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, a dalsze obniżenie się wskaźnika PMI dla przemysłu w kwietniu sugeruje osłabienie koniunktury w sektorze przemysłowym. Członkowie ci zwracali uwagę, że w marcu nastąpił też spadek produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie większość członków Rady była zdania, że w II poł. 2023 r. można oczekiwać ożywienia aktywności gospodarczej.

Wskazywano, że sytuacja na rynku pracy wciąż jest dobra, przy czym część członków Rady podkreślała, że wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw stopniowo słabnie, a dynamika wynagrodzeń nominalnych w marcu obniżyła się. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że w większości sektora usług zatrudnienie rośnie, a w wybranych jego sekcjach oraz w przetwórstwie przemysłowym dynamika płac nominalnych jest – ich zdaniem – wciąż bardzo wysoka. Jednocześnie wzrost płacy minimalnej od początku 2023 r. zwiększył dochody gospodarstw domowych. Zdaniem tych członków Rady na wysokim poziomie utrzymuje

się relacja płac do wydajności pracy, a także – mimo spadku – odsetek firm odczuwających presję płacową.

Na posiedzeniu wskazywano, że – według wstępnych danych GUS – roczna inflacja CPI w kwietniu 2023 r. obniżyła się do 14,7% (z 16,1% w marcu i 18,4% w lutym), co wynikało przede wszystkim z osłabienia rocznego tempa wzrostu cen żywności. Po raz kolejny spowolnił również roczny wzrost cen energii, a wstępne szacunki sygnalizują, że w kwietniu obniżyła się także nieznacznie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii). Członkowie Rady zaznaczali, że dezinflację wyraźnie widać też w cenach produkcji sprzedanej przemysłu, których dynamika silnie się obniżyła przez ostatnie miesiące. Większość członków Rady zwracała ponadto uwagę na kontynuację spadku oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych oraz deklaracje firm, zgodnie z którymi coraz trudniej jest przedsiębiorcom podnosić ceny w reakcji na wzrost kosztów. Zdaniem 3/5 tych członków Rady są to czynniki uzasadniające spodziewany dalszy spadek inflacji, w tym bazowej. Większość członków Rady oceniała przy tym, że procesowi dezinflacji sprzyja obserwowane w ostatnim okresie umocnienie kursu złotego.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że procesy cenotwórcze w Polsce – podobnie jak w innych krajach – przebiegają obecnie inaczej niż w okresie niskiej inflacji, a także że procesy te pozostają pod wpływem skutków wzrostu roli sektora usług, co zwiększa ryzyko uporczywości inflacji. W opinii tych członków Rady obniżenie się rocznego wskaźnika CPI odzwierciedla efekty bazy, a efekty wcześniejszych podwyżek stóp procentowych NBP są niewystarczające, zwłaszcza że wciąż znaczna część przedsiębiorców i konsumentów oczekuje wysokiej inflacji.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że dynamika cen

konsumpcyjnych będzie się dalej wyraźnie obniżać, kontynuując rozpoczęty proces dezinflacji. Część członków Rady wyrażała przy tym opinię, że obniżanie się inflacji może być nieco wolniejsze niż ścieżka zarysowana w marcowej projekcji. Członkowie ci zwracali w tym kontekście uwagę na wiele utrzymujących się czynników niepewności. Jednocześnie większość członków Rady oceniła, że perspektywy powrotu inflacji do celu w horyzoncie projekcji nie zmieniły się. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że do końca 2025 r. inflacja nie obniży się do poziomu celu inflacyjnego NBP.

Część członków Rady podkreślała, że wysoki poziom stóp procentowych NBP – obok wcześniejszego wzrostu cen – jest czynnikiem ograniczającym skłonność do dokonywania wydatków. Efekty wysokiego poziomu stóp widać m.in. w wyraźnym obniżeniu się agregatu monetarnego M1 i dynamiki zadłużenia z tytułu kredytów, w tym w spadku stanu kredytów mieszkaniowych. Zdaniem tych członków Rady potwierdza to silne oddziaływanie polityki pieniężnej NBP na gospodarkę. Członkowie ci oceniali, że kanał kredytowy jest skuteczny, mimo pewnego przyrostu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w ostatnim okresie, który jednak w znacznej mierze wynikał ze złagodzenia rekomendacji nadzorczych dotyczących warunków oceny zdolności kredytowej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że znaczna część aktywów gospodarstw domowych jest bardzo płynna, przez co mogą być one wykorzystane do finansowania konsumpcji, a nadpłacenie wcześniej zaciągniętych kredytów w reakcji na wzrost stóp procentowych zmniejsza siłę oddziaływania kanału kredytowego. Członkowie ci wskazywali także, że po wcześniejszym silnym wzroście obniżyło się nieco oprocentowanie niektórych rodzajów kredytów i depozytów. Dodatkowo niektórzy 4/5 członkowie Rady argumentowali, że wraz z oczekiwanym ożywieniem aktywności gospodarczej w II poł.

2023 r. należy oczekiwać przyspieszenia akcji kredytowej.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie większość członków Rady oceniła, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, a w szczególności oczekiwane stopniowe obniżanie się inflacji, osłabienie krajowej koniunktury, w tym spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych, w tym niską dynamikę kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając dokonane wcześniej silne zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest obecnie utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

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

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

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

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

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. W strefie euro roczna dynamika aktywności w I kw. br. dalej się obniżała. Jednocześnie w Niemczech nastąpił spadek PKB i poziom aktywności gospodarczej był niższy niż przed wybuchem pandemii. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje lepsza niż w Europie, choć dynamika aktywności była w I kw. br. niższa od wieloletniej średniej dla tej gospodarki. Część członków Rady wskazywała również, że ożywienie aktywności gospodarczej w Chinach po odejściu od realizowanej wcześniej polityki „zero Covid” jest jak dotąd ograniczone.

Zwracano uwagę, że w dalszym ciągu niekorzystnie na sytuację gospodarczą na świecie wpływają skutki szoku surowcowego, przy czym podkreślano, że wstrząs ten stopniowo ustępuje.

Niemniej jego wtórne efekty cały czas negatywnie oddziałują na gospodarki, w tym zwłaszcza na strefę euro i kraje regionu Europy Środkowo-Wschodniej. W szczególności wskazywano, że roczna dynamika cen pozostaje wysoka, co przyczynia się do spadku realnych dochodów gospodarstw domowych. W efekcie wyraźnie spada sprzedaż detaliczna w wielu gospodarkach. Członkowie Rady podkreślali, że negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie wpływa również globalne zacieśnienie polityki pieniężnej, które przyczynia się do spowalniania dynamiki kredytu.

Prognozy sygnalizują, że wzrost PKB w strefie euro w bieżącym roku będzie relatywnie niski. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB ma w tym roku pozostać umiarkowany. Zaznaczano, że utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej na świecie, w tym w związku z napięciami w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych, przy czym niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na pewne złagodzenie tych napięć.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja na świecie się obniża. W ostatnim czasie inflacja spadła zarówno w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych, jak i w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Podkreślano przy tym, że we wszystkich tych gospodarkach inflacja pozostaje wysoka, a w Europie Środkowo-Wschodniej jest nadal dwucyfrowa. Jednocześnie zwracano uwagę na spadek inflacji bazowej w otoczeniu polskiej gospodarki. W maju po raz drugi z rzędu obniżyła się ona w strefie euro. Wskazywano, że inflacja bazowa zaczęła również spadać w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, choć nadal w większości z nich przekracza 10%.

Członkowie Rady zaznaczali, że obniżaniu się inflacji na świecie sprzyja wygasanie szoków podażowych, w tym na rynku surowców i w globalnym handlu, a także ograniczanie popytu na towary przez gospodarstwa domowe. W

efekcie na świecie szybko obniża się dynamika cen produkcji. Mimo to spadek inflacji w wielu gospodarkach jest stopniowy, gdyż w kierunku dalszego wzrostu cen oddziałuje szybki wzrost wynagrodzeń nominalnych, relatywnie dobra koniunktura w usługach, a także przenoszenie wcześniejszych silnych wzrostów kosztów produkcji na ceny konsumpcyjne oraz relatywnie wysokie zyski przedsiębiorstw.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w ostatnim czasie w części gospodarek rozwiniętych banki centralne podniosły stopy procentowe. Z kolei wiele banków centralnych gospodarek wschodzących, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. Roczna dynamika PKB w I kw. 2023 r. wyniosła -0,3%. Podkreślano, że dane o spowolnieniu dynamiki PKB były spójne z marcową projekcją. W kierunku niższej rocznej dynamiki PKB oddziaływał efekt bazy związany z silnym przyrostem zapasów w I kw. 2022 r. Zwracano uwagę, że spowolnienie aktywności gospodarczej sprzyja dezinflacji. Ponadto większość członków Rady wskazywała, że struktura dynamiki PKB jest korzystna z punktu widzenia spadku dynamiki cen. W szczególności obniżenie konsumpcji ogranicza przestrzeń przedsiębiorstw do podwyższania cen. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że wzrost inwestycji wspiera rozbudowę zdolności wytwórczych, co w średnim okresie powinno dodatkowo sprzyjać dezinflacji. Jednocześnie zwracano uwagę, że dane miesięczne za kwiecień pokazują pogłębienie się spadku produkcji przemysłowej. Również sprzedaż detaliczna się obniżyła – w kwietniu br. jej spadek ponownie wyniósł ponad 7% r/r. W efekcie część członków Rady oceniała, że dynamika aktywności gospodarczej w II kw. br. może być niższa niż wcześniej oczekiwano.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się koniunktury będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB.

Członkowie Rady wskazywali, że mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, w tym utrzymuje się niskie bezrobocie. Większość członków Rady zaznaczała jednak, że dane miesięczne potwierdzają stopniowe spowalnianie popytu na pracę. Wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach był coraz mniejszy, choć dane BAEL pokazują, że liczba pracujących jest wysoka. Podkreślano, że według danych ZUS w kwietniu po raz pierwszy od dwóch lat nastąpił spadek liczby umów o pracę w ujęciu rocznym. Jednocześnie roczny wzrost wynagrodzeń nominalnych w przedsiębiorstwach w kwietniu po raz kolejny spowolnił, co przełożyło się na dalszy spadek płac realnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na wysoką dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci wskazywali również w tym kontekście na kolejną podwyżkę płacy minimalnej w bieżącym roku, która będzie oddziaływać w kierunku wzrostu wynagrodzeń w gospodarce.

Członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z wcześniejszymi prognozami inflacja w Polsce się obniża. Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI w maju 2023 r. spadła do 13,0% r/r i była najniższa od ponad roku. Zaznaczano, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy inflacja obniżyła się o ponad 5 punktów procentowych. Jednocześnie w maju br. ogólny poziom cen konsumpcyjnych nie zmienił się w stosunku do kwietnia br. Większość członków Rady zwracała w tym kontekście uwagę, że nadal wysoki roczny wskaźnik inflacji nie świadczy zatem o bieżącym wzroście ogólnego poziomu cen, lecz wynika z historii zmian cen w poprzednich miesiącach. Wskazywano, że o ile w poprzednich miesiącach spadek rocznego

wskaźnika inflacji wynikał niemal wyłącznie z obniżenia się rocznej dynamiki cen żywności i energii, to można szacować, że w maju br. nastąpił również spadek inflacji bazowej. Podkreślano, że najprawdopodobniej obniżyła się zarówno dynamika cen usług, jak i towarów nieżywnościowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że procesy cenotwórcze w Polsce – podobnie jak w innych krajach – przebiegają obecnie inaczej niż w okresie niskiej inflacji. W opinii tych członków Rady obniżenie się rocznego wskaźnika CPI odzwierciedla przede wszystkim efekty bazy oraz spadek cen surowców, a efekty wcześniejszych podwyżek stóp procentowych NBP są niewystarczające.

Członkowie Rady oceniali, że zgodnie z dostępnymi prognozami spadek dynamiki cen, w tym inflacji bazowej, będzie postępował. Wskazywano, że dynamika cen będzie dostosowywać się do osłabionej koniunktury, a jednocześnie dezinflacyjnie oddziaływać będzie wygasanie globalnych szoków podażyowych i presji kosztowej. Zaznaczano, że na osłabienie presji kosztowej wskazuje silne hamowanie inflacji cen produkcji, która w kwietniu wyniosła 6,8% r/r, a jeszcze latem ubiegłego roku przekraczała 25%. Większość członków Rady podkreślała, że do obniżenia inflacji przyczynia się też silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, które przyczyniło się do spadku zadłużenia z tytułu kredytów w polskiej gospodarce oraz agregatu monetarnego M1. Większość członków Rady wskazywała zatem, że wysoki poziom stóp procentowych NBP nadal działa antyinflacyjnie. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na kontynuację spadku miar oczekiwań inflacyjnych, w tym konsumentów i przedsiębiorców. Oceniano także, że procesowi dezinflacji sprzyja obserwowane w ostatnich miesiącach wyraźne umocnienie kursu złotego. Część członków Rady wskazywała, że spadkowi inflacji sprzyjałoby także ograniczenie marż przedsiębiorstw, które w poprzednich kwartałach w części branż były relatywnie wysokie. Jednocześnie niektórzy

członkowie Rady byli zdania, że spadek inflacji w kolejnych kwartałach może być szybszy niż wskazują na to obecne prognozy.

Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wciąż znaczna część przedsiębiorców i konsumentów oczekuje relatywnie wysokiej inflacji oraz że mediana prognoz dynamiki cen sformułowanych przez analityków rynkowych pozostała w ostatnim czasie stabilna. Oceniali oni przy tym, że tempo obniżania się inflacji może być wolniejsze niż ścieżka zarysowana w marcowej projekcji.

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

krajowej koniunktury, w tym spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych, w tym niską dynamikę kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając dokonane wcześniej silne zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest obecnie utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

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

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

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 lipca 2023 r.

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

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw globalnej aktywności gospodarczej. W strefie euro, po spadku aktywności w poprzednich kwartałach, dynamika PKB w II kw. br. prawdopodobnie pozostała niska.

Towarzyszy temu spadek inflacji na świecie, choć w większości gospodarek roczna dynamika cen jest nadal podwyższona. Spadek cen surowców wraz z ustąpieniem napięć w globalnych łańcuchach dostaw ogranicza presję cenową, co jest widoczne w wyraźnym spadku dynamiki cen produkcji. Jednocześnie inflacja bazowa w większości gospodarek pozostaje podwyższona, choć stopniowo się obniża.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa w maju 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Liczba pracujących pozostaje przy tym wysoka, ale towarzyszy temu niski roczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w czerwcu 2023 r. ponownie się obniżył i wyniósł 11,5% (wobec 13,0% w maju br.). Jednocześnie drugi miesiąc z rzędu ogólny poziom cen konsumpcyjnych nie zmienił się. Do niższej inflacji w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen energii oraz – w mniejszym stopniu – żywności i napojów bezalkoholowych oraz części pozostałych kategorii dóbr. Uwzględniając dane GUS, można szacować, że w czerwcu ponownie obniżyła się także inflacja bazowa. Jednocześnie nadal silnie spada inflacja PPI, co sygnalizuje dalsze osłabianie się zewnętrznych szoków podaży. Wraz z niższą dynamiką aktywności gospodarczej będzie to oddziaływać w kierunku dalszego obniżania

dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach.

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 22 czerwca 2023 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 11,1 – 12,7% w 2023 r. (wobec 10,2 – 13,5% w projekcji z marca 2023 r.), 3,7 – 6,8% w 2024 r. (wobec 3,9 – 7,5%) oraz 2,1 – 5,1% w 2025 r. (wobec 2,0 – 5,0%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,2 – 1,3% w 2023 r. (wobec -0,1 – 1,8% w projekcji z marca 2023 r.), 1,4 – 3,3% w 2024 r. (wobec 1,1 – 3,1%) oraz 2,1 – 4,4% w 2025 r. (wobec 2,0 – 4,3%).

Rada ocenia, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co będzie w dalszym ciągu oddziaływać również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie dynamiki PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. Rada ocenia, że silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP prowadzi do obniżania się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie ze względu na skalę i trwałość oddziaływania wcześniejszych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

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

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

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2023 r. do IV kw. 2025 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2023 r.

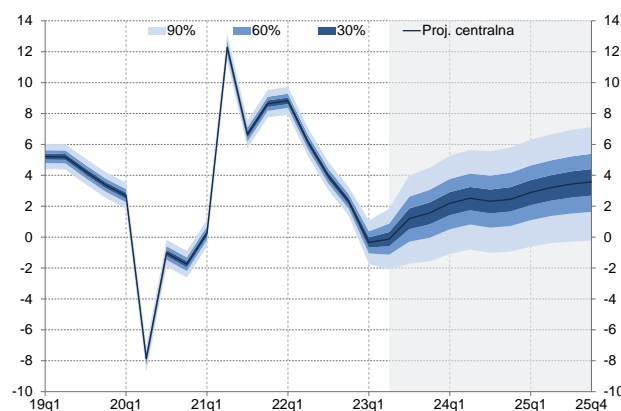
Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2023 r. (*cut-off date*)

4.1 Synteza

Centralny scenariusz projekcji w dalszym ciągu determinowany jest przez rozłożony w czasie wpływ zaburzeń – głównie o charakterze negatywnych szoków podaźowych – dotyczących światową gospodarkę. Zaburzenia te nasiliły się zwłaszcza po rosyjskiej zbrojnej agresji na Ukrainę w 2022 r. i znalazły odzwierciedlenie w utrzymujących się nadal na wysokim poziomie cenach surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Na funkcjonowanie wielu gospodarek na świecie, w tym gospodarki polskiej, wpływa również wysoki poziom niepewności, a także zacieśnienie warunków monetarnych. Krajowe procesy cenotwórcze pozostają również pod wpływem wciąż wysokich kosztów uprawnień do emisji CO₂ oraz napięć w globalnych sieciach dostaw. Czynniki te w połączeniu z wysokim wzrostem kosztów pracy prowadzą do przenoszenia zewnętrznych szoków cenowych na rynku energii i żywności na pozostałe kategorie cen, przy równoczesnym wyraźnym wzroście rentowności przedsiębiorstw.

Wpływ wymienionych zaburzeń podaźowych na inflację uległ jednak w ostatnim okresie osłabieniu, a ceny surowców energetycznych na rynkach światowych obniżyły się względem założeń z poprzednich rund progностycznych. Doprowadziło to do spadku inflacji CPI, która najwyższy poziom osiągnęła w lutym br. Zgodnie z bieżącą projekcją w najbliższych latach proces dezinflacji będzie kontynuowany, przy zmieniającym się udziale czynników odpowiedzialnych za jego intensywność. W najbliższych kwartałach do obniżenia inflacji przyczynią się w największym stopniu rozłożone w czasie efekty wcześniejszych spadków cen surowców energetycznych i rolnych wpływające na obniżenie krajowej inflacji cen energii i żywności. W latach 2024-2025 do spadku inflacji cen konsumenta silniej przyczyni się spowolnienie wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce, co

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

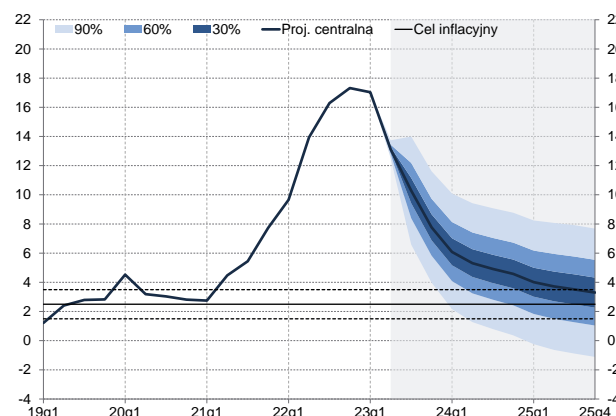
Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów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

obrazuje ujemna luka popytowa, oraz powiązany z nim spadek dynamiki kosztów związanych z zatrudnieniem. W efekcie w dalszym horyzoncie projekcji większy udział w obniżaniu się wskaźnika CPI będzie miał spadek inflacji bazowej.

Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 6,75%) inflacja CPI powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – dopiero pod koniec horyzontu projekcji. Obecny okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększa bowiem jej persystencję poprzez wzrost krótkookresowych oczekiwań inflacyjnych przekładających się na zwiększoną akceptację dla wzrostu cen w wielu sektorach gospodarki. Jakkolwiek w horyzoncie projekcji oczekuje się obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy, to w latach 2024-2025 nadal będzie ona kształtować się na podwyższonym poziomie. Pomimo coraz szerszych oznak pogorszenia krajowej koniunktury sytuacja na rynku pracy pozostaje korzystna, co wskazuje, że w najbliższych kwartałach przełożenie spowolnienia aktywności ekonomicznej na stopę bezrobocia będzie umiarkowane. Jednocześnie skalę spadku dynamiki wynagrodzeń ograniczają wysokie podwyżki wysokości płacy minimalnej w 2023 i w 2024 r.

Po okresie silnej odbudowy aktywności gospodarczej, dynamika PKB w 2023 r. istotnie się obniży. Krajowa koniunktura wciąż pozostaje pod wpływem silnych zaburzeń podaźowych odzwierciedlonych w wysokim poziomie cen wielu surowców, dóbr i usług. Niekorzystne na aktywność gospodarczą oddziałuje również wyraźne spowolnienie wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych, a także materializujące się skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. W latach 2024-2025 oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB, choć na tle wieloletniej średniej dla polskiej

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

gospodarki pozostanie ona niska. Za realizacją takiego scenariusza przemawia ograniczona skala ożywienia za granicą, spadek absorpcji funduszy UE w 2024 r. przy przechodzeniu do kolejnej perspektywy finansowej oraz przyjęte założenie o stałym poziomie stóp procentowych NBP. Z drugiej strony, negatywny wpływ wysokich cen na sytuację gospodarstw domowych, podmiotów wrażliwych i przedsiębiorstw jest łagodzony przez działania polityki fiskalnej. Kolejne instrumenty fiskalne, w tym podniesienie wysokości świadczenia wychowawczego (Program Rodzina 500 plus) z 500 zł do 800 zł z początkiem 2024 r., wprowadzenie na stałe czternastej emerytury oraz wsparcie przez państwo zakupu pierwszego mieszkania, tj. program „Bezpieczny Kredyt 2%” będą oddziaływać pozytywnie na wzrost gospodarczy w latach 2024-2025.

Przyszła aktywność gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w znacznym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji na Ukrainę. Istotnym źródłem ryzyka dla koniunktury za granicą jest również przyszły kształt polityki monetarnej głównych banków centralnych. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI i nieznaczną asymetrię ryzyk w dół dla dynamiki PKB (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Dynamika PKB w krajach głównych partnerów handlowych Polski pozostaje niska. Gospodarka strefy euro znalazła się w technicznej recesji, po spadku PKB w dwóch kolejnych kwartałach (tj. IV kw. ub.r. i I kw. br.), a tempo wzrostu w Stanach Zjednoczonych wciąż kształtuje się poniżej wieloletniej średniej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Aktywność gospodarcza w głównych gospodarkach rozwiniętych pozostaje pod negatywnym wpływem wcześniejszego

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

silnego wzrostu cen wielu surowców, zacieśnienia polityki pieniężnej oraz podwyższonej niepewności. Skutki powyższych uwarunkowań będą wpływać na koniunkturę w otoczeniu gospodarki polskiej także w kolejnych kwartałach br., choć w skali nieco mniejszej niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej (Tabela 4.1). Normalizacja sytuacji na rynkach surowców energetycznych i rolnych postępuje bowiem szybciej niż zakładano, czemu towarzyszy poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych.

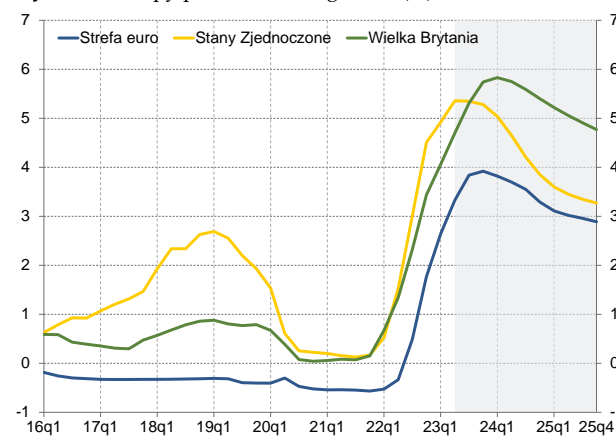
W kolejnych latach horyzontu projekcji tempo wzrostu PKB w otoczeniu gospodarczym Polski wzrośnie czemu będzie sprzyjać rozłożone w czasie wygasanie skutków wcześniejszych szoków podażowych i towarzyszące mu oczekiwane złagodzenie polityki pieniężnej w głównych gospodarkach rozwiniętych (Wykres 4.3). W strefie euro wzrost dodatkowo będą wspierać działania podejmowane w ramach programu odbudowy i wzrostu (*NextGenerationEU*).

Inflacja i rynki surowców

Pomimo spadku w ostatnich miesiącach, ceny wielu surowców na rynkach światowych nadal wyraźnie przewyższają poziom sprzed wybuchu pandemii (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Na podaż surowców wciąż oddziałują sankcje nałożone na Rosję, działania retorsyjne tego kraju wobec Zachodu, a w przypadku ropy naftowej także polityka OPEC nakierowana na zmniejszenie jej podaży. Z drugiej strony popyt na surowce ogranicza słaba koniunktura w gospodarce światowej oraz – w przypadku gazu ziemnego i węgla kamiennego – wyższe niż przeciętnie temperatury w ostatnich miesiącach.

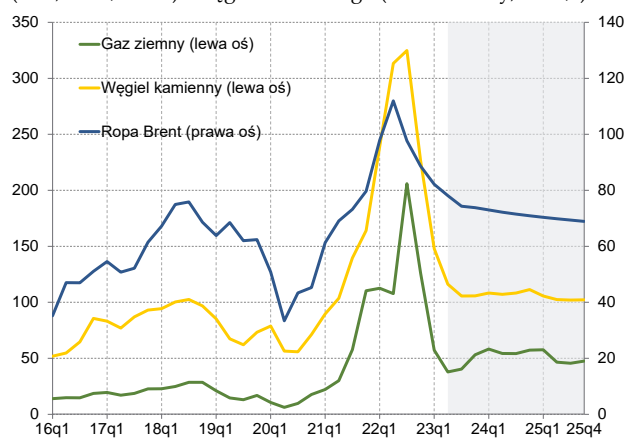
Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą w najbliższych latach kształtować się na relatywnie stabilnym poziomie, poniżej oczekiwań z poprzedniej projekcji (Wykres 4.4, Wykres 4.5). Ożywieniu gospodarstwu na świecie, skutkującemu wyższemu popytowi na

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



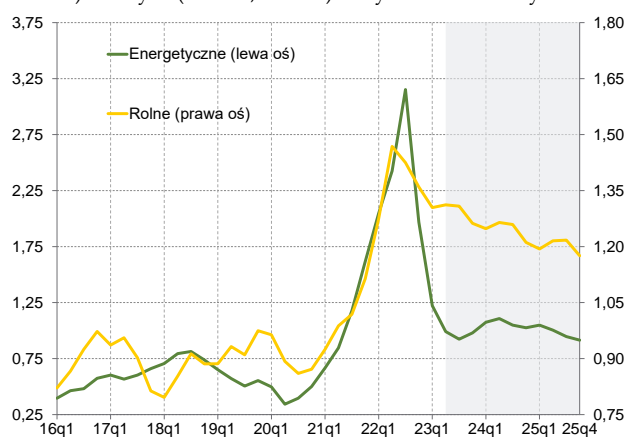
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane Bloomberg.

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

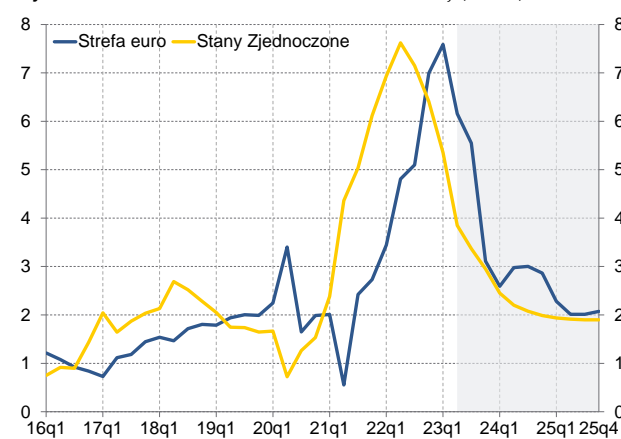
W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

ropę naftową, towarzyszyć będzie bowiem zwiększenie wydobycia tego surowca w krajach nienależących do OPEC, w tym w Stanach Zjednoczonych. W przypadku gazu ziemnego, wpływ poprawiającej się koniunktury na ceny na rynku europejskim będą w dużym stopniu ograniczać działania mające na celu zmniejszenie jego zużycia w Europie przy jednoczesnym zwiększaniu możliwości importu gazu ziemnego z innych kierunków niż Rosja.

Spadek cen surowców energetycznych w ostatnim okresie przyczynił się do zmniejszenia się presji kosztowej na rynku surowców rolnych, w tym poprzez wpływ na spadek cen nawozów sztucznych. W kierunku niższych cen pszenicy i rzepaku oddziałuje ponadto przedłużenie porozumienia umożliwiającego eksport tych surowców z Ukrainy przez Morze Czarne (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Wyceny kontraktów terminowych wskazują na kontynuację stopniowego spadku cen produktów rolnych na rynkach światowych w horyzoncie projekcji, w ślad za dalszym ograniczeniem skali zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji (Wykres 4.5).

Tempo wzrostu cen na świecie obniża się, czemu sprzyja spadek inflacji cen energii i żywności (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). W horyzoncie projekcji w kierunku kontynuacji procesu dezinflacji w gospodarce światowej będzie oddziaływać dalsze wygasanie wpływu czynników podażowych podwyższających obecnie dynamikę cen oraz obniżona aktywność gospodarcza. Jednak z uwagi na wtórne efekty wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji, przy utrzymującej się wysokiej dynamice nominalnych wynagrodzeń oraz dużej siły cenotwórczej przedsiębiorstw, spadek inflacji w głównych gospodarkach rozwiniętych przebiegać będzie stopniowo (Wykres 4.6).

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Niepewność

W Europie i na świecie cały czas utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę oraz napięciami w niektórych innych rejonach świata. Dalszy przebieg agresji, jak również przyszłe decyzje polityczne dotyczące działań retorsyjnych, wpływać będą na funkcjonowanie światowej gospodarki oraz kształtowanie się cen i podaży surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych. Towarzyszy temu niepewność dotycząca oceny wpływu istotnego zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne na globalną gospodarkę. Szersze omówienie powyższych ryzyk zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

4.3 Gospodarka polska w latach 2023-2025

Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach nośników energii, rząd wprowadził w 2022 r. działania osłonowe chroniące gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu ich cen. W istotnym zakresie wpływają one na kształt prognozowanej ścieżki inflacji CPI i PKB.

Kluczowymi działaniami rządu kształtującymi ścieżkę cen energii w br. jest wycofanie się z większości obniżek stawek podatków pośrednich, przy jednoczesnych ustawowych regulacjach taryf wybranych nośników energii połączonych z wypłatą rekompensat dla ich sprzedawców i dystrybutorów.

Regulacje te obejmują wprowadzenie maksymalnych cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, jednostek użyteczności publicznej oraz mikro, małych i średnich firm. Zgodnie z aktualnym stanem prawnym, rozwiązanie to ma obowiązywać do końca br. i

Tabela 4.2 Rządowe działania osłonowe podjęte w związku z zaburzeniami na rynkach surowców wywołanymi rosyjską agresją na Ukrainę – koszty dla sektora finansów publicznych (w % PKB)

	2023
Zmiany podatkowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej	0,3
Rekompensaty dla sprzedawców gazu, węgla, ciepła i energii elektrycznej za sprzedaż po cenach regulowanych dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej	1,7
Dopłaty do cen energii elektrycznej oraz gazu dla przedsiębiorstw energochłonnych	0,1
Dodatki osłonowe, transfery do gospodarstw domowych, które używają węgla (i innych paliw oraz energii elektrycznej) do ogrzewania, refundacja podatku VAT dot. zakupu gazu przez gospodarstwa domowe	0,1
Wsparcie w obszarze rolnictwa (m.in. dopłaty do cen nawozów dla rolników, wsparcie producentów pszenicy i kukurydzy)	0,2
Ograniczenie przychodów niektórych wytwórców energii elektrycznej oraz firm wydobywających gaz ziemny	-0,9
Łączny koszt dla SFP rządowego wsparcia osłonowego	1,5

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

będzie w części sfinansowane przez wytwórców energii elektrycznej i przedsiębiorstwa obrotu. Od stycznia br. zamrożono też ceny gazu dla gospodarstw domowych i jednostek wrażliwych na poziomie z 2022 r. Do sprzedawców gazu trafią natomiast rekompensaty częściowo finansowane przez przedsiębiorstwa wydobywające gaz. Do końca 2023 r. ograniczono również ustawowo wzrost taryf za ciepło i ogrzewanie wody dla gospodarstw domowych i jednostek użyteczności publicznej. W październiku ub.r. przyjęto też regulacje pozwalające gospodarstwom domowym na zakup węgla od gmin po preferencyjnej cenie, jednocześnie zapewniając wsparcie finansowe dla importerów tego surowca. Zgodnie z szacunkami NBP, opartymi m.in. na dokumentach i prognozach rządowych, łączna wartość rekompensat z tytułu regulacji taryf dotyczących gazu, węgla, energii cieplnej i elektrycznej wyniesie w br. 1,7% PKB, przy czym duża część tej kwoty – 0,9% PKB – będzie sfinansowana przez producentów prądu i wydobywców krajowego gazu ziemnego (Tabela 4.2).

W projekcji przyjęto, że w latach 2024-2025 wsparcie rządowe polegające na ograniczaniu wzrostu cen energii elektrycznej dla podmiotów wrażliwych będzie stopniowo zmniejszane, a w przypadku cen gazu – wygaśnie całkowicie w związku ze spadkiem cen tego surowca.

Rząd będzie też wspierał przedsiębiorstwa energochłonne finansując w części ich opłaty za energię elektryczną i gaz. Koszt tego wsparcia dla sektora finansów publicznych ukształtuje się w 2023 r. na poziomie 0,1% PKB (Tabela 4.2).

Na 2023 r. w ramach Tarczy Antyinflacyjnej rząd przedłużył obowiązywanie zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, zwolnienie sprzedaży paliw z podatku od sprzedaży detalicznej oraz obniżył stawki VAT na wybrane artykuły rolnicze. Koszt tej obniżki podatków dla sektora finansów publicznych wyniesie w br. 0,3% PKB (Tabela 4.2).

W projekcji uwzględniono również wpływ wzrostu transferów społecznych z tytułu waloryzacji świadczenia pielęgnacyjnego w br. i w kolejnych latach, a od 2024 r. – waloryzacji świadczenia „Rodzina 500 plus” do kwoty 800 zł na każde dziecko oraz wprowadzenia na stałe czternastej emerytury i nowego świadczenia wspierającego dla osób niepełnosprawnych. Popyt mieszkaniowy będzie natomiast wspierany przez uruchomienie od lipca br. rządowego programu dofinansowywania kredytu hipotecznego – „Bezpieczny kredyt 2%”.

Aktywność gospodarcza

Według wstępnego szacunku GUS wzrost gospodarczy w I kw. br. w ujęciu r/r ponownie obniżył się i osiągnął poziom nieznacznie niższy od zera. Bieżące dane miesięczne wskazują, że w II kw. br. dynamika PKB utrzyma się na poziomie bliskim zera przy osłabieniu negatywnego wkładu zapasów do wzrostu, ale obniżeniu dynamiki konsumpcji i inwestycji (Wykres 4.7, Wykres 4.9). Krajowa koniunktura wciąż pozostaje pod wpływem silnych negatywnych szoków, w tym szoku surowcowego wzmocnionego przez skutki agresji Rosji na Ukrainę. Niekorzystnie na aktywność gospodarczą w Polsce oddziałuje również wyraźne spowolnienie za granicą oraz materializujące się skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. Jednocześnie skalę pogorszenia krajowej koniunktury łagodzi szereg działań osłonowych dla gospodarstw domowych i podmiotów wrażliwych w zakresie wzrostu cen nośników energii (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

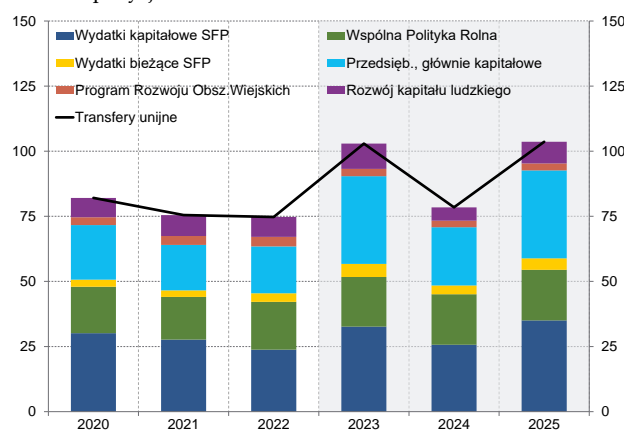
Pod wpływem wygasania negatywnych szoków podażowych oraz odbudowy aktywności za granicą wzrost gospodarczy od II połowy br. zacznie wyraźniej przyspieszać. Skalę ożywienia w 2024 r. będzie przy tym ograniczał oczekiwany istotny przejściowy spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



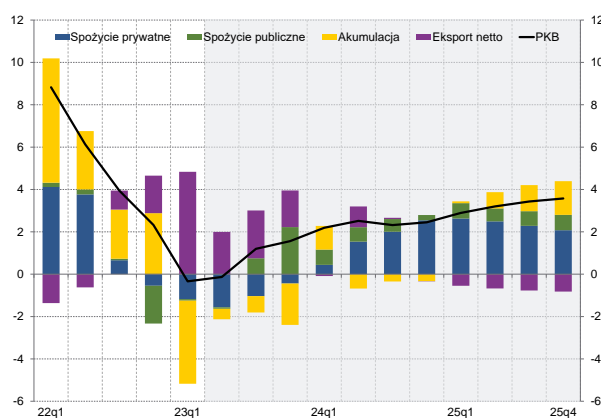
Źródło: obliczenia NBP.

(Wykres 4.8). Czynnikiem hamującym prognozowane przyspieszenie dynamiki PKB będzie również przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu niezmiennych stóp procentowych NBP (na poziomie wynoszącym 6,75% dla stopy referencyjnej) w całym horyzoncie projekcji.

Oczekuje się, że spożycie sektora gospodarstw domowych w całym 2023 r. obniży się w ujęciu średniorocznym (Wykres 4.10). Wydatki konsumentów w najbliższych kwartałach wciąż będzie ograniczać wysoka inflacja CPI zmniejszająca siłę nabywczą dochodów ludności, obniżone nastroje oraz skutki dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. Pozytywnie na wydatki konsumpcyjne będą oddziaływać natomiast korzystne dla nich działania polityki fiskalnej. W szczególności sytuację finansową gospodarstw domowych poprawiają w br. zwroty podatku PIT za 2022 r., wynikające z kształtu i trybu wprowadzania programu Polski Ład oraz wsparcie dla osób posiadających kredyty hipoteczne w złotych obejmujące zawieszenie części rat. W 2024 r. dynamika spożycia gospodarstw domowych przyspieszy na skutek korzystniejszego kształtowania się ich realnych dochodów do dyspozycji. Będzie to wynikiem relatywnie szybko rosnących nominalnych wynagrodzeń przy obniżającej się inflacji oraz wzrostu wartości świadczenia wychowawczego z 500 do 800 zł i wprowadzonej od przyszłego roku czternastej emerytury jako świadczenie stałe. Wyraźnie dodatnie tempo wzrostu konsumpcji utrzyma się do końca horyzontu projekcji.

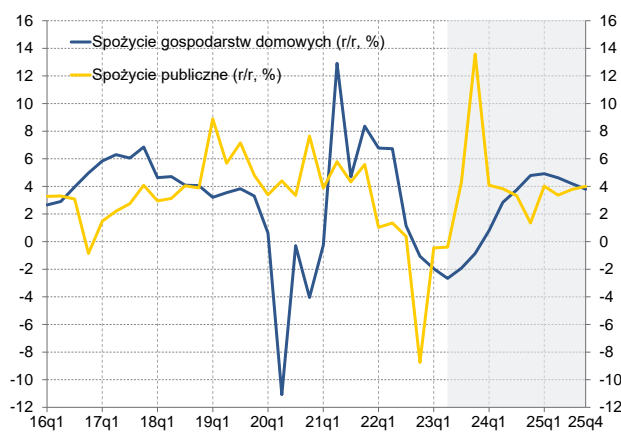
W nadchodzących kwartałach inwestycje prywatne będą pozostawać nadal pod negatywnym wpływem skutków agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę. Wpływ ten jednak stopniowo wygasa, co odzwierciedlają obniżające się oceny niepewności formułowane przez przedsiębiorstwa³⁸. Wciąż niekorzystnie na popyt inwestycyjny oddziałują wysokie ceny surowców

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

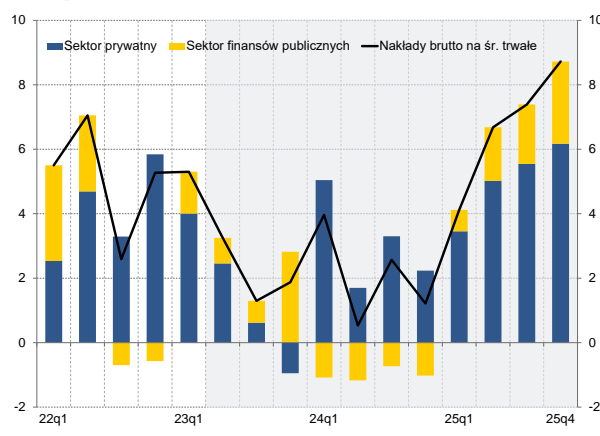
³⁸ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2023 r.

na rynkach światowych zwiększające koszty przedsiębiorstw, ale negatywny wpływ tego czynnika obniża się. Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP poziom optymizmu inwestycyjnego przedsiębiorstw w I kw. br. poprawił się, w ślad za wzrostem, choć z bardzo niskiego poziomu, oceny kwartalnych perspektyw popytowych³⁹. Na podstawie powyższych przesłanek oczekuje się, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw w całym 2023 r. obniży się, ale jedynie w ograniczonym stopniu (Wykres 4.11). Istotniejsze pogorszenie dotyka popytu mieszkaniowego, na który silniej niż na popyt przedsiębiorstw oddziałują efekty dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP, ograniczających dostępność oraz zwiększających koszt kredytu. Działanie tego czynnika będzie jednak łagodzone przez wprowadzenie przez rząd programu Bezpieczny Kredyt 2% od lipca br.

Wyraźniejsze przyspieszenie dynamiki popytu inwestycyjnego sektora przedsiębiorstw jest oczekiwane w 2025 r. wspierane przez potrzebę zwiększenia zasobu ich kapitału wytwórczego, wynikającą z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy. Jednocześnie, w sektorze mieszkaniowym nastąpi nieznaczna odbudowa popytu – względem silnego jego spadku w 2023 r. – do czego przyczyni się zwiększony popyt generowany przez program Bezpieczny Kredyt 2% oraz poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych.

Prognozowana ścieżka inwestycji publicznych jest w dużym stopniu determinowana poziomem absorpcji funduszy unijnych (Wykres 4.12). W odniesieniu do środków, które mają być wykorzystane przez Polskę w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO) przyjęto, że w latach 2023-2025 kwoty ich absorpcji będą rosły, zgodnie

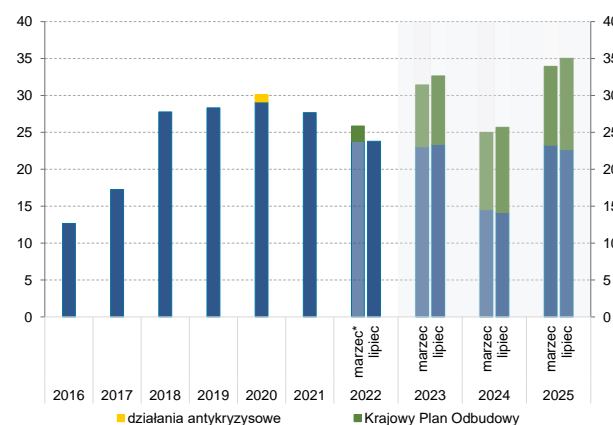
Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (t/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

* szacunki NBP.

³⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2023 r.

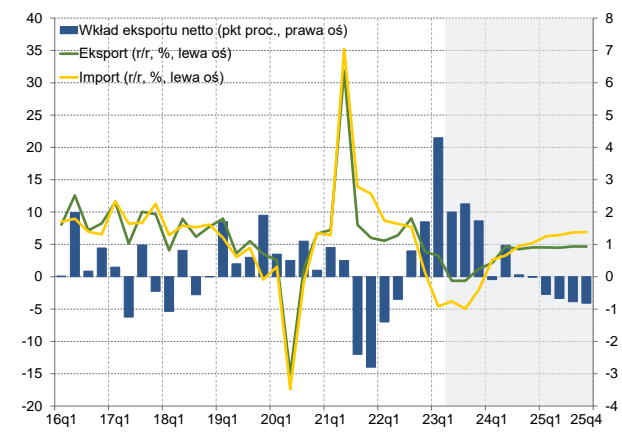
z założeniami rządu zawartymi w Programie Konwergencji z kwietnia 2023 r. Jednocześnie, ze względu na wstrzymany proces wnioskowania o fundusze unijne przeznaczone na wydatki w ramach KPO, realizacja rozpoczętych już projektów z tego programu jest tymczasowo finansowana ze środków krajowych. W 2024 r., w ślad za spadkiem transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydawania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 inwestycje publiczne wyraźnie obniżą się (Wykres 4.11). Ponowny wzrost inwestycji publicznych nastąpi w 2025 r. w wyniku rosnącej absorpcji funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. Nakłady kapitałowe sektora finansów publicznych w latach 2023-2025 będą przy tym podwyższone przez planowane zwiększenie wydatków na obronność. W 2023 r. dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost inwestycji w podsektorze samorządowym będzie wykorzystanie środków pochodzących z Rządowego Funduszu Polski Ład: Program Inwestycji Strategicznych oraz nadchodzące wybory samorządowe.

Wraz z postępującym spowolnieniem aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach rozwiniętych, w tym w gospodarce niemieckiej, popyt na polskie towary i usługi w 2023 r. obniży się względem poprzednich lat, co przełoży się na spadek tempa wzrostu eksportu i importu (Wykres 4.13). Jednocześnie, ze względu na istotne wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB przyjmie wyraźnie dodatnie wartości. W kolejnych latach, w ślad za poprawą krajowej koniunktury, wkład eksportu do dynamiki PKB obniży się, osiągając ujemne wartości w 2025 r.

Produkt potencjalny i luka popytowa

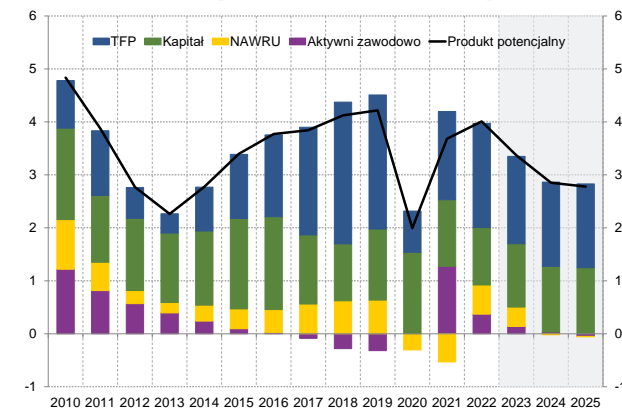
Po relatywnie wysokim wzroście potencjału polskiej gospodarki w 2022 r., wynikającym z popandemicznego zwiększenia wykorzystania

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

czynników produkcji – kapitału i pracy, w kolejnych latach jego dynamika ulegnie osłabieniu (Wykres 4.14). Niekorzystnie na dynamikę potencjału będzie także oddziaływać pogarszająca się sytuacja demograficzna odzwierciedlona w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, ograniczającym liczbę aktywnych zawodowo.

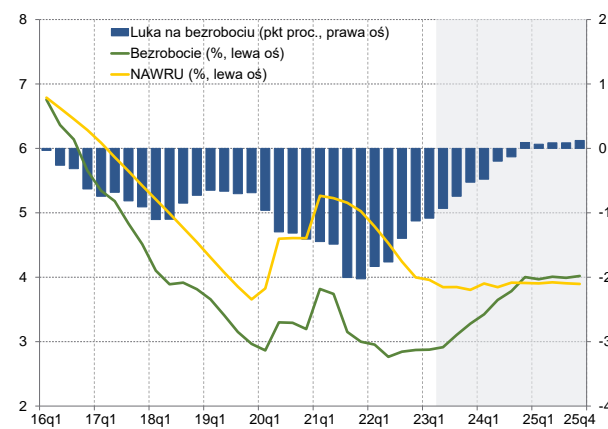
Potencjał produkcyjny krajowej gospodarki w horyzoncie projekcji zwiększa natomiast wzrost podaży pracy w wyniku aktywizacji uchodźców z Ukrainy oraz napływu migrantów z innych krajów⁴⁰. Skalę spadku dynamiki produktu potencjalnego będzie również ograniczać rosnąca stopa inwestycji przedsiębiorstw zwiększająca tempo wzrostu kapitału produkcyjnego.

W wyniku spadku tempa wzrostu PKB w ostatnich kwartałach, dodatnia luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce, silnie się zawężyła i w II kw. br. ukształtowała się już na ujemnym poziomie (Wykres 4.16). Relatywnie niska dynamika aktywności gospodarczej w latach 2023-2024 spowoduje, że luka popytowa będzie przyjmować ujemne wartości do końca horyzontu projekcji. Oznacza to, że presja popytowa będzie kształtować się na obniżonym poziomie, oddziałując w kierunku spadku inflacji CPI.

Rynek pracy

W horyzoncie projekcji w ślad za rozłożonym w czasie wpływem spowolnienia krajowej aktywności gospodarczej nastąpi wzrost stopy bezrobocia (choć o relatywnie umiarkowanej skali) (Wykres 4.15)⁴¹. Scenariusz ten potwierdzają badania ankietowe NBP, które wskazują, że planowany przez przedsiębiorstwa poziom zatrudnienia, choć wciąż relatywnie wysoki,

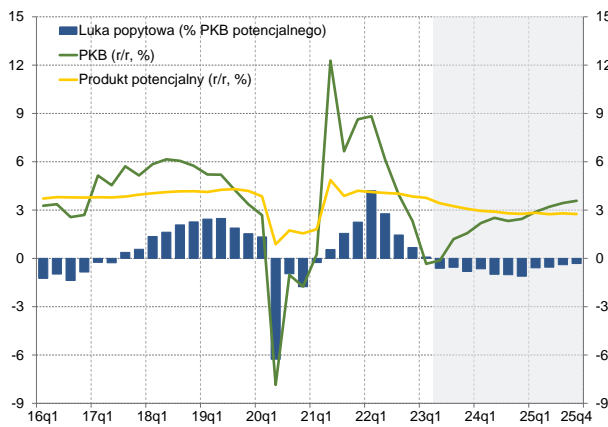
Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.16 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

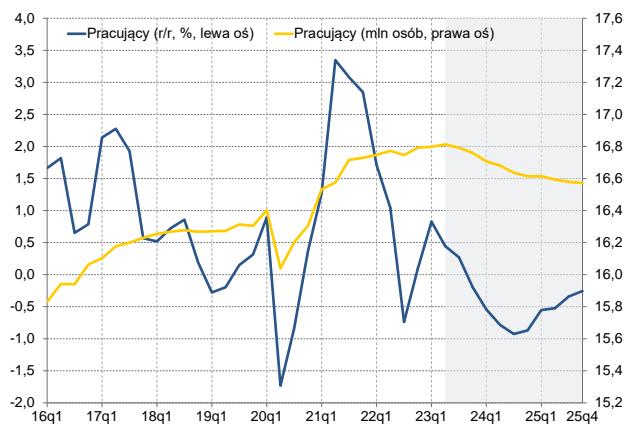
⁴⁰ Napływ imigrantów – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL. W konsekwencji, w projekcji przyjęto, że będzie on odzwierciedlony we wzroście łącznej produktywności czynników produkcji (TFP).

⁴¹ W projekcji wykorzystano szeregi historyczne BAEL przeliczone przez GUS zgodnie z nową metodyką badania obowiązującą od początku 2021 r. Pomimo rewizji, szeregi zatrudnienia, aktywności zawodowej i bezrobocia zachowują nieciągłość w I kw. 2021 r., ponieważ przeliczenie nie uwzględniła wpływu zmian w konstrukcji samej ankiety, jak również zmian w sposobie przeprowadzania wywiadów oraz rekrutacji respondentów.

obniżył się w ostatnich kwartałach (Wykres 4.17)⁴². Skalę wzrostu stopy bezrobocia będzie ograniczać tzw. chomikowanie pracy (ang. *labour hoarding*) przez przedsiębiorstwa wobec trudności ze znalezieniem nowych pracowników i potencjalnych kosztów związanych z ich wdrożeniem do pracy. W latach 2024-2025 w tym kierunku będzie oddziaływała również powoli obniżająca się liczba osób aktywnych zawodowo, co wynika z negatywnego wpływu procesów demograficznych (Wykres 4.18).

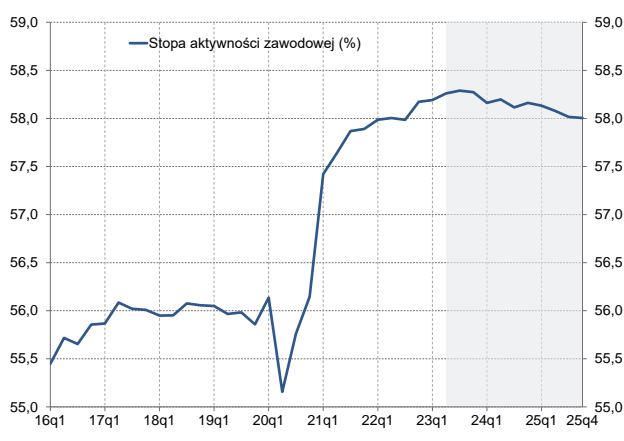
W warunkach podwyższonego tempa wzrostu cen oraz odczuwalnych w wielu branżach niedoborów kadrowych, dynamika nominalnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej utrzyma się w bieżącym roku na dwucyfrowym poziomie (Wykres 4.19). Oczekuje się jednak, że od II kw. 2023 r. zacznie ona się obniżać, do czego przyczyni się spowolnienie wzrostu gospodarczego, wzrost stopy bezrobocia oraz spadek stopy inflacji. Potwierdzają to badania ankietowe NBP, zgodnie z którymi w I kw. br. obniżył się nieznacznie odsetek przedsiębiorstw planujących podniesienie płac, jak również planowana średnia wysokość podwyżki⁴³. Skalę spadku dynamiki wynagrodzeń ograniczają dwukrotne podwyżki wysokości płacy minimalnej zarówno w 2023, jak i w 2024 r., wynoszące średniorocznie, odpowiednio, 17,8% r/r oraz 20,5% r/r (zgodnie z zapowiedziami przedstawicieli rządu). Po uwzględnieniu inflacji, siła nabywcza wynagrodzeń wzrośnie jednak na przestrzeni 2023 r. jedynie nieznacznie. Silniejszy wzrost realnych wynagrodzeń nastąpi w latach 2024-2025, choć ich dynamika ukształtuje się w tym okresie średnio nieco poniżej tempa wzrostu wydajności pracy. Presję płacową w horyzoncie projekcji będzie łagodzić obecność migrantów z Ukrainy i innych krajów.

Wykres 4.17 Liczba pracujących



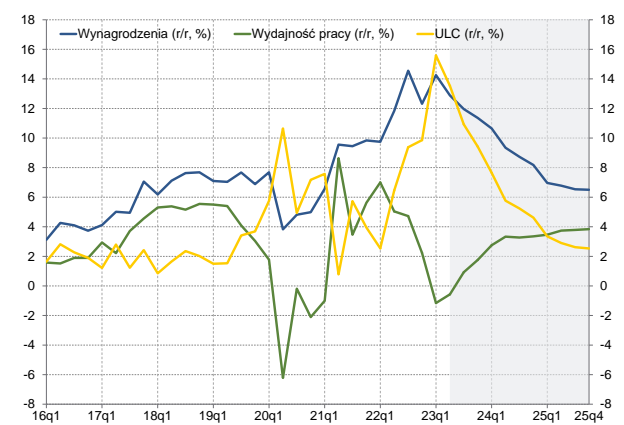
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

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

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

Inflacja CPI

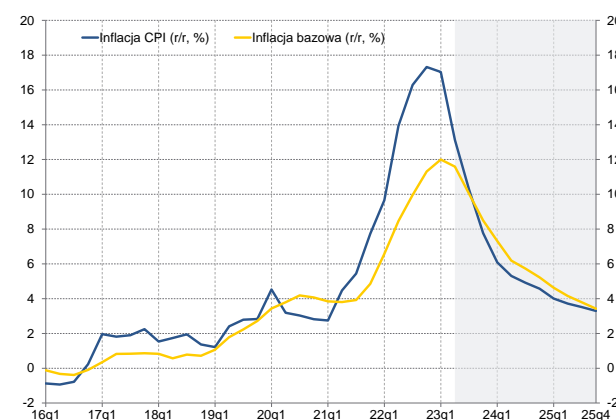
Wygasanie efektów silnego negatywnego szoku podażowego wzmocnionego skutkami zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę prowadzi do obniżania się inflacji CPI, która najwyższy poziom osiągnęła w lutym br. Dezinflacja będzie kontynuowana w horyzoncie projekcji przy zmieniającym się udziale czynników odpowiedzialnych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

W najbliższych kwartałach do obniżenia inflacji przyczyniają się w największym stopniu rozłożone w czasie efekty spadków cen surowców energetycznych i – w mniejszym stopniu – rolnych na rynkach światowych po ich silnym wzroście w latach 2021-2022. Kontynuowany będzie również proces łagodzenia napięć w globalnych sieciach dostaw. Odzwierciedleniem tych procesów jest wyraźne obniżenie na przestrzeni 2023 r. inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki oraz dynamiki cen importu (Wykres 4.22). Przekłada się to w szczególności na spadek dynamiki krajowych cen energii i – w mniejszym stopniu – cen żywności na przestrzeni br. (Wykres 4.21, Wykres 4.23).

W latach 2024-2025 do obniżenia inflacji cen konsumenta silniej przyczynia się spowolnienie wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce, co obrazuje ujemna luka popytowa, oraz powiązany z nim spadek dynamiki kosztów związanych z zatrudnieniem. W efekcie w okresie tym większą rolę w obniżaniu się wskaźnika CPI odgrywa spadek inflacji bazowej (Wykres 4.20).

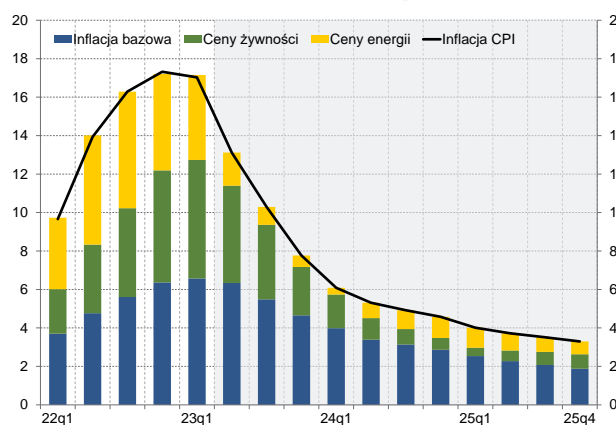
Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 6,75%) inflacja CPI powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – jednak dopiero pod koniec horyzontu projekcji (Wykres 4.20, Wykres 4.21). Okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększył bowiem jej persystencję poprzez wzrost krótkookresowych oczekiwań inflacyjnych przekładających się na podwyższoną presję płacową oraz zwiększoną akceptację dla wzrostu cen. Ponadto, ze względu na obowiązujący proces

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



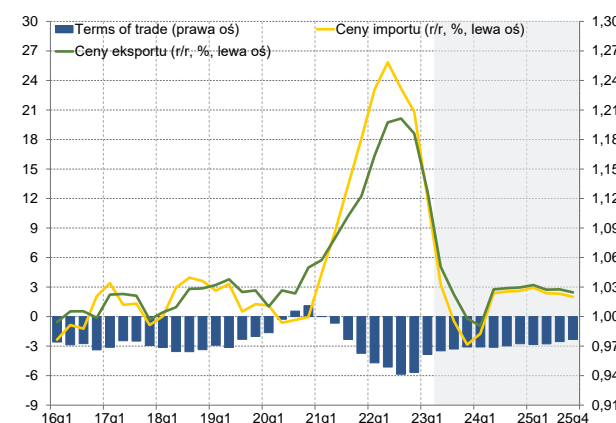
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

taryfikacji i opóźnione dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców, przy kilkukrotnie wyższych niż przed pandemią cenach uprawnień do emisji CO₂, spadek dynamiki cen energii dla gospodarstw domowych, w szczególności elektrycznej i ciepłej, będzie rozłożony w czasie.

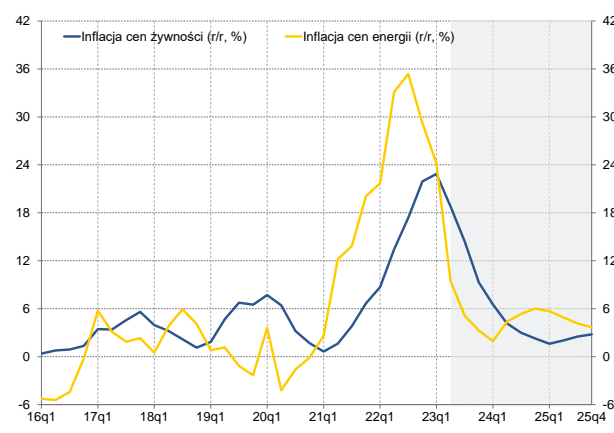
Na kształt ścieżki cen konsumenta w horyzoncie projekcji będą wpływać działania osłonowe rządu (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). W 2023 r. obejmują one w szczególności zamrożenie cen gazu i częściowe zamrożenie cen energii elektrycznej, przy jednoczesnym wycofaniu się z większości obniżek stawek podatków pośrednich. Z uwagi na spadek cen surowców energetycznych w ostatnim okresie założono, że skala rządowych działań osłonowych w latach 2024-2025 zmniejszy się, co będzie również ograniczać szybkość obniżania się stopy inflacji.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji marcowej przyczyniły się do niewielkiego obniżenia prognozowanego wzrostu gospodarczego w br. oraz jego podwyższenia w latach 2024-2025. Natomiast inflacja CPI kształtuje się w 2023 r. na tym samym średniorocznym poziomie co w poprzedniej rundzie prognostycznej, w 2024 r. skorygowano ją w dół, a w 2025 r. – nieznacznie w górę (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Niewielkie obniżenie prognozy krajowego wzrostu gospodarczego w 2023 r. jest wypadkową oddziaływania kilku różnokierunkowych czynników. Z jednej strony, niższy od oczekiwań odczyt spożycia gospodarstw domowych w I kw. br. i niekorzystne dane o sprzedaży detalicznej za kwiecień i maj br. przyczyniły się do wyraźnego obniżenia prognozy konsumpcji dla całego 2023 r. W przeciwnym kierunku oddziałuje natomiast

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



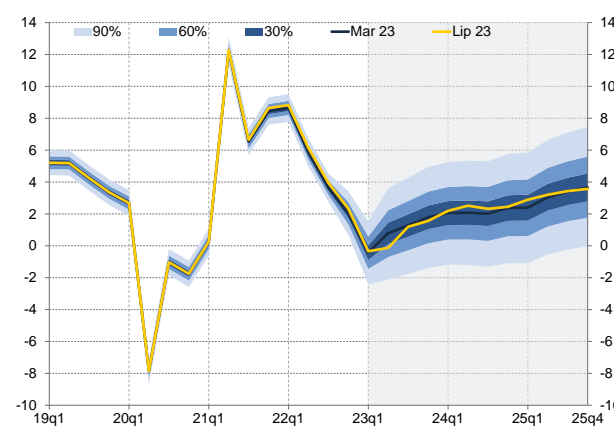
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.3 Projekcja lipcowa na tle marcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

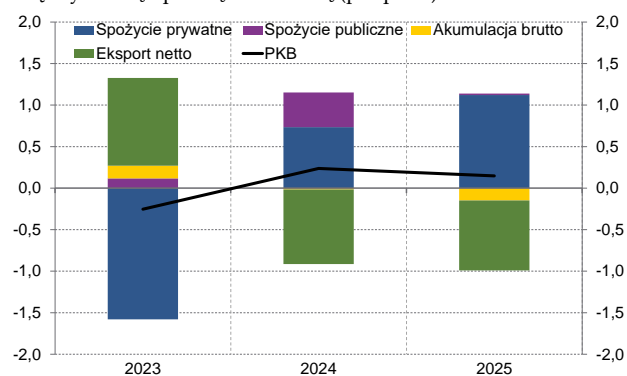
wyższy niż w projekcji marcowej wkład eksportu netto, zgodnie z jego antycyklicznym charakterem. Skalę rewizji w dół krajowego wzrostu gospodarczego w br. łagodzą również wyższe nakłady brutto na środki trwałe. Dane dla tej kategorii za I i II kw. br. wskazują na większą odporność nakładów inwestycyjnych na zacieśnienie monetarne oraz potrzebę odbudowy zasobu kapitału wytwórczego przedsiębiorstw, wynikającą przede wszystkim z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji oraz szybko rosnących kosztów pracy. Korzystnie na prognozę nakładów brutto na środki trwałe w br. wpływają również wyższe oczekiwane inwestycje publiczne, związane z większym, niż wcześniej zakładano, wykorzystaniem przez jednostki samorządu terytorialnego środków w ramach Rządowego Funduszu Polski Ład: Programu Inwestycji Strategicznych.

Rewizja w górę wzrostu gospodarczego w latach 2024-2025 związana jest w największym stopniu z uwzględnieniem w projekcji lipcowej planowanego wzrostu wydatków fiskalnych od 2024 r. (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Nowe działania rządu w połączeniu z korzystniejszą niż oceniano w projekcji marcowej sytuacją na rynku pracy prowadzą do szybszego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i, w konsekwencji, wyższej ścieżki konsumpcji. Wywołany wyższym popytem krajowym wzrost importu częściowo neutralizuje oddziaływanie na dynamikę PKB powyższej korekty spożycia.

Ścieżka inflacji CPI w projekcji kształtuje się pod wpływem rewizji w dół cen energii w całym jej horyzoncie, przy jednoczesnym szybszym wzroście cen żywności w br. oraz nieznacznej korekcie w górę inflacji bazowej w latach 2023-2025.

Inflacja cen energii obniżyła się względem projekcji marcowej pod wpływem wyraźnie niższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz aprecjacji złotego. Wpływ tych czynników na

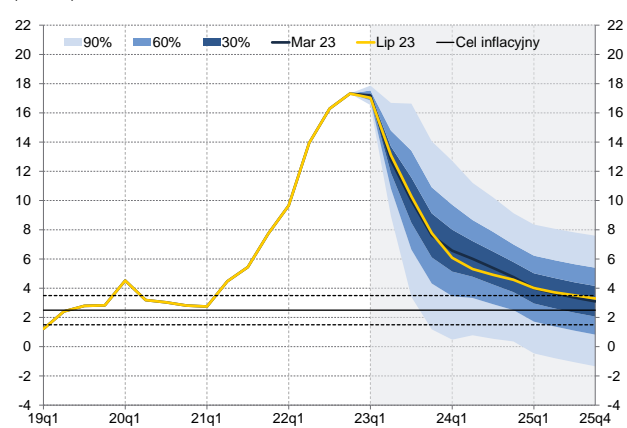
Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



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.

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



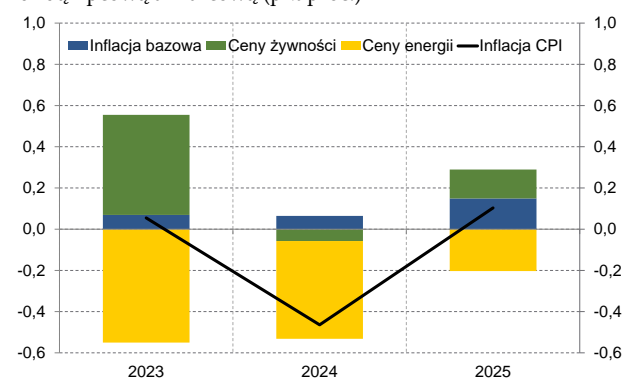
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

oczekiwany poziom poszczególnych komponentów cen energii jest rozłożony w czasie, uzależniony od sposobu ich taryfikacji dla gospodarstw domowych.

W 2023 r. wpływ na inflację CPI korekty cen energii jest równoważony przez rewizję w górę cen żywności i inflacji bazowej. Istotnym czynnikiem podnoszącym ścieżkę cen żywności w br. są wyższe ceny mięsa, w szczególności wieprzowiny, związane ze spadkiem jej produkcji w Europie, przy jej niskiej opłacalności w warunkach wysokich cen pasz i energii oraz utrzymującego się wciąż ryzyka rozprzestrzenienia się choroby ASF. W tym samym kierunku oddziałuje również wzrost cen warzyw w konsekwencji niskiej podaży w Europie w następstwie fali mrozów w basenie Morza Śródziemnego na początku 2023 r. Rewizja inflacji bazowej w br. wiąże się w dużym stopniu z wyraźnym wzrostem cen wyrobów alkoholowych, na skutek silnego wzrostu kosztów ich wytwarzania. Jest też konsekwencją wprowadzonej przez GUS w marcu br. aktualizacji miar wykorzystywanych do obliczania wskaźnika CPI, która podniosła wagi cen usług, rosnących w br. wyraźnie szybciej niż pozostałe komponenty inflacji bazowej.

Ze względu na persystencję procesów cenotwórczych, wyższa oczekiwana prognoza inflacji bazowej w br. przekłada się na jej wyższy prognozowany poziom w kolejnych latach. Ponadto, inflacja bazowa i, w mniejszej skali pozostałe komponenty inflacji CPI, kształtują się w całym horyzoncie projekcji lipcowej pod wpływem korzystniejszej niż oczekiwano w projekcji marcowej sytuacji na rynku pracy, która, poprzez wyższy wzrost wynagrodzeń, powoduje szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. W tym samym kierunku oddziałuje również uwzględnienie w bieżącej projekcji planowanego podwyższenia wydatków fiskalnych od 2024 r. (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

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 jest wciąż w największym stopniu uzależniona od makroekonomicznych skutków agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę. Istotnymi czynnikami ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są również efekty wpływu na aktywność gospodarczą w strefie euro i Stanach Zjednoczonych zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed oraz zaburzeń w systemie finansowym tych gospodarek. Oprócz uwarunkowań zewnętrznych ważnym źródłem ryzyka projekcji jest skala i zakres przyszłych działań osłonowych rządu. Bilans czynników niepewności wskazuje na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI i nieznacznie wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki PKB poniżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

Dalszy przebieg agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę

Najważniejszym czynnikiem ryzyka dla kształtowania się przyszłej ścieżki aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w Polsce jest wciąż rosyjska agresja zbrojna na Ukrainę. Niepewność związana jest z dalszym przebiegiem agresji oraz skutkami już nałożonych i zakresu ewentualnych nowych sankcji gospodarczych przeciwko Rosji i rosyjskich działań retorsyjnych wobec Zachodu. Czynniki te w istotnym stopniu wpływają na uwarunkowania handlu międzynarodowego w horyzoncie projekcji, przy czym obecnie ocenia się, że zmniejszyła się skala negatywnego wpływu napięć w globalnych łańcuchach dostaw oraz dostępności i poziomu cen surowców energetycznych na rynkach

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%)
23q2	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
23q3	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
23q4	0,00	0,01	0,03	0,50	0,03
24q1	0,03	0,07	0,14	0,50	0,11
24q2	0,06	0,12	0,23	0,50	0,17
24q3	0,09	0,17	0,28	0,50	0,20
24q4	0,12	0,21	0,34	0,50	0,22
25q1	0,17	0,28	0,42	0,50	0,26
25q2	0,20	0,32	0,47	0,50	0,27
25q3	0,23	0,35	0,50	0,50	0,27
25q4	0,25	0,38	0,53	0,50	0,28

Źródło: obliczenia NBP.

światowych. Utrzymuje się jednak wysoka niepewność związana z możliwością dalszego eksportu zbóż i roślin oleistych z terytorium Ukrainy przez Morze Czarne.

Przedłużająca się wojna może przyczynić się do wzrostu niepewności w gospodarce światowej, co skutkowałooby istotnym zwiększeniem skali napięć geopolitycznych i fragmentaryzacją handlu międzynarodowego. Jednocześnie nastąpiłby ponowny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych powyżej poziomu przyjętego w scenariuszu centralnym projekcji. Przy tych uwarunkowaniach można by oczekiwać zwiększenia inercji procesów inflacyjnych w gospodarce krajowej, co wydłużyłoby w czasie powrót wskaźnika inflacji CPI do celu

inflacyjnego NBP. Natomiast w przypadku realizacji optymistycznego scenariusza szybkiego i korzystnego dla Ukrainy zakończenia rosyjskiej agresji zbrojnej, negatywne skutki szoku podaźowego, który dotyka obecnie gospodarke europejską byłyby mniej dotkliwe, co sprzyjałoby intensyfikacji procesu dezinflacji w Polsce.

Inne czynniki determinujące ceny surowców energetycznych na świecie

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

Z kolei ograniczenie wydobywania ropy naftowej przez głównych producentów w połączeniu z gorszymi warunkami meteorologicznymi w przyszłym sezonie grzewczym, skutkowałoby wyższym poziomem cen surowców energetycznych na rynkach światowych niż przyjęto w scenariuszu centralnym projekcji. W konsekwencji należałoby oczekiwać wolniejszego spadku inflacji CPI i niższej aktywności gospodarczej w Polsce w horyzoncie projekcji.

Efekty zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC i Fed oraz zaburzenia w systemie finansowym

Kolejne istotne czynniki ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki wiążą się z efektami zacieśniania polityki pieniężnej na świecie oraz skalą zaburzeń w międzynarodowym systemie finansowym. W szczególności negatywny wpływ dotychczasowych podwyżek stóp procentowych EBC i Fed na aktywność gospodarczą w strefie euro i Stanach Zjednoczonych może być silniejszy od założeń przyjętych w scenariuszu centralnym projekcji w warunkach wysokiego zadłużenia sektora prywatnego i rządowego. Jednocześnie istnieje ryzyko wydłużonego w czasie kształtowania się stóp procentowych na podwyższonym poziomie w tych gospodarkach ze względu na uporczywość inflacji bazowej. W kierunku wolniejszego wzrostu gospodarczego za granicą mogłaby również oddziaływać intensyfikacja problemów banków i innych instytucji finansowych, prowadząc do pogorszenia warunków finansowania oraz nastrojów konsumentów i producentów. Przy tych uwarunkowaniach obniżyłaby się ścieżka spożycia gospodarstw domowych i inwestycji prywatnych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, wywołując recesję w obu tych gospodarkach.

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

Działania osłonowe rządu

Wśród najważniejszych ryzyk projekcji związanych z czynnikami krajowymi pozostaje skala i zakres podejmowanych przez rząd osłonowych działań fiskalnych w celu złagodzenia negatywnych skutków wysokich cen surowców oraz inflacji dla gospodarstw domowych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Materializacja tego ryzyka zależy w dużym stopniu od przyszłej ścieżki cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz horyzontu obowiązywania rozwiązań legislacyjnych dotyczących działań osłonowych. Dalszy spadek cen tych surowców mógłby skłonić rząd do zmniejszenia skali i zakresu wydatków na pomoc konsumentom i innym podmiotom wrażliwym. Możliwe jest również całkowite wycofanie rządowego wsparcia w latach 2024-2025. Gdyby natomiast ceny surowców kształtowały się na wyższym poziomie niż założono w scenariuszu centralnym, wówczas mogłoby to skutkować przejściowym zwiększeniem skali dopłat do cen energii elektrycznej i gazu oraz innych form wsparcia, co łagodziłoby negatywny wpływ zewnętrznych zaburzeń podażowych na krajową ścieżkę inflacji CPI i aktywności gospodarczej.

Tabela 4.5 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2022				2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	9,7	13,9	16,3	17,3	17,0	13,1	10,3	7,8	6,1	5,3	4,9	4,6	4,0	3,7	3,5	3,3	14,4	11,9	5,2	3,6
Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	6,6	8,5	10,0	11,3	12,0	11,6	10,0	8,5	7,3	6,2	5,7	5,2	4,6	4,2	3,8	3,4	9,1	10,5	6,1	4,0
Ceny żywności (% r/r)	8,7	13,4	17,4	21,9	22,9	18,8	14,4	9,3	6,5	4,2	3,0	2,3	1,6	2,0	2,5	2,8	15,4	16,0	4,0	2,2
Ceny energii (% r/r)	21,7	33,1	35,4	29,2	24,2	9,5	5,1	3,3	1,9	4,4	5,3	6,0	5,7	4,9	4,2	3,7	29,9	9,9	4,4	4,6
PKB (% r/r)	8,8	6,1	3,9	2,3	-0,3	-0,1	1,2	1,6	2,2	2,5	2,3	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	5,1	0,6	2,4	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	10,8	7,2	3,1	0,6	-5,2	-2,2	-1,1	-0,2	2,5	1,6	2,4	2,7	3,7	4,2	4,5	4,7	5,1	-1,9	2,3	4,3
 Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	6,8	6,7	1,1	-1,1	-2,0	-2,7	-1,9	-0,9	0,8	2,8	3,7	4,8	4,9	4,6	4,2	3,8	3,3	-1,8	3,0	4,4
 Spożycie publiczne (% r/r)	1,0	1,3	0,4	-8,7	-0,5	-0,4	4,3	13,6	4,1	3,8	3,3	1,3	4,0	3,4	3,8	4,0	-2,0	3,9	3,1	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	5,4	7,1	2,5	5,4	5,5	3,2	1,3	1,9	4,0	0,5	2,6	1,2	4,1	6,7	7,4	8,7	5,0	2,8	2,1	6,7
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-1,4	-0,7	0,8	1,7	4,3	2,0	2,3	1,7	-0,1	1,0	0,1	0,0	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	0,2	2,5	0,2	-0,7
 Eksport (% r/r)	5,6	6,4	9,0	3,9	3,2	-0,6	-0,6	1,2	2,1	4,7	4,3	4,5	4,5	4,5	4,7	4,7	6,2	0,9	3,9	4,6
 Import (% r/r)	8,7	8,2	7,7	0,7	-4,6	-3,8	-5,0	-2,0	2,6	3,3	4,8	5,2	6,3	6,4	6,8	6,9	6,2	-3,8	4,0	6,6
Wynagrodzenia (% r/r)	9,7	11,8	14,6	12,3	14,3	12,9	12,0	11,4	10,7	9,3	8,7	8,2	7,0	6,8	6,5	6,5	12,1	12,6	9,2	6,7
Pracujący (% r/r)	1,7	1,0	-0,7	0,1	0,8	0,4	0,3	-0,2	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	0,5	0,2	-0,8	-0,4
Stopa bezrobocia (%)	3,0	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	2,9	3,0	3,7	4,0
NAWRU (%)	4,8	4,5	4,2	4,0	4,0	3,8	3,8	3,8	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,4	3,9	3,9	3,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	58,0	58,0	58,0	58,2	58,2	58,3	58,3	58,3	58,2	58,2	58,1	58,2	58,1	58,1	58,0	58,0	58,0	58,3	58,2	58,1
Wydajność pracy (% r/r)	7,0	5,0	4,7	2,2	-1,2	-0,6	0,9	1,8	2,8	3,3	3,3	3,3	3,5	3,7	3,8	3,8	4,6	0,5	3,2	3,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,5	6,5	9,4	9,9	15,6	13,5	10,9	9,4	7,7	5,8	5,2	4,6	3,4	2,9	2,6	2,5	7,2	12,1	5,8	2,8
Produkt potencjalny (% r/r)	4,1	4,1	4,0	3,8	3,8	3,4	3,2	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	4,0	3,4	2,9	2,8
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	4,2	2,8	1,5	0,7	0,1	-0,6	-0,6	-0,8	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	2,3	-0,5	-0,9	-0,5
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,27	1,47	1,42	1,36	1,30	1,31	1,31	1,26	1,25	1,26	1,26	1,21	1,19	1,22	1,22	1,18	1,38	1,30	1,25	1,20
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	2,05	2,42	3,15	1,97	1,22	0,99	0,92	0,98	1,07	1,11	1,05	1,02	1,05	1,00	0,95	0,91	2,40	1,03	1,06	0,98
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	3,6	4,9	5,1	6,4	6,7	5,4	4,6	2,7	2,3	2,6	2,9	2,8	2,1	1,9	1,9	1,9	5,0	4,8	2,7	2,0
PKB za granicą (% r/r)	5,6	3,6	2,2	1,4	0,7	0,5	0,4	0,8	1,1	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	3,2	0,6	1,4	1,5
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-1,2	-0,3	0,6	1,3	1,1	1,2	1,1	1,0	0,8	0,6	0,4	0,2	-3,0	1,3	1,0	0,2
WIBOR 3M (%)	3,50	6,24	7,08	7,29	6,93	6,90	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,03	6,93	6,95	6,95

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

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2023 r. są wyznaczone w oparciu o wielkość surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

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

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie luty – maj 2023 r.⁴⁴

■ Data: 8 lutego 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 8 lutego 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
P. Litwiniuk

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

⁴⁴ Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad uchwałami nr 2/2023, 3/2023 i 4/2023 z dnia 9 maja 2023 r., które zostaną opublikowane w Monitorze Sądowym i Gospodarczym w ustawowym terminie, czyli do dnia 8 sierpnia 2023 r. Wyniki tych głosowań zostaną zamieszczone w kolejnym *Raporcie o inflacji – listopad 2023 r.*

■ Data: 8 marca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 8 marca 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: L. Kotecki
P. Litwiniuk

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

■ Data: 4 kwietnia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2023 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2022 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 5 kwietnia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 5 kwietnia 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

■ Data: 10 maja 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 10 maja 2023 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

nbp.pl

