



NARODOWY  
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2024 r.

---

# Raport o inflacji



Marzec 2024 r.

---

# Raport o inflacji

Warszawa, 2024 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 23 lutego 2024 r. oraz dane o PKB w Polsce opublikowane 29 lutego br., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 15 lutego 2024 r.

---

# Spis treści

---

Synteza	5
<b>1. Otoczenie polskiej gospodarki</b>	<b>9</b>
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	14
1.5 Światowe rynki finansowe	15
<b>2. Gospodarka krajowa</b>	<b>17</b>
2.1 Ceny dóbr i usług	17
2.2 Popyt i produkcja	20
2.3 Sektor finansów publicznych	22
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	23
2.5 Rynek pracy	25
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	27
2.7 Pieniądz i kredyt	28
2.8 Bilans płatniczy	29
<b>3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2023 r. – marzec 2024 r.</b>	<b>31</b>
<b>4. Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>43</b>
4.1 Synteza	44
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	46
4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026	49
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	57
4.5 Źródła niepewności projekcji	60
<b>5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2023 r. – styczeń 2024 r.</b>	<b>67</b>

---



# Synteza

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona. W strefie euro roczna dynamika PKB w II połowie 2023 r. obniżyła się względem I połowy 2023 r. i była bliska zera. Natomiast w regionie Europy Środkowo-Wschodniej roczna dynamika PKB w II połowie 2023 r. nieznacznie wzrosła, lecz była wyraźnie niższa niż wieloletnia średnia. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w ujęciu rocznym w II połowie 2023 r. przyspieszył. Negatywnie na globalną koniunkturę wpływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz wpływ podwyższonej inflacji na realne dochody i popyt wewnętrzny w wielu gospodarkach. W kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływała natomiast wciąż bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

Proces dezinflacji był kontynuowany. W strefie euro inflacja HICP w styczniu 2024 r. obniżyła się względem września ub.r. W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w styczniu 2024 r. również była niższa niż we wrześniu. Także w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w ostatnich miesiącach proces dezinflacji postępował. Jednocześnie dezinflację na świecie w II połowie 2023 r. spowolnił wzrost rocznej dynamiki cen energii wynikający z efektów bazy. Natomiast w związku z niższymi niż rok wcześniej cenami surowców oraz wcześniejszym złagodzeniem zaburzeń sieci dostaw, presja kosztowa pozostawała ograniczona, co znalazło odzwierciedlenie w niskiej – a w wielu gospodarkach ujemnej – dynamice cen produkcji.

W ostatnim okresie na rynkach światowych ceny surowców energetycznych spadły, a rolnych podlegały nieznacznym wahaniom. Jednocześnie ceny surowców kształtują się wyraźnie poniżej rekordowych poziomów z 2022 r., przy czym pozostają one istotnie wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podażowymi na części rynków.

W ostatnim okresie banki centralne największych gospodarek rozwiniętych utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z wyceny instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobne obniżki stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w 2024 r. Z kolei część banków centralnych w gospodarkach wschodzących obniżyła stopy procentowe.

W ostatnich miesiącach na światowych rynkach finansowych rentowności obligacji skarbowych pozostały wysokie, choć w większości gospodarek obniżyły się. Poprawa nastrojów sprzyjała zmniejszeniu awersji do ryzyka, co przyczyniło się do osłabienia dolara amerykańskiego względem wielu innych walut.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ostatnich miesiącach w dalszym ciągu się obniżała. Spadek inflacji pod koniec 2023 r. był rezultatem przede wszystkim niższej inflacji bazowej, a także spadku rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast w przeciwną stronę oddziaływał wtedy wzrost rocznej dynamiki cen energii. Natomiast obniżenie się inflacji w styczniu 2024 r. (do 3,9% r/r – według wstępnych danych GUS) wynikało ze spadku rocznej dynamiki cen wszystkich głównych składowych koszyka CPI, w tym przede wszystkim cen nośników energii w

warunkach przedłużenia obowiązywania działań osłonowych. Obniżaniu się inflacji sprzyjał osłabiony popyt konsumpcyjny i wygasanie presji kosztowej związanej m.in. z zewnętrznymi szokami podażowymi. W kierunku niższej dynamiki cen oddziaływało również umocnienie złotego i obniżenie się inflacji u partnerów gospodarczych Polski, a także efekty bazy. W ostatnich miesiącach nastąpiło pogłębienie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W 2023 r. PKB w Polsce wzrósł o 0,2% (wobec 5,3% w 2022 r.), przy czym – po spadku aktywności gospodarczej w I połowie roku – w II połowie roku trwało jej stopniowe ożywienie. W IV kw. 2023 r. dynamika PKB wzrosła, jednak pozostała relatywnie niska. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, wzrost PKB wyniósł 1,0% r/r (wobec 0,5% r/r w III kw. ub.r.), na co złożył się wyraźnie dodatni – choć nieco niższy niż w III kw. – wkład eksportu netto i stosunkowo wysoka dynamika inwestycji. Podobnie jak w poprzednich kwartałach 2023 r., zmiana zapasów miała natomiast wyraźnie ujemny wkład do dynamiki PKB. Z kolei dynamika konsumpcji prywatnej obniżyła się względem poprzedniego kwartału i w efekcie jej wkład do wzrostu PKB był zbliżony do zera.

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2023 r. wyniósł 91,4 mld zł (2,7% PKB), wobec 22,7 mld zł (0,7% PKB) w tym samym okresie 2022 r. W całym 2023 r. w budżecie państwa odnotowano deficyt w wysokości 85,6 mld zł, wobec deficytu 12,6 mld zł w 2022 r. Pogorszenie wyniku było związane z wysokim wzrostem wydatków, przede wszystkim na obronę narodową i obsługę długu Skarbu Państwa, oraz z relatywnie niską dynamiką dochodów podatkowych.

W III kw. 2023 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw pogorszyła się, a zagregowany wynik finansowy brutto spadł w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Wpłynął na to niższy wynik na sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Obniżyła się zatem rentowność sektora przedsiębiorstw. Mimo to płynność sektora pozostała na relatywnie wysokim poziomie.

W 2023 r. sytuacja na rynku pracy pozostawała dobra, o czym świadczy niska stopa bezrobocia i wysoki poziom zatrudnienia. Jednak w II połowie 2023 r., w warunkach osłabionej koniunktury gospodarczej, dynamiki zatrudnienia oraz wynagrodzeń nominalnych obniżyły się.

Spadkowi rentowności polskich obligacji skarbowych sprzyjało obniżanie się rentowności obligacji na rynkach światowych i inflacji w Polsce. W przeciwnym kierunku oddziaływały zmniejszające się oczekiwania uczestników rynku co do skali i tempa obniżek stóp procentowych NBP. Z kolei średniomiesięczny kurs złotego do euro w lutym br. był najsilniejszy od czterech lat.

Tempo wzrostu agregatu M3 w IV kw. 2023 r. ponownie się zwiększyło. Jednocześnie zadłużenie kredytowe zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw obniżyło się w ujęciu rocznym.

Saldo rachunku bieżącego w IV kw. 2023 r. ponownie wzrosło, co wynikało z wyraźnej poprawy salda obrotów towarowych. 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 listopad 2023 r. – luty 2024 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu 2024 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2023 r. – styczeń 2024 r.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 lutego 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,8 – 4,3% w 2024 r. (wobec 3,2 – 6,2% w projekcji z listopada 2023 r.), 2,2 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,3%) oraz 1,5 – 4,3% w 2026 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7 – 4,3% w 2024 r. (wobec 1,9 – 3,8% w projekcji z listopada 2023 r.), 3,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,7%) oraz 2,0 – 4,5% w 2026 r. W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obarczona znaczną niepewnością, w tym co do horyzontu, w jakim będą obowiązywać działania osłonowe w zakresie cen żywności i energii, a także ich kształtu. Ze względu na przyjęte założenie o utrzymaniu tych działań w obecnie obowiązującej formie do końca horyzontu projekcji, rozkład niepewności dla inflacji jest wyraźnie asymetryczny. W przypadku 2024 r. prawdopodobieństwo ukształtowania się rocznej dynamiki cen powyżej 50-procentowego przedziału wynosi 43%, a poniżej 7%.





# 1. Otoczenie polskiej gospodarki

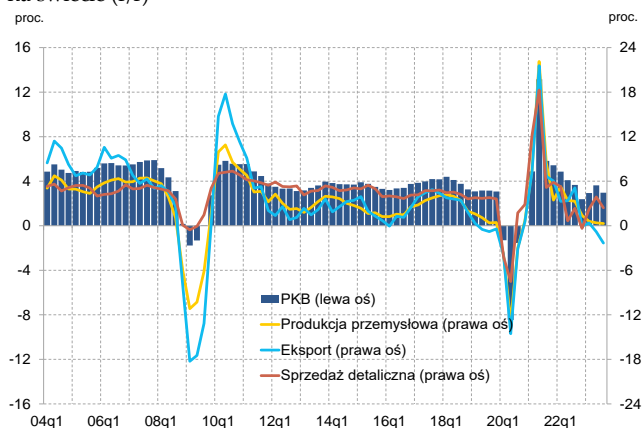
## 1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona (Wykres 1.1). W strefie euro roczna dynamika PKB w II połowie 2023 r. obniżyła się względem I połowy 2023 r. i była bliska zera. Natomiast w regionie Europy Środkowo-Wschodniej roczna dynamika PKB w II połowie 2023 r. nieznacznie wzrosła, lecz była wyraźnie niższa niż wieloletnia średnia. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w ujęciu rocznym w II połowie 2023 r. przyspieszył.

Negatywnie na globalną koniunkturę wpływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz wpływ podwyższonej inflacji na realne dochody i popyt wewnętrzny w wielu gospodarkach. W efekcie wzrost globalnej produkcji przemysłowej w dalszym ciągu spowalniał, a spadek wolumenu handlu światowego pogłębił się. Ponadto w II połowie 2023 r. zmniejszyła się dynamika aktywności w sektorze usług. W kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływała natomiast wciąż bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy w większości gospodarek.

W strefie euro w IV kw. 2023 r. PKB nieznacznie wzrósł w ujęciu rocznym (o 0,1%), po stagnacji w III kw. 2023 r. (Wykres 1.2)<sup>1</sup>. W III kw. 2023 r. PKB był wspierany przez wzrost wydatków publicznych oraz eksport netto wskutek mniejszego spadku eksportu (-3,0% r/r) niż importu (-4,0% r/r). Ograniczająco na dynamikę

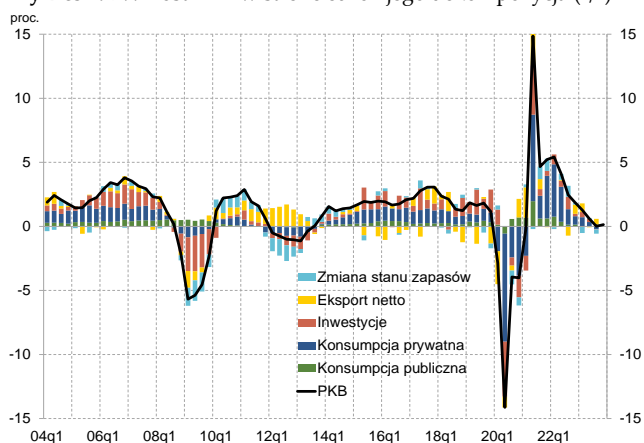
**Wykres 1.1** Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

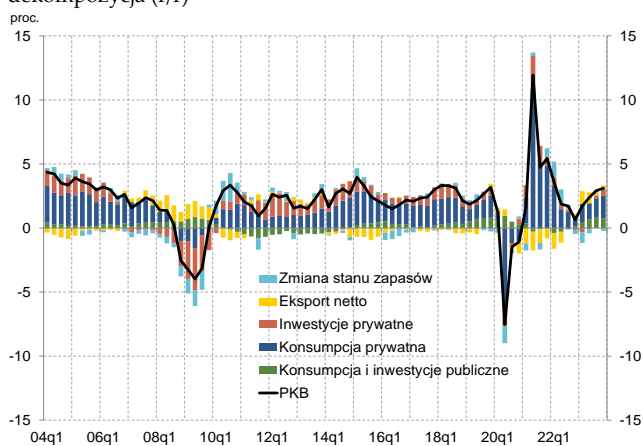
<sup>1</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w strefie euro w IV kw. 2023 r. nie zmienił się, po spadku o 0,1% w III kw. 2023 r.

PKB oddziaływało z kolei obniżenie się konsumpcji prywatnej (o 0,4% r/r, w warunkach spadku realnych dochodów do dyspozycji) oraz inwestycji (o 0,1% r/r)<sup>2</sup>, których dynamika – podobnie jak w poprzednich kwartałach – była pod negatywnym wpływem dekonunktury na rynku mieszkaniowym. Sytuacja na rynku pracy w II połowie 2023 r. pozostawała dobra – stopa bezrobocia utrzymywała się na niskim poziomie (w grudniu ub.r. spadła do 6,4%), czemu towarzyszyła jednak stopniowo spowalniająca dynamika zatrudnienia (średnio 1,3% w II połowie 2023 r. względem 1,5% w I połowie ub.r.).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w IV kw. 2023 r. wzrosła do 3,1% r/r (wobec 2,9% r/r w III kw. 2023 r.; Wykres 1.3)<sup>3</sup>. Dynamika PKB w IV kw. 2023 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, w tym zwłaszcza wzrost konsumpcji prywatnej. W przeciwnym kierunku oddziaływała przede wszystkim zmiana stanu zapasów. Jednocześnie sytuacja na rynku pracy w IV kw. 2023 r. pozostawała korzystna – w szczególności postępował wzrost zatrudnienia, a stopa bezrobocia była niska (3,7% w grudniu 2023 r.).

W Chinach w IV kw. 2023 r. tempo wzrostu gospodarczego wyniosło 5,2% r/r (wobec 4,9% r/r w III kw. ub.r.)<sup>4</sup>. Kontynuowany był powolny wzrost konsumpcji prywatnej. Odnotowano też umiarkowanie wysoką dynamikę produkcji przemysłowej, lekkie przyspieszenie wzrostu inwestycji w przetwórstwie przemysłowym oraz pewne ożywienie eksportu. Wzrost aktywności gospodarczej nadal jednak ograniczała utrzymująca się dekonunktura na rynku nieruchomości.

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

<sup>2</sup> Dynamikę inwestycji obniżył ich znaczny spadek w Irlandii (-19,7% r/r) za sprawą spadku nakładów na prawa do wartości intelektualnych. Po wyłączeniu Irlandii z agregatu strefy euro inwestycje w III kw. 2023 r. wzrosły o 0,7% r/r, a PKB wzrósł o 0,2% r/r.

<sup>3</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2023 r. wzrósł o 3,3% kw/kw saar wobec 4,9% kw/kw saar w III kw. 2023 r.

<sup>4</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w Chinach w IV kw. 2023 r. wzrósł o 1,0% kw/kw wobec 1,3% kw/kw w III kw. 2023 r. (dane odsezonowane).

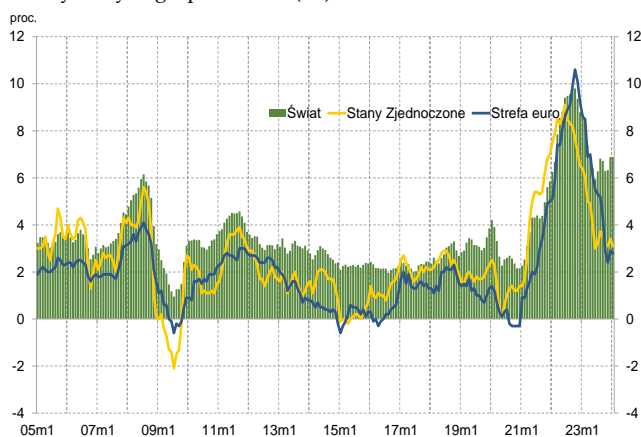
W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro<sup>5</sup> w IV kw. 2023 r. wzrost PKB wyniósł 0,4% r/r (względem 0,9% r/r w III kw.)<sup>6</sup>. W III kw. 2023 r. wzrost gospodarczy wspierany był głównie przez dodatni wkład eksportu netto – za sprawą pogłębienia się spadku importu. W warunkach podwyższonej inflacji oraz skutków wcześniejszego zacieśnienia monetarnego dynamika konsumpcji prywatnej pozostała bliska zera (-0,1% r/r wobec 0,2% w II kw. 2023 r.), a dynamika inwestycji kontynuowała spadek (do 1,9% r/r z 2,2% r/r w II kw. 2023 r.). Jednocześnie sytuacja na rynku pracy w II połowie 2023 r. była w dalszym ciągu korzystna. Stopa bezrobocia w grudniu ub.r. wyniosła średnio 4,1%.

## 1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* proces dezinflacji był kontynuowany, przy czym średnia inflacja na świecie kształtowała się w styczniu 2024 r. na zbliżonym poziomie do odnotowanego we wrześniu 2023 r. (Wykres 1.4)<sup>7</sup>. Dezinflację na świecie w II połowie 2023 r. spowolnił wzrost rocznej dynamiki cen energii wynikający z efektów bazy. Z kolei w związku z niższymi niż rok wcześniej cenami surowców oraz wcześniejszym złagodzeniem zaburzeń sieci dostaw, presja kosztowa pozostawała ograniczona, co znalazło odzwierciedlenie w niskiej – a w wielu gospodarkach ujemnej – dynamice cen produkcji (Wykres 1.5). W tych warunkach, w wielu gospodarkach inflacja bazowa obniżała się, choć jej spadek był nadal stopniowy wobec wciąż podwyższonej dynamiki cen usług.

W strefie euro inflacja HICP w styczniu 2024 r. obniżyła się do 2,8% r/r (wobec 4,3% r/r we wrześniu 2023 r.). Spadek inflacji wynikał głównie

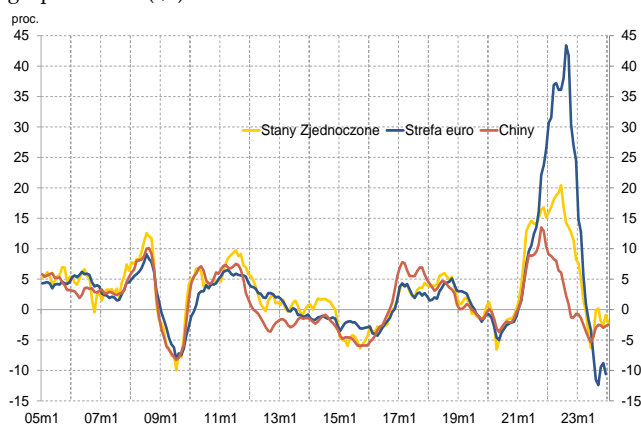
**Wykres 1.4** Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Datastream, MFW, obliczenia NBP.

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

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



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

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

<sup>5</sup> Zagregowana dynamika PKB Czech, Węgier i Rumunii.

<sup>6</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w IV kw. 2023 r. obniżył się o 0,1% kw/kw wobec wzrostu o 0,3% kw/kw w III kw. 2023 r.

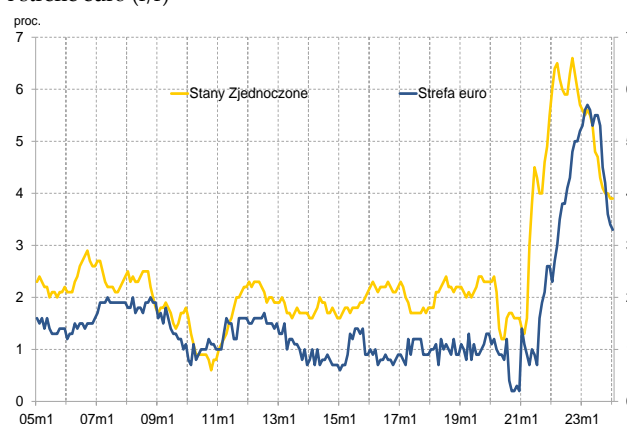
<sup>7</sup> W warunkach spadku inflacji w większości gospodarek, stabilizacja inflacji światowej spowodowana była wzrostem inflacji w niektórych gospodarkach wschodzących (w tym zwłaszcza silnym wzrostem inflacji w Argentynie).

z obniżenia się rocznej dynamiki cen żywności oraz kontynuacji spadku dynamiki cen towarów przemysłowych w warunkach słabego popytu i wcześniejszego złagodzenia zaburzeń w sieciach dostaw. W mniejszym stopniu na obniżenie inflacji wpłynął spadek dynamiki cen usług. W rezultacie inflacja bazowa w styczniu 2024 r. obniżyła się do 3,3% r/r (wobec 4,5% r/r we wrześniu 2023 r.; Wykres 1.6)<sup>8</sup>. W porównaniu do września 2023 r. obniżyła się także roczna dynamika cen energii<sup>9</sup>.

W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w styczniu 2024 r. wyniosła 3,1% (względem 3,7% we wrześniu 2023 r.). Inflacja bazowa CPI obniżyła się natomiast do 3,9% r/r w styczniu 2024 r. (wobec 4,1% r/r we wrześniu 2023 r.). Dynamika cen usług pozostawała przy tym nadal wyraźnie wyższa niż dynamika cen towarów. Do spadku inflacji CPI przyczynił się także spadek dynamiki cen żywności.

W gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w ostatnich miesiącach również kontynuowany był proces dezinflacji (Wykres 1.7). W styczniu 2024 r. inflacja CPI w Czechach obniżyła się do 2,3% r/r (wobec 6,9% we wrześniu 2023 r.), na Węgrzech do 3,8% r/r (wobec 12,2% r/r we wrześniu 2023 r.), a w Rumunii do 7,4% r/r (wobec 8,8% r/r we wrześniu 2023 r.). W stosunku do września 2023 r. w kierunku spadku dynamiki cen konsumenckich we wszystkich trzech gospodarkach oddziaływał spadek rocznej dynamiki cen żywności oraz obniżenie się inflacji bazowej. Ponadto w Czechach i na Węgrzech istotnie obniżyła się dynamika cen energii, co w obu tych gospodarkach miało kluczowy wkład do spadku inflacji w ostatnich miesiącach.

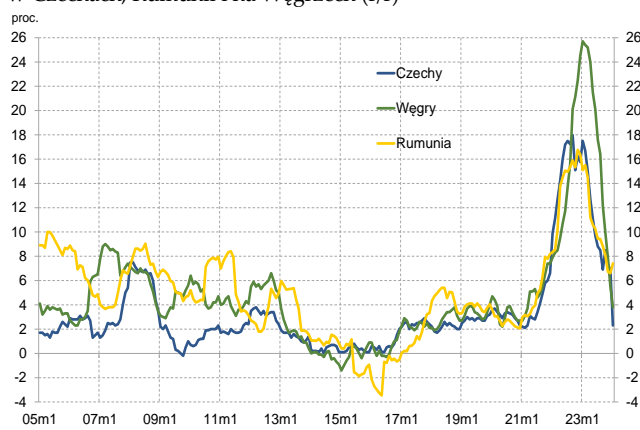
**Wykres 1.6** Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

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

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



Źródło: dane krajowych urzędów statystycznych.

<sup>8</sup> Jako inflację bazową w rozdziale opisano krajowy wskaźnik cen konsumenckich z wyłączeniem cen żywności i energii (dla strefy euro również z wyłączeniem cen wyrobów alkoholowych i tytoniowych).

<sup>9</sup> W strefie euro w styczniu 2024 r. roczna dynamika cen energii wyniosła -6,1% wobec -4,6% we wrześniu 2023 r. W październiku i listopadzie 2023 r. roczny spadek cen energii przekraczał jednak 11% z uwagi na silny efekt bazy.

### 1.3 Światowe rynki surowców

W ostatnim okresie na rynkach światowych ceny surowców energetycznych spadły, a rolnych podlegały nieznacznym wahaniom<sup>10</sup>. Jednocześnie ceny surowców kształtują się wyraźnie poniżej rekordowych poziomów z 2022 r., przy czym pozostają one istotnie wyższe niż przed wybuchem pandemii COVID-19 w związku z utrzymującymi się ograniczeniami podażowymi na części rynków<sup>11</sup>.

Średnia cena ropy naftowej Brent w lutym 2024 r. była o 9% niższa niż w październiku 2023 r. i o 3% niższa niż przed rokiem (Wykres 1.8). Spadek cen ropy nastąpił w warunkach osłabionego wzrostu gospodarki światowej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*) i w konsekwencji słabszego popytu na paliwa. W przeciwnym kierunku oddziaływało ograniczanie produkcji w ramach OPEC+ (obecnie częściowo o charakterze dobrowolnym) oraz utrzymywanie sankcji UE nałożonych na Rosję i funkcjonowanie ceny maksymalnej na rosyjską ropę<sup>12</sup>. Od listopada 2023 r. ceny ropy naftowej pozostają również pod wpływem napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie (efekt ataków na statki handlowe na Morzu Czerwonym)<sup>13</sup>.

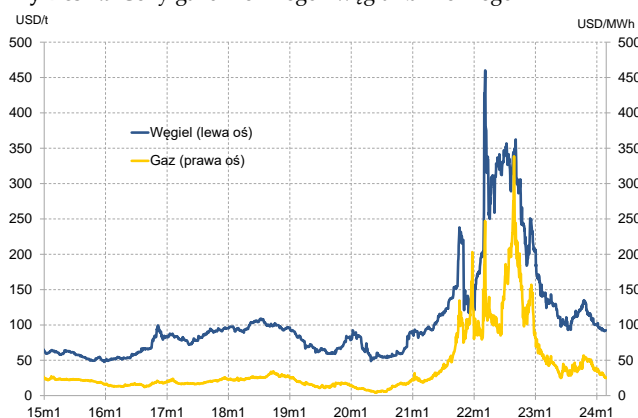
Ceny gazu ziemnego i węgla spadły w ostatnich miesiącach i były wyraźnie niższe niż rok wcześniej (odpowiednio o 50% r/r i 36% r/r; Wykres 1.9). Spadek cen gazu ziemnego wynikał w dużej mierze z utrzymywania wysokich zapasów tego paliwa w Europie, osłabionej aktywności gospodarczej na świecie, działań podjętych przez rządy europejskie w celu

Wykres 1.8 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.9 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

<sup>10</sup> Średnie ceny surowców energetycznych w lutym 2024 r. obliczono na podstawie danych dziennych do 23 lutego 2024 r. Z kolei indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 20 lutego 2024 r.

<sup>11</sup> Ceny ropy naftowej, gazu i węgla w lutym 2024 r. kształtowały się odpowiednio o 41%, 41% i 23% powyżej średnich poziomów z lat 2015-2019. Z kolei ceny surowców rolnych były wyższe o 53% od analogicznej średniej.

<sup>12</sup> W ramach kolejnych pakietów sankcji UE zakazała importu ropy oraz produktów naftowych z Rosji drogą morską. Dodatkowo państwa G7, UE oraz Australia wprowadziły maksymalną cenę na rosyjską ropę, zakazując świadczenia usług dla statków przewożących rosyjską ropę sprzedaną powyżej ustalonego limitu. UE (a wcześniej również Polska) zakazały także importu węgla i innych paliw stałych z Rosji.

<sup>13</sup> Wzrost ryzyka geopolitycznego nie spowodował do tej pory silnego wzrostu cen ropy, ale zwiększa ryzyko wystąpienia zakłóceń w globalnych przepływach ropy, gazu ziemnego, a także innych surowców oraz towarów, i w efekcie wzrostu cen w przyszłości.

zapewnienia wystarczającej podaży surowców energetycznych, a także wysokiej produkcji energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii. Spadek cen gazu ziemnego sprzyjał obniżaniu się cen węgla, a także – wobec osłabionej aktywności w energochłonnych gałęziach gospodarki europejskiej – uprawnień do emisji gazów cieplarnianych.

Indeks cen surowców rolnych NBP w ostatnich miesiącach podlegał niewielkim wahaniom i w rezultacie w lutym 2024 r. ukształtował się na poziomie zbliżonym do października 2023 r. i o około 3% wyższym niż przed rokiem (Wykres 1.10). W analizowanym okresie, w warunkach korzystnej sytuacji podażowej w UE, zmniejszyły się ceny pszenicy i odtłuszczonego mleka w proszku. Pomimo spadku pogłowia, obniżyły się również ceny europejskiej wieprzowiny, czemu sprzyjał ograniczony popyt importowy, zwłaszcza z krajów azjatyckich. Spadły także ceny zamrożonego soku pomarańczowego w związku z prognozowanymi wyższymi zbiorami pomarańczy w sezonie 2023/2024. W lutym 2024 r. w porównaniu do października 2023 r. wyższe były z kolei przede wszystkim ceny kakao, kawy i ziemniaków (efekt ograniczonej podaży).

#### 1.4 Polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie banki centralne największych gospodarek rozwiniętych utrzymywały stopy procentowe na niezmiennym poziomie (Wykres 1.11). Jednocześnie oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z wyceny instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobne obniżki stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w 2024 r. (Wykres 1.12). Z kolei część banków centralnych w gospodarkach wschodzących w ostatnich miesiącach obniżyła stopy procentowe (Wykres 1.13).

Europejski Bank Centralny (EBC) od września ub.r. utrzymuje stopy procentowe bez zmian, w tym stopę depozytową na poziomie 4,00%.

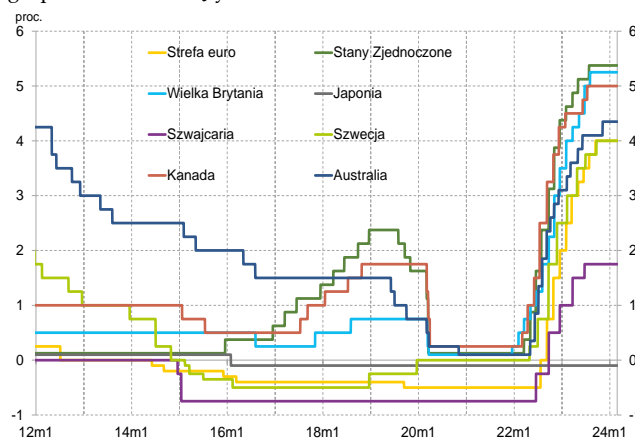
Wykres 1.10 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

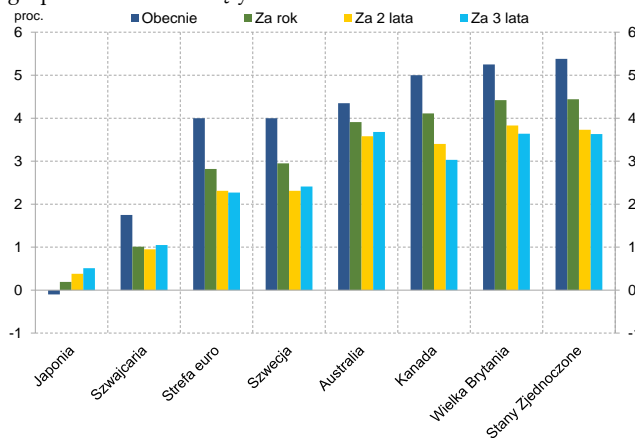
Wykres 1.11 Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.12 Obecny i oczekiwany przez uczestników rynku poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów IRS – stan na 23 lutego 2024 r.

Oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) od lipca ub.r. utrzymuje niezmiennie stopy procentowe. Przedział dla stopy *fed funds* wynosi 5,25-5,50%. Uczestnicy rynków finansowych oczekują obniżki stóp procentowych w najbliższych kwartałach<sup>14</sup>.

Również większość banków centralnych pozostałych gospodarek rozwiniętych w ostatnim okresie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

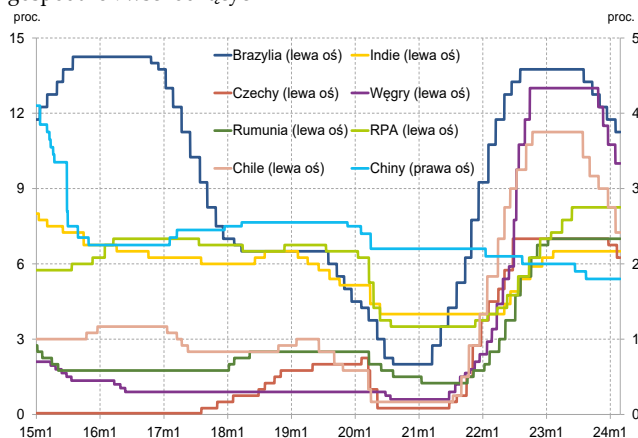
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* w regionie Europy Środkowo-Wschodniej banki centralne Czech i Węgier obniżyły stopy procentowe, a w Rumunii stopy procentowe były utrzymywane na niezmiennym poziomie.

W największych gospodarkach wschodzących występowały zróżnicowane tendencje w zakresie polityki pieniężnej. W części gospodarek wschodzących – w tym w Brazylii, Chinach oraz Chile – banki centralne poluzowały parametry polityki pieniężnej. Banki centralne m.in. Indii, Korei i Meksyku utrzymywały niezmiennie stopy. Natomiast banki centralne Rosji i Turcji podniosły stopy procentowe.

## 1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się w związku z oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w bieżącym roku przez główne banki centralne (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Jednocześnie negatywnie na nastroje oddziaływało utrzymywanie się osłabionej koniunktury w części największych gospodarek i

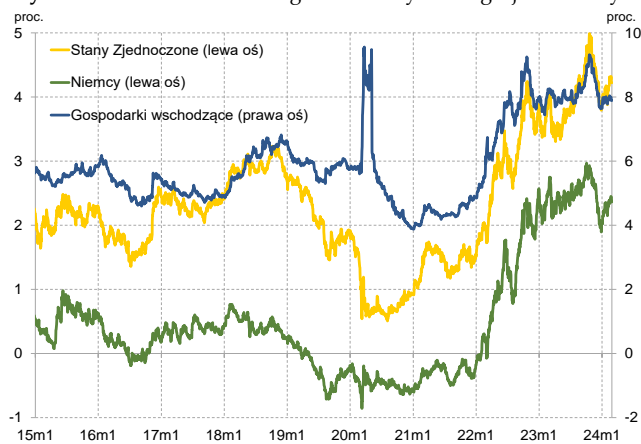
**Wykres 1.13** Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

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

**Wykres 1.14** Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

<sup>14</sup> Również mediana prognoz przedstawicieli Fed z grudnia ub.r. wskazuje na możliwość stopniowego obniżania stóp procentowych w bieżącym roku i kolejnych latach.



niepewność dotycząca jej perspektyw (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*).

W tych uwarunkowaniach rentowności obligacji skarbowych – choć w większości gospodarek obniżyły się – wobec wcześniejszych silnych podwyżek stóp procentowych pozostały wysokie (Wykres 1.14). Dobre nastroje na globalnych rynkach finansowych przełożyły się również na wzrost cen akcji, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych, gdzie ceny akcji kształtowały się w pobliżu najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.15).

Poprawa nastrojów sprzyjała ponadto zmniejszeniu awersji do ryzyka, co przyczyniło się do osłabienia dolara amerykańskiego względem wielu innych walut (Wykres 1.16).

**Wykres 1.15** Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

## 2. Gospodarka krajowa

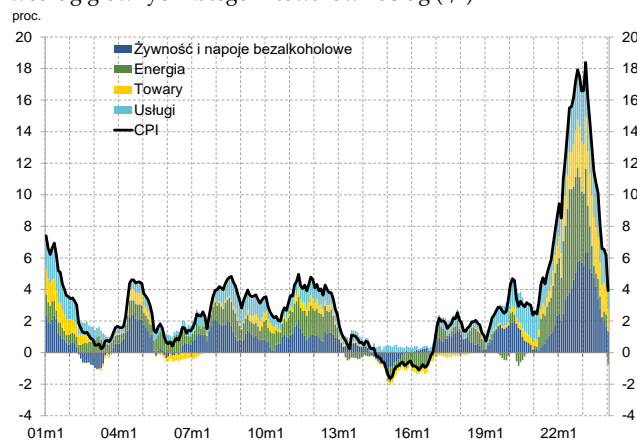
### 2.1 Ceny dóbr i usług

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ostatnich miesiącach w dalszym ciągu się obniżala (Wykres 2.1). Spadek inflacji pod koniec 2023 r. (z 6,6% r/r w październiku do 6,2% r/r w grudniu 2023 r.) był rezultatem przede wszystkim niższej inflacji bazowej, a także spadku rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast w przeciwną stronę oddziaływał wtedy wzrost rocznej dynamiki cen energii. Z kolei obniżenie się inflacji w styczniu 2024 r. (do 3,9% r/r – według wstępnych danych GUS) wynikało ze spadku rocznej dynamiki cen wszystkich głównych składowych koszyka CPI, w tym przede wszystkim cen nośników energii w warunkach przedłużenia obowiązywania działań osłonowych.

Obniżaniu się inflacji sprzyjał osłabiony popyt konsumpcyjny i wygasanie presji kosztowej związanej m.in. z zewnętrznymi szokami podażowymi. W kierunku niższej dynamiki cen oddziaływało również umocnienie złotego i obniżenie się inflacji u partnerów gospodarczych Polski, a także efekty bazy (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą* i 2.6 *Rynki finansowe i ceny aktywów*).

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych zmniejszyła się z 8,0% r/r w październiku do 6,0% r/r w grudniu 2023 r. oraz – według wstępnych danych GUS – do 4,9% r/r w styczniu 2024 r. Wpłynęło na to wygasanie presji kosztowej, spadek sprzedaży detalicznej w kategorii żywności, napojów i wyrobów tytoniowych,

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inflacja CPI w styczniu 2024 r. – wstępne dane GUS.

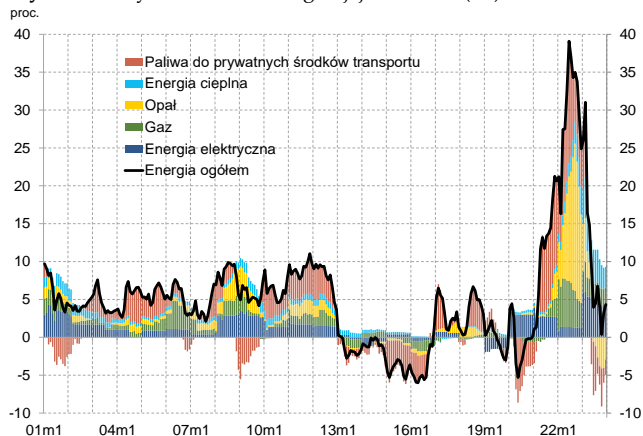
korzystna sytuacja podażowa na wybranych rynkach surowców rolnych (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) oraz umocnienie złotego.

Inflacja cen energii wzrosła z 0,4% r/r w październiku do 4,3% r/r w grudniu 2023 r. (Wykres 2.2), po czym w styczniu 2024 r. – uwzględniając wstępne dane GUS – znacznie spadła. Do wyższej inflacji cen energii w ostatnich miesiącach 2023 r. przyczyniały się rosnące roczne dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu (wskutek zmian cen paliw na stacjach w ujęciu miesięcznym) i opału (w związku z efektami bazy). Przy utrzymaniu zamrożonych cen energii elektrycznej, ciepłej oraz gazu spadek dynamiki cen energii w styczniu br. wynikał przede wszystkim z ujemnego efektu bazy, związanego głównie ze wzrostem stawek VAT na nośniki energii w styczniu ub.r.

Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii zmniejszyła się z 8,0% r/r w październiku do 6,9% r/r w grudniu 2023 r. W oparciu o wstępne dane GUS należy oczekiwać, że w styczniu br. nastąpiło jej dalsze obniżenie (Wykres 2.3). Spadek tej miary inflacji wynikał z niższej rocznej dynamiki cen szerokiej grupy towarów nieżywnościowych i usług rynkowych. Sprzyjało temu zanikanie presji kosztowej przy osłabionym popycie, wcześniejsze wygasanie zaburzeń w międzynarodowych łańcuchach podaży oraz umocnienie złotego. Obniżeniu się inflacji cen usług sprzyjały również – choć w ograniczonym stopniu – czynniki o charakterze przejściowym (promocje w zakresie cen łączności oraz spadek popytu na wyjazdy turystyczne w listopadzie ub.r. w obliczu wzrostu ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie). Malejącej inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii towarzyszył spadek pozostałych miar inflacji bazowej, w tym inflacji po wyłączeniu cen administrowanych do 4,8% w grudniu ub.r.

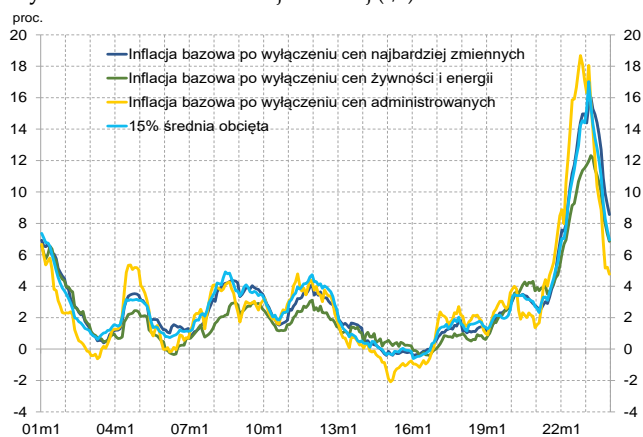
W ostatnich miesiącach nastąpiło pogłębienie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu (do -9,0% r/r w styczniu 2024 r. z -2,7% r/r

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



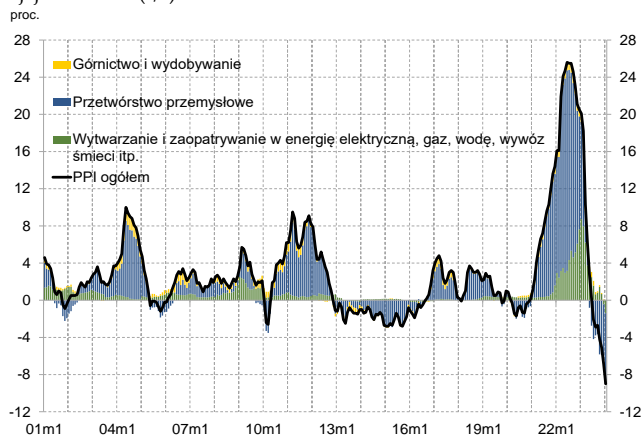
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



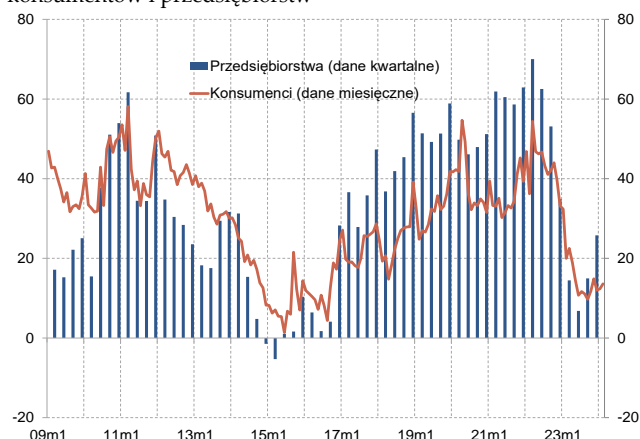
Źródło: dane GUS, Eurostat.

we wrześniu ub.r.; Wykres 2.4). Spadek cen produkcji przemysłowej odzwierciedla w znacznym stopniu wygasanie efektów szoków podaźowych, w tym związanych z wybuchem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Jednocześnie w ostatnim czasie, ceny produkcji kierowanej na eksport obniżały się w szybszym tempie niż ceny w obszarze produkcji krajowej, co związane jest z wyraźną aprecjacją złotego w ujęciu rocznym oraz osłabioną koniunkturą w otoczeniu polskiej gospodarki. W analizowanym okresie dynamika cen produkcji obniżyła się w zdecydowanej większości obszarów przemysłu, przy czym wciąż najszybciej obniżały się ceny dóbr energetycznych i zaopatrzeniowych, co oddziaływało ograniczająco na dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości. Spadały także – choć wyraźnie wolniej – ceny dóbr konsumpcyjnych uwzględnianych w PPI (po nieznacznym wzroście we wrześniu ub.r.).

Statystyki bilansowe oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw kształtują się obecnie na niskim – na tle historycznym – poziomie, pomimo ich pewnego wzrostu w ostatnim okresie, który nastąpił w warunkach wyraźnego spadku zarówno inflacji postrzeganej przez konsumentów, jak i dynamiki cen podawanej w treści pytania ankietowego zadawanego przedsiębiorstwom (Wykres 2.5)<sup>15</sup>.

Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP z grudnia 2023 r. oraz ankiety Refinitiv ze stycznia br. wskazują na dalszy spadek oczekiwań inflacyjnych zewnętrznych ekspertów w krótkim (tj. za 4 kwartały) i średnim (tj. za 8 kwartałów) horyzoncie (Tabela 2.1). Zgodnie z wynikami ankiety Refinitiv inflacja – po przejściowym wzroście w II połowie br. i I kw.

**Wykres 2.5** Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

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

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

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

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

<sup>15</sup> Statystyki bilansowe mogą stanowić przybliżenie zmian poziomu oczekiwań inflacyjnych tylko w warunkach względnie stabilnej inflacji. Wynika to z konstrukcji pytań ankietowych zadawanych konsumentom i przedsiębiorstwom, w których respondenci odnoszą swoje oczekiwania do bieżącej inflacji.

2025 r. – obniży się, do 2,9% r/r w I kw. 2026 r. (Wykres 2.6).

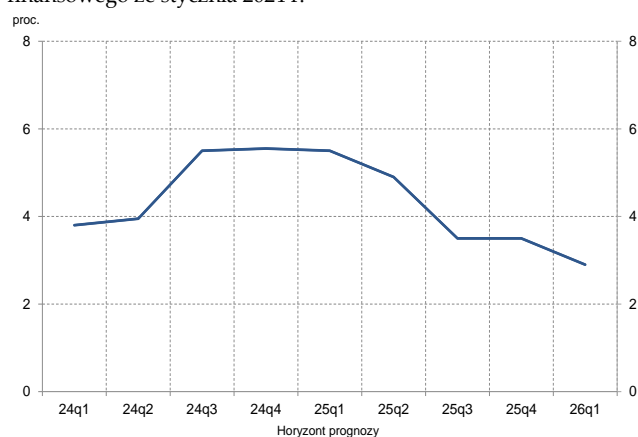
## 2.2 Popyt i produkcja

W 2023 r. PKB w Polsce wzrósł o 0,2% (wobec 5,3% w 2022 r.), przy czym – po spadku aktywności gospodarczej w I połowie roku – w II połowie roku trwało jej stopniowe ożywienie.

W IV kw. 2023 r. dynamika PKB wzrosła, jednak pozostała relatywnie niska. Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, wzrost PKB wyniósł 1,0% r/r (wobec 0,5% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.7), na co złożył się wyraźnie dodatni – choć nieco niższy niż w III kw. – wkład eksportu netto i stosunkowo wysoka dynamika inwestycji. Podobnie jak w poprzednich kwartałach 2023 r., zmiana zapasów miała natomiast wyraźnie ujemny wkład do dynamiki PKB. Z kolei dynamika konsumpcji prywatnej obniżyła się względem poprzedniego kwartału i w efekcie jej wkład do wzrostu PKB był zbliżony do zera.

GUS szacuje, że w IV kw. 2023 r. spożycie gospodarstw domowych w ujęciu rocznym nieznacznie się obniżyło (dynamika wyniosła -0,1% r/r wobec 0,8% r/r w III kw. ub.r. oraz -1,0% w całym 2023 r.). Z jednej strony konsumpcja wciąż była osłabiana przez efekty wcześniejszego wzrostu cen i zacieśnienia polityki pieniężnej. Przy czym ograniczający wpływ na wydatki gospodarstw domowych mogła mieć także wciąż negatywnie oddziałująca na nastroje – zgodnie z badaniami koniunktury GUS<sup>16</sup> – niepewność związana z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. Z drugiej strony konsumpcja była wspierana przez wciąż dobrą sytuację na rynku pracy (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*), w tym utrzymujące się niskie bezrobocie. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu konsumpcji był również wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu realnym w III i IV kw. 2023 r. (po

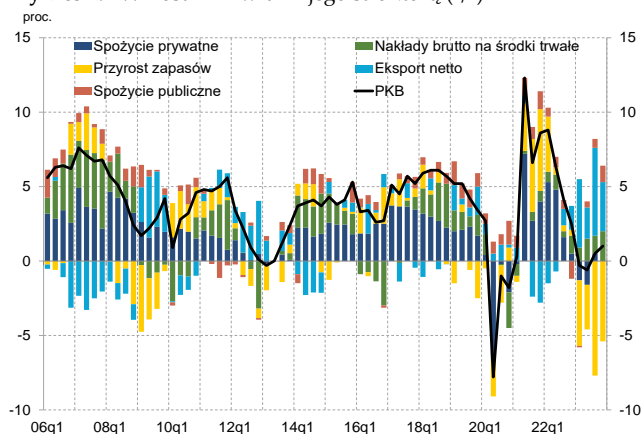
Wykres 2.6 Prognozy inflacji według analityków sektora finansowego ze stycznia 2024 r.



Źródło: dane Refinitiv.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez Refinitiv.

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



Źródło: dane GUS, NBP.

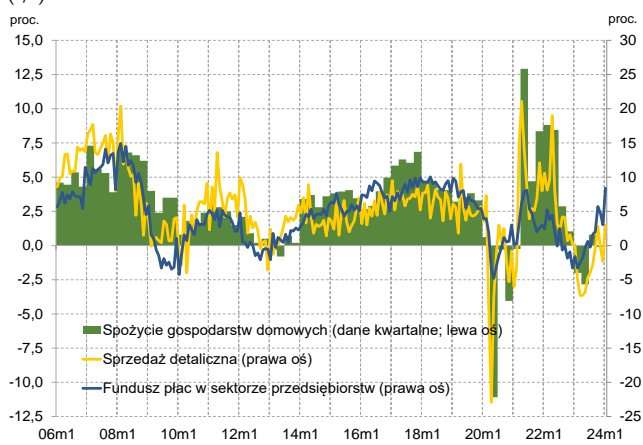
<sup>16</sup> Zob. *Koniunktura konsumentka – grudzień 2023 r.*, GUS, grudzień 2023 r.

wcześniejszym okresie spadku; Wykres 2.8), czemu towarzyszyła dalsza poprawa nastrojów konsumenckich (Wykres 2.9).

Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2023 r. przyspieszyła do 8,7% r/r (wobec 7,2% r/r w III kw. 2023 r.; Wykres 2.10), w tym wyraźnie rosły inwestycje przedsiębiorstw oraz inwestycje publiczne. Jednocześnie – po raz pierwszy od połowy 2022 r. – wzrosły inwestycje mieszkaniowe w ujęciu rocznym, do czego mogło przyczynić się oddziaływanie tzw. programu „Bezpieczny Kredyt”. Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP<sup>17</sup>, pozytywne nastroje inwestycyjne na IV kw. 2023 r. deklarowały przede wszystkim największe podmioty, a w przekroju branżowym przedsiębiorstwa działające w budownictwie i przemyśle.

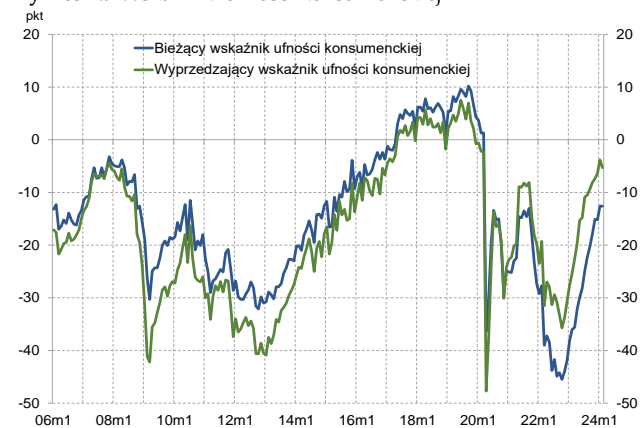
Wkład eksportu netto do PKB zmniejszył się, ale pozostał na wyraźnie dodatnim poziomie (3,3 pkt proc. w IV kw. 2023 r. wobec 5,9 pkt proc. w III kw. 2023 r.). Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – po okresie spadku w dwóch poprzednich kwartałach – w IV kw. 2023 r. eksport wzrósł w ujęciu rocznym, choć jego dynamika pozostała relatywnie niska. Jednocześnie – podobnie jak w poprzednich kwartałach 2023 r. – dynamika importu była ujemna, choć GUS szacuje, że spadek importu wyraźnie wyhamował. Natomiast dane o handlu towarami w ujęciu nominalnym<sup>18</sup> wskazują na spadek zarówno eksportu jak i importu w IV kw. ub.r. Odbudowę eksportu hamował przede wszystkim nominalny spadek eksportu do krajów strefy euro, w ślad za niskim poziomem aktywności w tych gospodarkach. Z kolei spadek importu towarów w ujęciu nominalnym był spowodowany w znacznej mierze spadkiem wartości importu paliw wskutek m.in. niższych cen surowców energetycznych niż

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



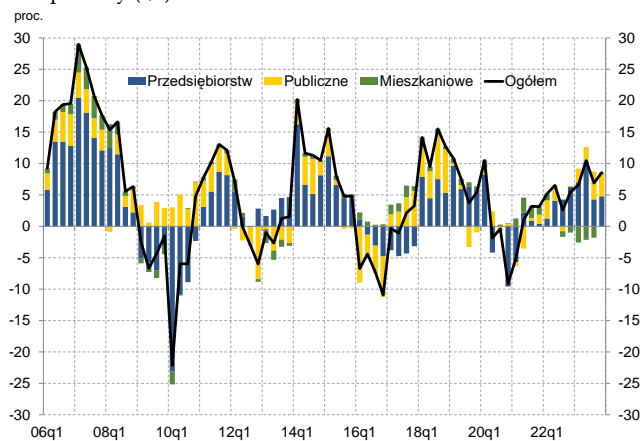
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.9** Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>17</sup> Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2023 r.

<sup>18</sup> Nominalne dynamiki importu i eksportu towarów według danych GUS. Zgodnie ze wstępnymi danymi NBP o bilansie płatniczym w 2023 r. import towarów stanowił 84% importu ogółem, a eksport towarów stanowił 77% eksportu ogółem.

rok wcześniej (Wykres 2.11; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

Wartość dodana brutto w IV kw. 2023 r. wzrosła o 1,4% r/r (wobec 0,8% r/r w III kw.; Wykres 2.12), na co złożyła się dodatnia dynamika we wszystkich głównych jej kategoriach. Przy czym wzrostowi dynamiki wartości dodanej brutto w przemyśle oraz budownictwie w porównaniu z III kw. ub.r. towarzyszyło wyraźne jej osłabienie w sektorze usług rynkowych.

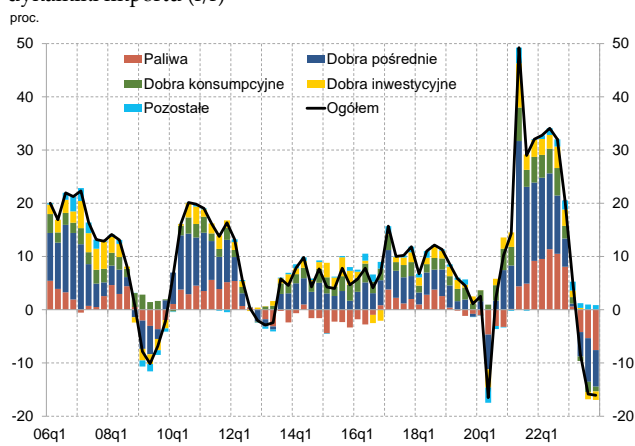
Napływające dane wskazują na pewną poprawę koniunktury na początku 2024 r., w tym w zakresie konsumpcji. Sprzedaż detaliczna w styczniu br. wzrosła o 3,0% r/r (wobec -0,5% r/r w IV kw. 2023 r.) w warunkach dalszej poprawy nastrojów konsumenckich (Wykres 2.9) oraz przyspieszenia realnej dynamiki funduszu płac (Wykres 2.8). Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu br. o 1,6% r/r (wobec -0,2% r/r w IV kw. 2023 r.), a produkcja budowlano-montażowa spadła o 6,1% r/r (wobec wzrostu o 9,5% r/r w IV kw. 2023 r.).

### 2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w pierwszych trzech kwartałach 2023 r. wyniósł 91,4 mld zł (2,7% PKB), wobec 22,7 mld zł (0,7% PKB) w tym samym okresie 2022 r. (Wykres 2.13). Jego wyraźny wzrost miał miejsce w III kw. ub.r. (w I półroczu 2023 r. deficyt sięgał 42,5 mld zł), co było związane w szczególności z wypłatą 14-tej emerytury i wysokimi inwestycjami jednostek samorządu terytorialnego. Wzrost deficytu w całym okresie I-III kw. 2023 r. był także efektem m.in. wzrostu wydatków na obsługę długu publicznego (o 55,3% r/r). Zgodnie z uzasadnieniem do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2024* deficyt sektora finansów publicznych w całym 2023 r. wyniósł 5,6% PKB.

Według danych Ministerstwa Finansów, w całym 2023 r. w budżecie państwa odnotowano deficyt w wysokości 85,6 mld zł, wobec deficytu 12,6 mld zł

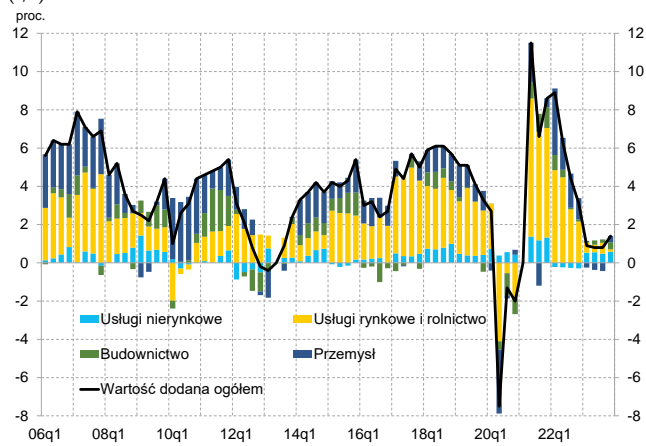
**Wykres 2.11** Wkład poszczególnych grup towarów do nominalnej dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

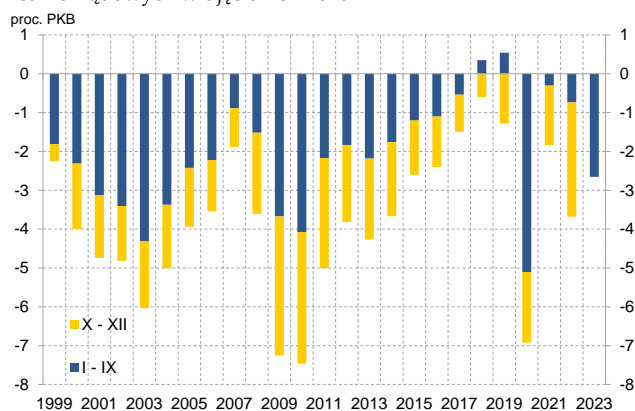
Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.13** Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat.

w 2022 r. Pogorszenie wyniku było związane z wysokim wzrostem wydatków budżetu państwa (o 27,5% r/r), przede wszystkim na obronę narodową i obsługę długu Skarbu Państwa, oraz z relatywnie niską dynamiką dochodów podatkowych (8,9% r/r)<sup>19</sup>.

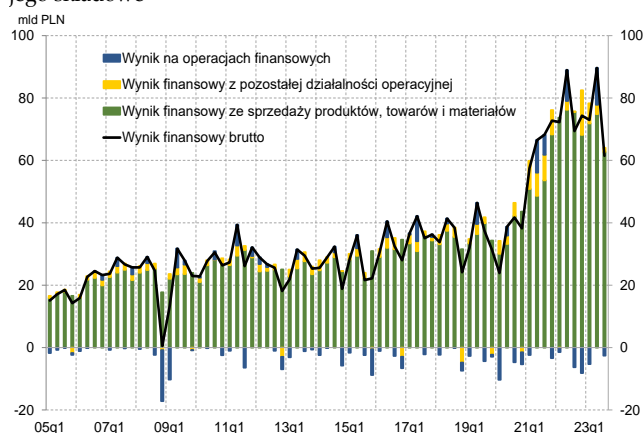
Dług sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2023 r. wzrósł o 111,1 mld zł, do 1 623,2 mld zł. Zgodnie z szacunkiem zawartym w uzasadnieniu do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2024* na koniec 2023 r. dług sektora finansów publicznych wyniósł 49,3% PKB, tj. był taki sam jak na koniec 2022 r.

## 2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

W III kw. 2023 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw pogorszyła się, a zagregowany wynik finansowy brutto wyraźnie spadł w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku (Wykres 2.14)<sup>20</sup>. Wpłynął na to istotnie niższy wynik na sprzedaży produktów, towarów i materiałów. Przychody z tego tytułu po raz pierwszy od trzech lat obniżyły się (o 0,7% r/r wobec wzrostu o 5,5% r/r w II kw. 2023 r.; Wykres 2.15). Złożyły się na to silny spadek sprzedaży zagranicznej (o 9,4% r/r, przy wzroście o 3,7% r/r w II kw.) oraz osłabienie wzrostu sprzedaży krajowej (do 2,4% r/r z 6,1% r/r w II kw.). Obniżenie dynamiki przychodów ze sprzedaży obserwowane było w zdecydowanej większości działów PKD<sup>21</sup>. Natomiast w kierunku wzrostu wyniku finansowego brutto oddziaływała poprawa wyniku na operacjach finansowych oraz z pozostałej działalności operacyjnej.

Do spadku wyniku finansowego na sprzedaży w III kw. 2023 r. przyczyniła się wyższa dynamika

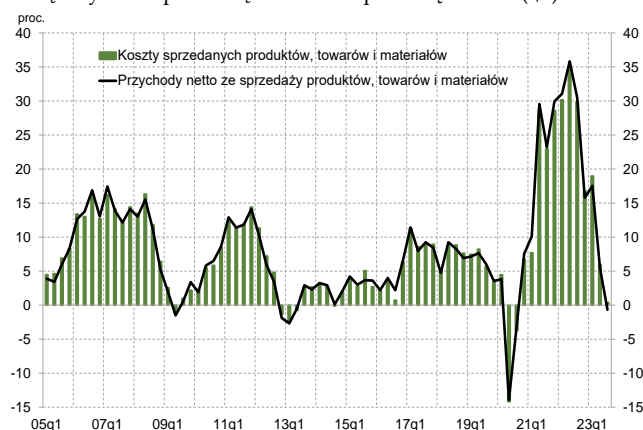
**Wykres 2.14** Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>19</sup> Ustawa budżetowa na rok 2023 zakładała wzrost dochodów podatkowych o 17,2% r/r, a jej nowelizacja o 15,3% r/r.

<sup>20</sup> W III kw. 2023 r. wynik finansowy brutto wyniósł 61,5 mld zł wobec 89,6 mld zł w II kw. 2023 r. i 69,4 mld zł w III kw. 2022 r.

<sup>21</sup> Jednocześnie w większości działów Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) dynamika przychodów ze sprzedaży w III kw. 2023 r. pozostała dodatnia.



kosztów (0,4% r/r) sprzedanych produktów niż odpowiadających im przychodów (-0,7% r/r). Wzrost omawianej kategorii kosztów wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki kosztów pracy (14,7% r/r), zwiększającej udział tej składowej w kosztach operacyjnych (o 0,5 pkt proc. kw/kw, do 12,6%). Tempo wzrostu kosztów obniżyła natomiast malejące koszty surowców i materiałów wykorzystywanych do produkcji (o 11,6% r/r), jak również spadek kosztów towarów służących do dalszej odsprzedaży (o 1,2% r/r).

W tych warunkach obniżyła się rentowność sektora przedsiębiorstw (Tabela 2.2). W ujęciu rocznym zmniejszyła się zarówno rentowność sprzedaży (o 1 pkt proc., do 5,1%), jak i rentowność obrotu netto (o 0,5 pkt proc., do 4,0%). Niższy niż rok wcześniej był również odsetek firm rentownych, choć przybyło firm o rentowności powyżej 5%, co świadczy o pogłębieniu się różnic w zakresie zyskowności przedsiębiorstw. Zmiany rentowności były przy tym zróżnicowane pomiędzy sekcjami gospodarki – w przemyśle (z wyjątkiem energetyki) rentowność uległa obniżeniu w ujęciu rocznym, podczas gdy w budownictwie i niektórych branżach usługowych nastąpił jej wzrost.

Mimo spadku wyniku finansowego w III kw. 2023 r. płynność sektora przedsiębiorstw pozostała na relatywnie wysokim poziomie. Zarówno wskaźniki płynności (gotówkowej, szybkiej oraz finansowej), jak i udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności, kształtowały się powyżej swoich długookresowych średnich.

Po okresie wyraźnych spadków ocen koniunktury obserwowanych w ciągu ostatnich dwóch lat, wyniki Szybkiego Monitoringu NBP<sup>22</sup> wskazują na poprawę kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw w IV kw. 2023 r. i rosnące przekonanie firm o możliwości dalszej jej poprawy w I kw. 2024 r.

Tabela 2.2 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			
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	5,9	5,1
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	2,4	4,5	4,4	3,3	5,4	6,2	5,9	5,1	5,2	6,1	4,5	4,2	4,4	5,7	4,0
Odsetek firm rentownych	73,4	74,4	73,3	75,8	74,4	76,3	77,9	79,0	78,4	77,6	77,3	76,8	77,1	77,5	76,6	75,2
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	34,2	37,8	39,0	41,5	41,8	42,7	45,4	45,5	46,4	43,5	42,1	41,6	42,3	43,1	42,6	42,1
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	38,9	42,6	42,9	43,9	43,0	44,1	44,6	44,1	42,7	40,9	39,9	39,0	37,5	37,3	38,7
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	1,9	1,2
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	14,1	13,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>22</sup> Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2024 r.

Wzrost optymizmu odnotowano w większości analizowanych sekcji gospodarki i dla większości klas przedsiębiorstw.

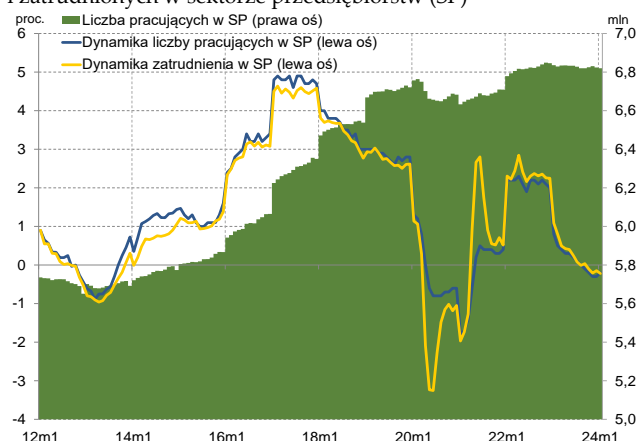
## 2.5 Rynek pracy

W 2023 r. sytuacja na rynku pracy pozostawała dobra, o czym świadczy niska stopa bezrobocia i wysoki poziom zatrudnienia. Jednak w II połowie 2023 r., w warunkach osłabionej koniunktury gospodarczej, dynamiki zatrudnienia oraz wynagrodzeń nominalnych obniżyły się.

Dane GUS – w tym na podstawie BAEL – oraz dane ZUS wskazują na osłabioną dynamikę zatrudnienia w II połowie 2023 r. (Wykres 2.16, Wykres 2.17)<sup>23</sup>. Zgodnie z wynikami BAEL dynamika liczby pracujących w IV kw. 2023 r. obniżyła się do 0,1% r/r (względem 0,5% r/r w III kw. 2023 r.). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (SP) również się obniżyła i w IV kw. była ujemna (-0,3% r/r względem 0,0% r/r w III kw. 2023 r.)<sup>24</sup>. Z kolei tempo wzrostu liczby pracujących szacowane na podstawie danych ZUS w II połowie 2023 r. było zbliżone do notowanego w II kw. (0,4% r/r w IV kw. wobec 0,3% r/r w II i III kw.)<sup>25</sup>. Najnowsze wyniki badań koniunktury GUS oraz NBP, podobnie jak dane o liczbie ofert pracy w urzędach pracy sugerują przy tym stopniową poprawę perspektyw zatrudnienia w gospodarce<sup>26</sup>.

Stopa bezrobocia nadal kształtuje się na bardzo niskim poziomie (Wykres 2.18). Wskazują na to zarówno wyniki BAEL (stopa bezrobocia na poziomie 3,0% w IV kw. 2023 r. względem 2,8% w II i III kw., dane odsezonowane), jak i dane z urzędów pracy (stopa bezrobocia rejestrowanego w II połowie 2023 r. na poziomie 5,1%<sup>27</sup>, dane odsezonowane).

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

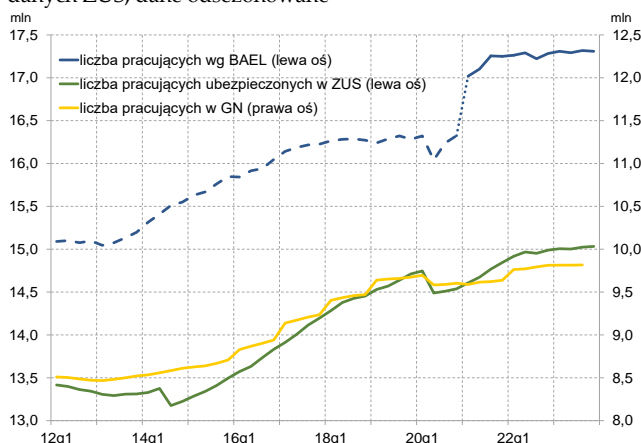


Źródło: dane GUS.

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

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

**Wykres 2.17** Liczba pracujących według BAEL, według danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN) oraz według danych ZUS, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, ZUS, obliczenia NBP.

Liczba pracujących ubezpieczonych w ZUS, podana według stanu na koniec kwartału, obejmuje osoby pracujące w oparciu o umowę o pracę, umowy cywilno-prawne, samozatrudnionych oraz pracujących, którzy są ubezpieczeni z innego tytułu (m.in. pracownicy służb mundurowych i duchowni). Liczba pracujących w GN w przeciwieństwie do danych BAEL dotyczy podmiotów o liczbie pracujących powyżej 9 osób oraz nie uwzględnia m.in.: (1) rolnictwa indywidualnego, (2) zatrudnienia w szarej strefie, (3) zatrudnienia w oparciu o umowy cywilnoprawne.

Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu ujednolicenia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w kwestionariuszu badania, dane dotyczące liczby pracujących i stopy bezrobocia wg BAEL począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi. Począwszy od IV kw. 2023 r. dane BAEL są uogólniane na liczbę ludności zgodną z Narodowym Spisem Powszechnym z 2021 r. (NSP 2021). Przeliczenie wsteczne danych obejmuje natomiast okres od I kw. 2021 r. do III kw. 2023 r., przez co okresy przed I kw. 2021 r. (linia przerywana) nie są porównywalne z okresami późniejszymi (linia ciągła).

<sup>23</sup> Roczna dynamika liczby pracujących w GN obniżyła się z 0,4% w II kw. ub.r. do 0,2% w III kw.

<sup>24</sup> W styczniu 2024 r. dynamika przeciętnego zatrudnienia w SP wyniosła -0,2% r/r.

<sup>25</sup> W styczniu 2024 r. dynamika liczby pracujących szacowana na podstawie danych ZUS wyniosła 0,3% r/r.

<sup>26</sup> Zob. *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2024 (styczeń 2024)*, GUS, styczeń 2024 r. oraz *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, styczeń 2024 r.

<sup>27</sup> Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu 2024 r. nieznacznie wzrosła, do 5,2%.

Roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych w ostatnim okresie pozostawała wysoka, choć w II połowie 2023 r. była niższa niż na początku roku (Wykres 2.19). Wzrost przeciętnego wynagrodzenia w IV kw. 2023 r. w gospodarce narodowej (GN) wyniósł 12,0% r/r (wobec 11,0% w III kw. 2023 r. i 14,0% r/r średnio w I połowie 2023 r.), a w SP 11,5% r/r (względem 10,8% r/r w III kw. 2023 r. i 12,7% średnio w I połowie ub.r.)<sup>28</sup>. Jednocześnie ze względu na dalszy spadek inflacji, roczna dynamika realnych wynagrodzeń w GN i SP wzrosła. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wskazują na wzrost odsetka firm planujących podwyżki w I kw. br.<sup>29</sup>, co może wiązać się z koniecznością dostosowania wynagrodzeń do wzrostu płacy minimalnej od stycznia 2024 r. (o 21,5% r/r)<sup>30</sup>.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w II połowie 2023 r. spadła i w IV kw. 2023 r. wyniosła 10,3% r/r (wobec 10,6% r/r w III kw. 2023 r. i 15,0% średnio w I połowie 2023 r.), na co wpłynął przede wszystkim spadek rocznej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce narodowej przy wzroście PKB w ujęciu rocznym (po jego spadkach w I połowie 2023 r.).

Na sytuację na krajowym rynku pracy nadal wpływa wysoka liczba aktywnych zawodowo imigrantów. Według danych ZUS na koniec stycznia 2024 r. ponad 1,1 mln cudzoziemców objętych było ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce (wzrost o 6,3% r/r). Spośród nich 755,8 tys. (tj. 67,2%) osób posiadało obywatelstwo ukraińskie, z czego około 240 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy, a 129,1 tys. (tj. 11,5%) posiadało obywatelstwo białoruskie<sup>31</sup>.

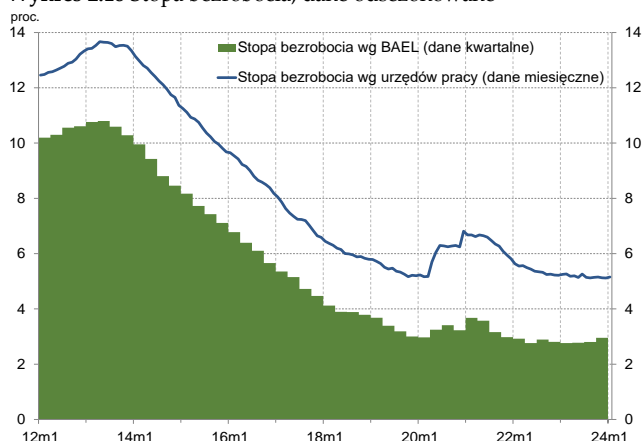
<sup>28</sup> Wzrost dynamiki wynagrodzeń w SP w IV kw. 2023 r. był związany głównie z wypłatą premii jednorazowych w górnictwie i energetyce.

<sup>29</sup> W styczniu 2024 r. dynamika nominalnych wynagrodzeń w SP wyniosła 12,8% r/r.

<sup>30</sup> Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2024 r.

<sup>31</sup> Szacunek liczby pracujących uchodźców z Ukrainy ubezpieczonych w ZUS dotyczy grudnia 2023 r. i obejmuje osoby, które w zgłoszeniu do ubezpieczeń emerytalnego i rentowego podały obywatelstwo ukraińskie oraz mają nadany numer PESEL UKR. W podanym szacunku nie uwzględniono osób pracujących, ale nieobjętych obowiązkiem ubezpieczeniowym, np. uczniów i studentów do 26 roku życia zatrudnionych na umowę zlecenie czy też osób pracujących w szarej strefie.

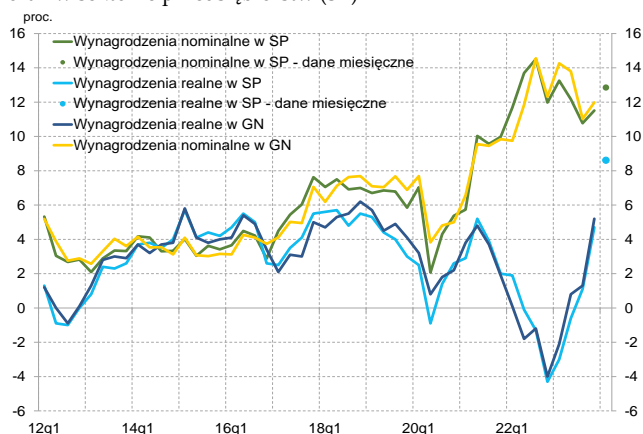
Wykres 2.18 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



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). Zmiana metodyki badania BAEL wprowadzona w I kw. 2021 – patrz uwaga do poprzedniego wykresu. Dane dotyczące stopy bezrobocia rejestrowanego od grudnia 2020 r. podawane są z uwzględnieniem liczby pracujących w rolnictwie oszacowanej na podstawie Powszechnego Spisu Rolnego z 2020 r. i nie są w pełni porównywalne z wcześniejszymi okresami. Uwzględnienie NSP 2021 w danych BAEL – patrz uwaga do poprzedniego wykresu.

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 styczeń 2024 r. (kropki).

## 2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

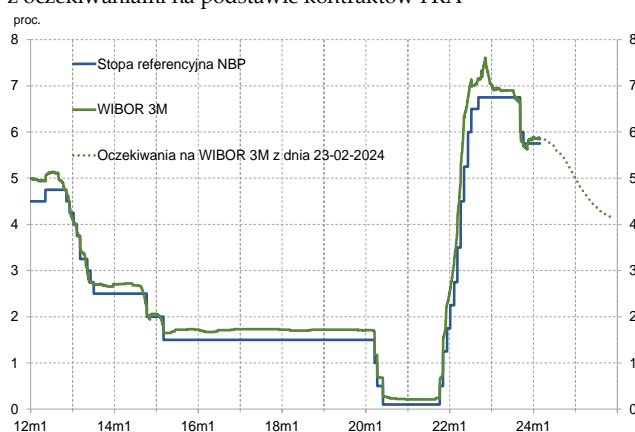
Na ceny instrumentów finansowych w Polsce w ostatnich miesiącach miały wpływ m.in.: poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych, obserwowany spadek krajowej inflacji oraz przesunięcie się w górę oczekiwań uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.20; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*).

Spadkowi rentowności polskich obligacji skarbowych sprzyjało obniżanie się rentowności obligacji na rynkach światowych i inflacji w Polsce (Wykres 2.21). W przeciwnym kierunku oddziaływały zmniejszające się oczekiwania uczestników rynku co do skali i tempa obniżek stóp procentowych NBP.

Z kolei kurs złotego kontynuował umocnienie wobec głównych walut (Wykres 2.22). W efekcie w lutym br. średniomiesięczny kurs złotego do euro<sup>32</sup> był najsilniejszy od czterech lat.

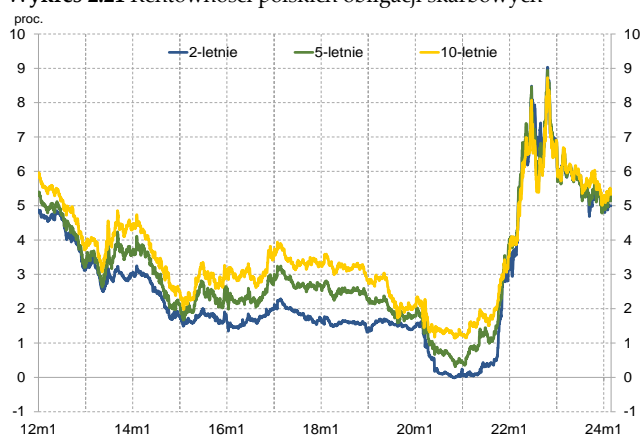
Na rynku mieszkaniowym w IV kw. 2023 r. istotnie wzrosły nominalne ceny transakcyjne. W kierunku wzrostu cen nieruchomości oddziaływał wzrost popytu wspierany tzw. programem „Bezpieczny kredyt”, w warunkach ograniczonej podaży mieszkań, a także wzrost kosztów ich budowy (Wykres 2.23)<sup>33</sup>. Według danych NBP<sup>34</sup> dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych mieszkań wzrosła i wyniosła 8,4% r/r w IV kw. 2023 r. (wobec 4,1% r/r w III kw. 2023 r.)<sup>35</sup>.

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



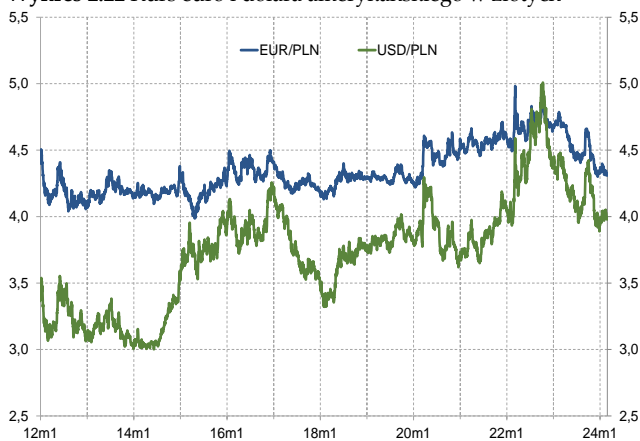
Źródło: dane NBP, Bloomberg.

Wykres 2.21 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.22 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

<sup>32</sup> Dla kursu walutowego dane za luty obejmują okres do 23 lutego 2024 r.

<sup>33</sup> Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

<sup>34</sup> Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do IV kw. 2023 r. obejmują transakcje zawarte w okresie wrzesień – listopad 2023 r.

<sup>35</sup> Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m<sup>2</sup>) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen nominalnych wyniosła w IV kw. 2023 r. 4,4% kw/kw (wobec 2,7% kw/kw w III kw. 2023 r.).

## 2.7 Pieniądz i kredyt<sup>36</sup>

Tempo wzrostu agregatu M3 w IV kw. 2023 r. ponownie się zwiększyło (do 9,1% r/r wobec 8,9% r/r w III kw. 2023 r.), jednak skala przyspieszenia była mniejsza niż w poprzednich kwartałach (Wykres 2.24). W kierunku wzrostu agregatu M3 oddziaływał przyrost depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (odpowiednio o 12,7% r/r i 11,4% r/r), w tym przede wszystkim depozytów terminowych gospodarstw domowych. W odróżnieniu od poprzednich kwartałów 2023 r., do wzrostu agregatu M3 przyczyniło się również zwiększenie stanu gotówki w obiegu (o 1,7% r/r wobec spadku o 0,8% r/r w III kw. ub.r.)<sup>37</sup>. Wśród czynników kreacji pieniądza największy udział w jego wzroście w ujęciu rocznym miał wzrost aktywów zagranicznych netto.

Zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych w IV kw. 2023 r. po raz kolejny się zmniejszyło, jednak tempo spadku było wyraźnie mniejsze niż w poprzednich kwartałach (-0,7% r/r wobec -3,1% r/r w III kw. 2023 r.; Wykres 2.25). Roczna dynamika kredytów mieszkaniowych wzrosła, choć pozostała ujemna (wyniosła -2,1% r/r w IV kw. 2023 r. wobec -4,6% r/r w III kw. ub.r.). Podobnie jak w III kw. banki odnotowały wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe<sup>38</sup>, w szczególności w związku z tzw. programem „Bezpieczny kredyt”<sup>39</sup>. Jednocześnie dynamika kredytów mieszkaniowych pozostawała pod wpływem zwiększonych nadpłat i wcześniejszych spłat kredytów złotych (w tym ze środków z odroczonej płatności w ramach „wakacji kredytowych”). Ograniczająco na dynamikę

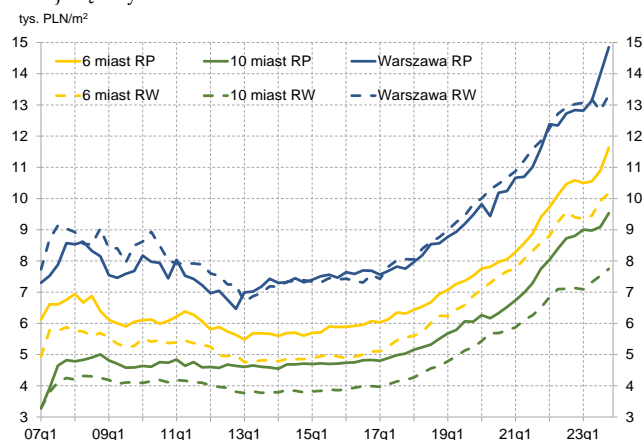
<sup>36</sup> W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako nominalna dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

<sup>37</sup> W styczniu 2024 r. dynamika agregatu M3 wyniosła 8,6% r/r. Tempo przyrostu gotówki w obiegu ukształtowało się na poziomie 3,1% r/r, dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 12,4% r/r, a depozytów przedsiębiorstw 7,0% r/r.

<sup>38</sup> Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2024 r.*, NBP, luty 2024 r.

<sup>39</sup> Można szacować, że większość wniosków o kredyt mieszkaniowy w IV kw. zostało złożonych w ramach tzw. programu „Bezpieczny kredyt”. Przyjmowanie nowych wniosków w ramach programu zostało zawieszona z końcem 2023 r. w związku z wykorzystaniem finansowania przewidzianego na lata 2023-2024.

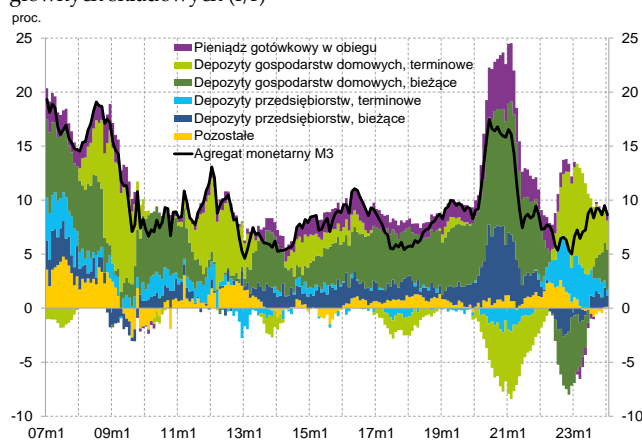
**Wykres 2.23** Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

**Wykres 2.24** Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

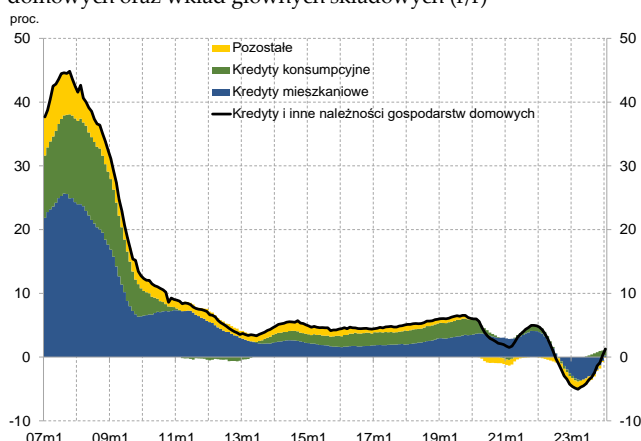
kredytów mieszkaniowych wpływało również zmniejszenie się stanu kredytów walutowych, w tym w wyniku zawierania ugód banków z klientami. Natomiast dynamika zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych stopniowo się zwiększała wraz z poprawą nastrojów konsumentów (wyniosła 3,7% r/r w IV kw. 2023 r. wobec 1,7% r/r w III kw. 2023 r.; por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*)<sup>40</sup>.

W IV kw. 2023 r. ponownie spadło zadłużenie kredytowe przedsiębiorstw (-1,3% r/r wobec -0,9% r/r w III kw. 2023 r.; Wykres 2.26). Podobnie jak w III kw. złożyło się na to zmniejszenie stanu kredytów bieżących (o 5,0% r/r w IV kw. 2023 r. wobec spadku o 5,1% r/r w III kw. 2023 r.), któremu jednak towarzyszył wzrost stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym (o 3,7% r/r w IV kw. 2023 r. wobec 4,0% r/r w III kw. 2023 r.)<sup>41</sup>.

## 2.8 Bilans płatniczy<sup>42</sup>

Saldo rachunku bieżącego w IV kw. 2023 r. ponownie wzrosło (do 1,6% PKB wobec 1,0% PKB w III kw. ub.r.; Wykres 2.27), co wynikało z wyraźnej poprawy salda obrotów towarowych (1,2% PKB w IV kw. 2023 r. względem 0,2% PKB w III kw. 2023 r.). Poprawa salda obrotów towarowych była związana z nadwyżką eksportu nad importem towarów w 2023 r., w szczególności w warunkach spadku deficytu w handlu paliwami (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Równocześnie saldo usług – mimo obniżenia – pozostało dodatnie (5,1% PKB w IV kw. ub.r. wobec 5,3% PKB kwartał wcześniej), a saldo dochodów pierwotnych było ujemne (wyniosło -4,3% PKB w IV kw. 2023 r. wobec -4,2% PKB w III kw. ub.r.)

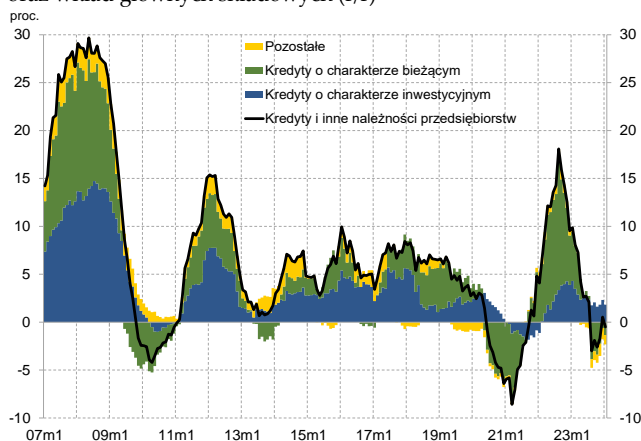
Wykres 2.25 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

<sup>40</sup> W styczniu 2024 r. dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 1,3% r/r. Dynamika kredytów mieszkaniowych wyniosła 0,4% r/r, a kredytów konsumpcyjnych 4,5% r/r.

<sup>41</sup> W styczniu 2024 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła -0,5% r/r. Dynamika kredytów o charakterze bieżącym wyniosła -3,3% r/r, a kredytów o charakterze inwestycyjnym 3,5% r/r.

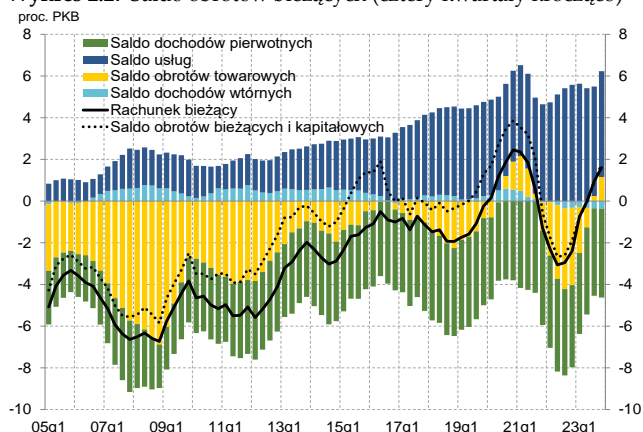
<sup>42</sup> W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco. Dla IV kw. 2023 r. prezentowane dane mają charakter szacunkowy i zostały opracowane na podstawie danych miesięcznych o bilansie płatniczym oraz wstępnego szacunku PKB z 29 lutego 2024 r.

ze względu na dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce.

Jednocześnie saldo rachunku finansowego w IV kw. 2023 r. wyniosło 1,4% PKB, podobnie jak w III kw., czemu towarzyszyła poprawa w zakresie salda inwestycji bezpośrednich przy spadku salda inwestycji portfelowych.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki (Tabela 2.3). W III kw. 2023 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB nadal się poprawiała i wyniosła -30%. Jednocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB wyniósł 52% i kształtował się poniżej wieloletniej średniej.

Wykres 2.27 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Dane za IV kw. 2023 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2023 r.

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

	2021		2022		2023				
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
<b>Saldo obrotów bieżących/PKB</b>	-1,3	-2,3	-3,1	-3,0	-2,4	-0,7	0,0	1,0	1,6
<b>Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB</b>	-0,6	-1,7	-2,7	-2,6	-1,9	-0,8	-0,1	0,9	1,8
<b>Saldo obrotów towarowych i usług/PKB</b>	3,3	2,2	1,6	1,6	1,9	3,4	4,5	5,5	6,2
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług</b>	5,7	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	4,7	5,2	5,2
<b>Zadłużenie zagr./PKB</b>	57	56	56	57	53	52	51	52	-
<b>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB</b>	-40	-39	-36	-34	-33	-32	-32	-30	-
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących</b>	121	111	115	124	140	136	141	135	-
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku</b>	140	115	116	118	127	122	123	121	-

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom aktywów rezerwowych na koniec prezentowanego okresu. Dane za IV kw. 2023 r. na podstawie szacunkowych danych miesięcznych za październik, listopad i grudzień 2023 r.

## 3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2023 r. – marzec 2024 r.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od listopada 2023 r. do lutego 2024 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 listopada 2023 r.**

Na posiedzeniu wskazywano, że w gospodarkach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski koniunktura pozostaje osłabiona. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki. W III kw. 2023 r. roczny wzrost PKB strefy euro spowolnił do 0,1%, a w Niemczech poziom aktywności obniżył się. Dostępne prognozy sugerują ożywienie wzrostu w strefie euro w 2024 r., jednak będzie ono stopniowe. Jednocześnie przebieg tego ożywienia obarczony jest niepewnością, w tym związaną ze skutkami zacieśnienia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, a także problemami strukturalnymi części dużych gospodarek tego obszaru walutowego. Natomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, a w III kw. br. dynamika aktywności wzrosła. Zwracano jednak uwagę, że niektóre ostatnio opublikowane dane, w tym dotyczące rynku pracy, sygnalizują ryzyko spowolnienia wzrostu w tej gospodarce.

Członkowie Rady wskazywali, że na świecie postępuje proces dezinflacji. W strefie euro w październiku – zgodnie z szybkim szacunkiem Eurostatu – inflacja spadła do 2,9%. Inflacja bazowa również się obniżyła, choć pozostała na wyższym poziomie. W Europie Środkowo-

Wschodniej dynamika cen także spadła. Zwracano uwagę, że według przewidywań głównych banków centralnych dalsza dezinflacja będzie jednak przebiegać wolniej. W efekcie cel inflacyjny w strefie euro ma zostać osiągnięty w II połowie 2025 r., a w Stanach Zjednoczonych dopiero w 2026 r.

Podkreślano, że banki centralne w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych na swoich ostatnich posiedzeniach utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizują, że ich polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna przez dłuższy czas.

Na posiedzeniu wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla światowej gospodarki jest wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Oddziałują one w kierunku wzrostu cen części surowców, choć skala tego wpływu jest jak dotąd ograniczona.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce dynamika aktywności gospodarczej pozostała niska, choć część danych sygnalizuje jej stopniowy wzrost. Członkowie Rady wskazywali, że we wrześniu 2023 r. sprzedaż detaliczna obniżyła się w ujęciu rocznym, ale skala spadku była mniejsza niż w poprzednich miesiącach. Produkcja sprzedana



przemysłu również obniżyła się w ujęciu rocznym, jednak w ujęciu miesięcznym i po uwzględnieniu efektów sezonowych wzrosła. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej była najwyższa od kilkunastu miesięcy. Podkreślano ponadto stopniową poprawę nastrojów konsumenckich. Biorąc pod uwagę dane miesięczne, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB w III kw. 2023 r. prawdopodobnie była dodatnia, przy czym pozostała niska.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady wskazywali, że wciąż jest ona dobra. Niemniej we wrześniu br. w sektorze przedsiębiorstw roczna dynamika zatrudnienia ponownie wyniosła zero. Natomiast dynamika realnych wynagrodzeń w tym sektorze – w warunkach wyraźnego spadku inflacji – jest dodatnia. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nominalnych stopniowo spowalnia. Również wyniki badań ankietowych wskazują, że presja płacowa nieco słabnie. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że odsetek firm planujących podwyżki płac utrzymuje się powyżej długookresowej średniej.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych pozostaje ujemna, w szczególności w związku ze spadkiem stanu kredytów mieszkaniowych, choć odnotowano pewne ożywienie akcji kredytowej w tym segmencie rynku. Natomiast zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych rośnie, choć relatywnie wolno.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej, członkowie Rady wskazywali, że choć w 2023 r. dynamika aktywności jest niska, to zgodnie z listopadową projekcją NBP, w kolejnych kwartałach wzrost PKB będzie przyspieszał. Wskazywano przy tym, że w bieżącym roku dynamika PKB ma być niższa niż oczekiwano w lipcu, natomiast w przyszłych dwóch latach

wzrost ma być już nieco szybszy. Podkreślano jednak, że luka popytowa ma pozostać ujemna w horyzoncie projekcji, co będzie oddziaływać w kierunku spadku inflacji.

Na posiedzeniu wskazywano, że w październiku 2023 r. roczny wskaźnik inflacji CPI ponownie wyraźnie się obniżył i – według szybkiego szacunku GUS – wyniósł 6,5%. Zwracano uwagę, że obniżyła się dynamika cen wszystkich głównych kategorii koszyka inflacyjnego, w tym prawdopodobnie ponownie obniżyła się inflacja bazowa. Oceniano, że jest to efekt słabnięcia zarówno presji popytowej, jak i kosztowej, której obniżanie się sygnalizuje w szczególności ujemna roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że zgodnie z listopadową projekcją w kolejnych kwartałach inflacja będzie się dalej obniżać, choć – tak jak już wcześniej przewidywano – spadek ten będzie wolniejszy niż dotychczas. Podkreślano, że według projekcji inflacja powróci do celu inflacyjnego NBP – tj. 2,5%  $\pm$  1 punkt procentowy – w IV kw. 2025 r. Oceniano zatem, że horyzont powrotu inflacji do celu nie zmienił się istotnie względem projekcji lipcowej, co wynika z faktu, że niższym stopom procentowym NBP towarzyszy słabsza presja popytowa oraz niższa inflacja w punkcie startowym projekcji. Wskazywano przy tym, że nieznacznie wyższa inflacja w 2025 r. w projekcji listopadowej niż w projekcji lipcowej jest efektem wyższych cen żywności i energii, przy niezmiętej średniorocznej inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja bazowa ma pozostać powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP do końca horyzontu projekcji.

Członkowie Rady wskazywali, że kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim jak i średnim okresie, jest obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. Podkreślano niepewność dotyczącą

przyszłych stawek podatku VAT na towary żywnościowe i niepewność dotyczącą uregulowań w zakresie cen energii, a także innych elementów polityki fiskalnej w nadchodzących latach.

Większość członków Rady oceniała, że obecny poziom stóp procentowych oddziałuje w kierunku spadku inflacji. Członkowie ci argumentowali, że w efekcie dalszego obniżania się inflacji, które sprzyja także obniżaniu się oczekiwań inflacyjnych, następuje wzrost realnych stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na pewien wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw w ostatnim okresie i na nieznaczne pogorszenie się struktury odpowiedzi w badaniu oczekiwań inflacyjnych konsumentów.

Większość członków Rady oceniła, że napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. Biorąc pod uwagę dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych poziom

stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

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

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 grudnia 2023 r.**

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona, choć jest zróżnicowana między krajami. Zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych sytuacja gospodarcza jest wciąż dobra, ale po szybkim wzroście PKB w III kw. 2023 r., dynamika aktywności mogła spowolnić. Natomiast w strefie euro utrzymują się tendencje stagnacyjne. W Niemczech, tj. u głównego partnera handlowego Polski, roczna dynamika PKB w III kw. 2023 r. była ujemna. Prognozy sygnalizują, że w 2024 r. PKB w Niemczech zacznie ponownie rosnąć, jednak utrzymuje się niepewność dotycząca realizacji tego scenariusza. Niepewność ta związana jest ze strukturalnymi problemami niemieckiej gospodarki, dokonaniem zacieśnienia polityki pieniężnej przez EBC oraz prawdopodobnym zacieśnieniem polityki fiskalnej.

Członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki wciąż się obniża, przy czym w wielu krajach jest ona nadal podwyższona. W strefie euro inflacja, w tym inflacja bazowa, spadła silniej niż prognozowano. Obniża się również dynamika cen w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej,

choć jest ona wyższa niż w gospodarkach rozwiniętych.

Wskazywano, że w warunkach spadku inflacji, większość banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie po ich wcześniejszym podwyższeniu. Zwracano uwagę, że oczekiwania rynkowe wskazują na możliwość obniżek stóp procentowych w głównych gospodarkach w 2024 r., choć podkreślano również, że oczekiwania te obciążone są niepewnością.

Na posiedzeniu wskazywano, że w warunkach osłabionej koniunktury na świecie, także w Polsce dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska, mimo że w ostatnim czasie wzrosła. W III kw. 2023 r. dynamika PKB w Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 0,5% r/r wobec -0,6% r/r w poprzednim kwartale. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto, a także – choć w mniejszym stopniu – wzrost inwestycji i konsumpcji. Część członków Rady podkreślała przy tym, że dynamika konsumpcji była wyższa niż oczekiwano. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że wkład zmiany zapasów do dynamiki PKB w III kw. 2023 r. był wyraźnie ujemny.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej, zwracano uwagę, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie prawdopodobnie przyspieszać. Przyczyniać się do tego będzie wzrost konsumpcji następujący w warunkach wzrostu realnych wynagrodzeń. Większość członków Rady podkreślała przy tym, że mimo oczekiwanej wyższej dynamiki PKB, luka popytowa w kolejnych kwartałach – zgodnie z listopadową projekcją NBP – pozostanie ujemna. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wyższej konsumpcji oddziaływać może również wzrost nominalnej wartości aktywów gospodarstw domowych, który nastąpił w ostatnich latach.

Podczas dyskusji zaznaczano, że ostatnie dane miesięczne wpisują się w scenariusz przyspieszania wzrostu gospodarczego zarysowany w listopadowej projekcji NBP. W październiku sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa były wyższe niż rok wcześniej. Zwracano jednocześnie uwagę, że poprawiają się nastroje konsumenckie. Wzrósł również wskaźnik PMI dla przemysłu, który jednak cały czas sygnalizuje, że w przemyśle trwa dekonunktura.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady wskazywali, że wciąż jest ona dobra, co w szczególności znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest niższe niż na początku roku. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – pomimo wzrostu liczby obcokrajowców na polskim rynku pracy – jednym z czynników ograniczających dynamikę zatrudnienia mogą być zmiany demograficzne.

Jednocześnie w związku ze spadkiem inflacji roczna dynamika wynagrodzeń realnych w gospodarce narodowej wzrosła w III kw. 2023 r. i – podobnie jak w II kw. tego roku – była dodatnia. Większość członków Rady oceniała, że mimo obserwowanego wzrostu realnych płac, łączna presja kosztowa wśród przedsiębiorstw osłabia się. Natomiast niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wynagrodzenia realne rosną szybciej niż wydajność pracy, a według badań ankietowych miary presji płacowej – choć spadły – pozostają wyższe od długookresowej średniej.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Wskaźnik kredytu bankowego dla sektora niefinansowego w odniesieniu do PKB jest o około 15 punktów procentowych niższy niż przed pandemią. Roczne dynamiki kredytów zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw są nadal ujemne. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że widać

coraz wyraźniejsze symptomy ożywienia na rynku kredytowym. Wskazywano, że banki udzielają coraz więcej kredytów mieszkaniowych, czemu sprzyja w szczególności program „Bezpieczny Kredyt”.

Na posiedzeniu wskazywano, że – zgodnie z dostępnymi wówczas danymi, tj. według szybkiego szacunku GUS – roczny wskaźnik inflacji w listopadzie wyniósł 6,5%. Członkowie Rady zaznaczali, że – tak jak wcześniej oczekiwano – proces dezinflacji jest już wolniejszy niż w poprzednich miesiącach, choć uwzględniając dostępne dane GUS, można szacować, że obniżenie inflacji bazowej w listopadzie było silniejsze niż w październiku. Większość członków Rady argumentowała, że dynamika cen jest ograniczana przez osłabioną presję popytową i obniżenie presji kosztowej. Na słabnącą presję kosztową i wygasanie większości zewnętrznych szoków podaźowych wskazują coraz głębsze spadki wskaźnika PPI. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Część członków Rady wskazywała, że w ciągu ostatnich miesięcy obniżyły się miary oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na nieznaczne pogorszenie się struktury odpowiedzi w badaniach oczekiwań inflacyjnych.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że oczekiwany jest dalszy spadek dynamiki cen. Podkreślano przy tym, że kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie jest obciążone niepewnością, w tym związaną z tempem ożywienia aktywności gospodarczej w Polsce i jego wpływem na procesy cenowe, a także przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. W szczególności zwracano uwagę, że – pomimo napływających zapowiedzi dotyczących kształtu polityki fiskalnej – utrzymuje się niepewność co do przyszłych stawek podatku VAT na towary

żywnościowe oraz uregulowań w zakresie cen energii, a także innych elementów polityki fiskalnej. Podkreślano, że rozwiązania w zakresie polityki fiskalno-regulacyjnej mogą oddziaływać na przyszłe kształtowanie się inflacji zarówno bezpośrednio, jak i poprzez wpływ na koniunkturę i popyt w gospodarce.

Większość członków Rady oceniła, że napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. Biorąc pod uwagę dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej.

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

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

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

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2024 r.**

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona, choć jest zróżnicowana między największymi gospodarkami. Podkreślano, że w strefie euro utrzymują się tendencje stagnacyjne. W kolejnych kwartałach prognozowane jest pewne ożywienie aktywności w tej gospodarce, choć najprawdopodobniej będzie ono powolne. Natomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje korzystna. Zwracano również uwagę, że w Chinach tempo ożywienia gospodarczego jest ograniczone. Wskazywano, że utrzymuje się niepewność – w tym związana z sytuacją geopolityczną – dotycząca perspektyw aktywności w gospodarce światowej.

Podkreślano, że w otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji, choć w wielu krajach inflacja jest nadal podwyższona. Zwracano przy tym uwagę, że w grudniu 2023 r. roczna dynamika cen dóbr konsumpcyjnych w strefie euro wzrosła, ale wynikało to w dużym stopniu ze statystycznych efektów bazy w zakresie cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa w strefie euro dalej się obniżała. Wskazywano, że obniża się również inflacja w wielu gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej.

Członkowie Rady wskazywali, że większość banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnim czasie banki centralne Czech oraz Węgier obniżyły stopy procentowe.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że polska gospodarka jest na ścieżce stopniowego ożywienia. Po wzroście w październiku 2023 r.,

roczne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w listopadzie 2023 r. spadły poniżej zera, jednak pozostały wyższe niż średnio we wcześniejszych miesiącach. Jednocześnie dalej rosła produkcja budowlano-montażowa. Podkreślano również, że wskaźniki nastrojów konsumentów i przedsiębiorców w IV kw. 2023 r. były lepsze niż w poprzednich kwartałach. Członkowie Rady oceniali zatem, że w IV kw. 2023 r. roczna dynamika PKB prawdopodobnie przyspieszyła, choć była nadal relatywnie niska. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na niepewność dotyczącą wpływu przepływów migracyjnych między Polską a Ukrainą na dynamikę konsumpcji.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady wskazywali, że wciąż jest ona dobra, co w szczególności znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia. Zwracano uwagę, że roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych w ostatnich miesiącach w sektorze przedsiębiorstw pozostawała podwyższona. Jednocześnie wskazywano, że wzrost płacy minimalnej oraz podwyżki wynagrodzeń pracowników sektora publicznego w 2024 r. będą oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Zwracano również uwagę, że choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie 2023 r. była ponownie nieznacznie ujemna. Jednocześnie liczba wolnych miejsc pracy w gospodarce na koniec III kw. 2023 r. była wyraźnie niższa niż rok wcześniej.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Zadłużenie kredytowe prywatnego sektora niefinansowego w odniesieniu do PKB jest o 15 punktów procentowych mniejsze niż przed pandemią. Część członków Rady wskazywała, że roczne dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są nadal ujemne. Podkreślano

jednak, że banki z miesiąca na miesiąc udzielały coraz więcej kredytów dla gospodarstw domowych, w tym szczególnie kredytów hipotecznych. W istotnym stopniu sprzyjał temu program „Bezpieczny Kredyt”. Członkowie Rady zwracali uwagę, że choć ustawowy limit dopłat w ramach tego programu został wyczerpany, to pojawiły się zapowiedzi nowych rozwiązań, które – o ile zostałyby wprowadzone – mogłyby dalej oddziaływać w kierunku wzrostu kredytów mieszkaniowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że roczna dynamika kredytów mieszkaniowych denominowanych w złotym oraz kredytów konsumpcyjnych jest dodatnia.

Na posiedzeniu wskazywano, że – zgodnie z dostępnymi wówczas danymi, tj. według szybkiego szacunku GUS – roczny wskaźnik inflacji w grudniu 2023 r. obniżył się do 6,1%. Zwracano uwagę, że dane te były niższe od oczekiwań rynkowych. Podkreślano, że roczna dynamika cen w grudniu była niemal trzy razy niższa niż w szczycie z lutego 2023 r. Wskazywano, że uwzględniając dane GUS, można szacować, iż w grudniu inflacja bazowa spadła po raz dziewiąty z rzędu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że inflacja bazowa pozostaje podwyższona, choć jej spadek w ostatnich kwartałach był szybszy niż wskazywały wcześniejsze prognozy.

Większość członków Rady oceniała, że spadek inflacji wynika nie tylko z ograniczenia presji kosztowej czy efektów statystycznych, ale także z niskiej presji popytowej. Członkowie ci wskazywali, że obecnie firmom relatywnie trudno jest podnosić ceny – zwłaszcza, że oczekiwania inflacyjne konsumentów w ostatnich kwartałach silnie spadły. Natomiast niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że oczekiwania przedsiębiorców dotyczące wzrostu cen – a także prognozy inflacji formułowane przez analityków sektora finansowego na 2025 r. – są nadal podwyższone. Niektórzy członkowie Rady

oceniali, że w warunkach wygasania zewnętrznych szoków podwyższających dynamikę cen, większą rolę w kształtowaniu się procesów inflacyjnych w Polsce zaczynają odgrywać czynniki krajowe. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dyskutując o krótkookresowych perspektywach inflacji w Polsce, wskazywano, że w najbliższych miesiącach oczekiwany jest dalszy spadek dynamiki cen. Zaznaczano, że w I kw. 2024 r. inflacja będzie najprawdopodobniej niższa niż przewidywano w listopadowej projekcji NBP. Oceniano, że według aktualnych prognoz w marcu 2024 r. roczna dynamika cen może spaść poniżej 3%, tj. do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP wynoszącym 2,5% +/-1 pkt proc.

Podczas omawiania perspektyw inflacji w dalszym horyzoncie, członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się dynamiki cen w kolejnych kwartałach obarczone jest wysoką niepewnością. W tym kontekście wskazywano, że zgodnie z projektem ustawy budżetowej, zerowa stawka VAT na towary żywnościowe ma obowiązywać do końca marca 2024 r. Jednocześnie według aktualnego stanu prawnego, ceny gazu, energii elektrycznej i ciepła sieciowego dla gospodarstw domowych mają pozostać zamrożone do końca czerwca 2024 r. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć.

Jednocześnie zaznaczano, że utrzymuje się niepewność dotycząca tempa ożywienia gospodarczego w Polsce i jego wpływu na presję inflacyjną. Wskazywano przy tym, że w szczególności wyższe wynagrodzenia w sektorze publicznym wraz ze wzrostem wysokości świadczeń wychowawczych oraz emerytur i rent będą zwiększać dochody gospodarstw domowych, przez co będą

oddziaływać w kierunku wyższej konsumpcji, a zatem także wyższej dynamiki cen. Część członków Rady zwracała również uwagę na niepewność w zakresie zewnętrznych czynników oddziałujących na inflację, w tym związanych z przyszłą koniunkturą gospodarczą na świecie oraz kształtowaniem się cen surowców.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec wspomnianych wyżej czynników mogących wpływać na inflację CPI w 2024 r., istotne znaczenie dla oceny krajowych procesów inflacyjnych ma kształtowanie się inflacji bazowej.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. W pierwszych miesiącach 2024 r. roczna dynamika CPI prawdopodobnie istotnie spadnie, przy czym spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy. Natomiast w kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest wysoką niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w kierunku wyższej inflacji oddziaływać będą podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym i wzrost świadczeń społecznych. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec nadal wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i

podejmowanych działań fiskalnych, poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

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

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

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 lutego 2024 r.**

Na posiedzeniu wskazywano, że w IV kw. 2023 r. strefa euro znajdowała się w stagnacji, a PKB w Niemczech się obniżył. Natomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje korzystna, a sytuacja na rynku pracy jest tam nawet lepsza od oczekiwań. Zaznaczano jednocześnie, że w otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji. W szczególności inflacja bazowa w największych gospodarkach rozwiniętych dalej stopniowo się obniża, a w ostatnim okresie odnotowano również istotny spadek światowych cen większości surowców energetycznych.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że – zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – w 2023 r. dynamika PKB w Polsce wyniosła 0,2%. Członkowie Rady wskazywali, że implikuje to pewne przyspieszenie wzrostu PKB w IV kw. 2023 r., co jest zgodne z oczekiwaniami z listopadowej projekcji NBP i świadczy o stopniowym ożywieniu koniunktury. Zaznaczano przy tym, że dane miesięczne za grudzień pokazały obniżenie się sprzedaży detalicznej w ujęciu rok do roku, spadek – choć mniejszy od oczekiwań rynkowych – produkcji przemysłowej oraz silny wzrost

produkcji budowlano-montażowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że sytuacja w wielu sekcjach przemysłowych poprawia się systematycznie od kilku miesięcy.

Część członków Rady oceniała, że dostępne dane potwierdzają, że mimo ożywienia, wzrost PKB jest wciąż relatywnie niski i istotnie niższy niż potencjał polskiej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady w dalszej perspektywie – przede wszystkim ze względu na spodziewany wyższy wzrost konsumpcji – można oczekiwać kontynuacji ożywienia gospodarczego, choć jego skala jest obarczona niepewnością. Wskazywano, że w kierunku wzrostu konsumpcji będzie oddziaływać przyspieszenie wzrostu dochodów realnych gospodarstw domowych w warunkach niższej inflacji, której towarzyszyć będzie podniesienie płacy minimalnej, waloryzacja świadczeń społecznych i podwyższenie płac w sektorze publicznym. Część członków Rady oceniała jednak, że dla perspektyw koniunktury konsumenckiej duże znaczenie może mieć dążenie przez gospodarstwa domowe do odbudowy oszczędności.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że wciąż jest ona dobra, co w szczególności znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia. Nieco zmniejszyła się też skala spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu rok do roku. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że rośnie liczba osób pracujących w ramach innych form stosunku pracy niż umowa o pracę. Jednocześnie zwracano uwagę, że w grudniu 2023 r. roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się poniżej 10%, choć argumentowano, że – uwzględniając wzrost płacy minimalnej i podwyżki wynagrodzeń dla pracowników sektora publicznego – w I kw. 2024 r. dynamika płac może istotnie wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że realna dynamika płac pod koniec 2023 r. była wyższa niż w poprzednich kwartałach, czemu nie

towarzystwo wyraźne przyspieszenie wydajności pracy.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. W opinii tych członków Rady świadczy o tym w szczególności fakt, że zadłużenie kredytowe prywatnego sektora niefinansowego w odniesieniu do PKB jest dużo niższe niż przed pandemią. Zaznaczano jednak także, że ma miejsce ożywienie na rynku kredytów, do czego przyczynił się tzw. program „Bezpieczny Kredyt”. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na przyrost stanu kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorstw.

Na posiedzeniu zaznaczano, że roczny wskaźnik inflacji w grudniu 2023 r. obniżył się do 6,2%, co oznacza, że był niemal trzy razy niższy niż w szczycie z lutego 2023 r. Członkowie Rady podkreślali, że spadek wskaźnika CPI nie wynikał jedynie z niższych cen surowców czy statystycznych efektów bazy, gdyż dynamiki miesięczne większości kategorii cen obniżyły się do poziomów zgodnych ze średnią wieloletnią. Wskazywano również, że w grudniu po raz kolejny spadła inflacja bazowa, czemu sprzyjała osłabiona presja popytowa, a także wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej, przy czym wskazywano, że inflacja bazowa pozostaje podwyższona. Część członków Rady zwracała uwagę, że w grudniu pogłębił się też spadek cen produkcji w przemyśle, co świadczy o wygasaniu wcześniejszych zewnętrznych szoków podaźowych i słabej presji kosztowej. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dyskutując o krótkookresowych perspektywach inflacji w Polsce, wskazywano, że na początku 2024 r. oczekiwany jest dalszy spadek dynamiki cen. Podobnie jak na styczniowym posiedzeniu, członkowie Rady zaznaczali, że w I kw. 2024 r. inflacja będzie najprawdopodobniej niższa niż



przewidywano w listopadowej projekcji NBP. Oceniano, że według aktualnych prognoz wskaźnik CPI w marcu br. może spaść poniżej 3%, tj. do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP wynoszącym 2,5% +/-1 pkt proc. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że również inflacja bazowa będzie się obniżać, choć jej spadek będzie wolniejszy i w efekcie inflacja bazowa pozostanie wyższa od inflacji ogółem. W tym kontekście członkowie Rady wyrażali opinię, że kształtowanie się inflacji bazowej ma istotne znaczenie dla oceny krajowych procesów inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że dalszy wyraźny spadek inflacji na początku 2024 r. – przy niezmiennych stopach procentowych NBP – oddziaływał będzie w kierunku wyższych realnych stóp procentowych.

Omawiając perspektywy inflacji ogółem w dalszym horyzoncie, członkowie Rady podtrzymali ocenę, że kształtowanie się dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie zależało od decyzji regulacyjno-fiskalnych i obarczone jest wysoką niepewnością. Wskazywano, że według aktualnego stanu prawnego, zerowa stawka VAT na towary żywnościowe ma obowiązywać do końca marca 2024 r., a ceny gazu, energii elektrycznej i ciepła sieciowego dla gospodarstw domowych mają pozostać zamrożone do końca czerwca 2024 r. Zaznaczano, że przy założeniu braku podwyżki stawki podatku VAT na żywność i utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie do końca br., inflacja od lutego do końca 2024 r. mogłaby pozostać na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Natomiast w przypadku przywrócenia z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność oraz całościowego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Ponadto część członków Rady zwróciła uwagę, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także kształtowanie się cen surowców oraz powrót napięć w handlu międzynarodowym w związku z sytuacją na Morzu Czerwonym, która spowodowała silny wzrost cen frachtu w ostatnich miesiącach.

Także omawiając perspektywy inflacji bazowej w dalszym horyzoncie, członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się niepewność co do jej dalszego kształtowania się, związana w szczególności z tempem ożywienia gospodarczego w Polsce i jego wpływem na presję inflacyjną. Część członków Rady oceniała, że czynnikiem, który może podwyższać inflację bazową będzie istotny wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym. Będzie on bowiem oddziaływał w kierunku wyższej dynamiki płac w całej gospodarce i wyższego popytu konsumpcyjnego. Podobny efekt miałaby realizacja zapowiedzi innych działań fiskalnych, takich jak wzrost kwoty wolnej od podatku dochodowego, przy czym część członków Rady zaznaczała, że obecnie nie ma jasności, czy i w jakim stopniu propozycje te będą realizowane. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście, że – zwłaszcza wobec konieczności wzrostu wydatków publicznych na cele wojskowe i na transformację energetyczną – pole dla zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej jest ograniczone i należy się raczej spodziewać działań konsolidacyjnych.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W I kw. 2024 r. roczna dynamika CPI prawdopodobnie istotnie spadnie, przy czym spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy. Natomiast w kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest wysoką niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie

podwyższona dynamika nominalnych wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec nadal wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i podejmowanych działań fiskalnych, poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

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

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

#### **Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 marca 2024 r.**

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

Koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona, choć jest zróżnicowana między największymi gospodarkami. W IV kw. 2023 r. roczna dynamika PKB w strefie euro pozostała zbliżona do zera, a w Niemczech ponownie była

ujemna. Natomiast w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB pozostała relatywnie wysoka. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

W otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji. W kierunku spadku inflacji oddziałuje ograniczenie presji kosztowej, widoczne w spadku cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności gospodarczej. W wielu gospodarkach następuje także spadek inflacji bazowej, choć jest ona nadal podwyższona.

W Polsce następuje stopniowe ożywienie aktywności, choć roczna dynamika PKB pozostaje relatywnie niska. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, wzrost PKB w IV kw. 2023 r. wyniósł 1,0%. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto oraz inwestycji. Jednocześnie obniżyła się dynamika konsumpcji. Napływające dane sygnalizują wzrost dynamiki aktywności gospodarczej w I kw. br.

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

Według wstępnych danych GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w styczniu 2024 r. obniżył się do 3,9% (z 6,2% w grudniu 2023 r.). Do spadku inflacji w ujęciu rok do roku przyczyniło się obniżenie rocznej dynamiki cen wszystkich głównych składowych koszyka CPI, w tym przede wszystkim cen nośników energii. W styczniu 2024 r. pogłębił się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Rada ocenia, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada zapoznała się z wynikami marcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 lutego 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,8 – 4,3% w 2024 r. (wobec 3,2 – 6,2% w projekcji z listopada 2023 r.), 2,2 – 5,0% w 2025 r. (wobec 2,2 – 5,3%) oraz 1,5 – 4,3% w 2026 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7 – 4,3% w 2024 r. (wobec 1,9 – 3,8% w projekcji z listopada 2023 r.), 3,2 – 5,3% w 2025 r. (wobec 2,4 – 4,7%) oraz 2,0 – 4,5% w 2026 r. W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obarczona znaczną niepewnością, w tym co do horyzontu, w jakim będą obowiązywać działania osłonowe w zakresie cen żywności i energii, a także ich kształtu. Ze względu na przyjęte założenie o utrzymaniu tych działań w obecnie obowiązującej formie do końca horyzontu projekcji, rozkład niepewności dla inflacji jest wyraźnie asymetryczny. W przypadku 2024 r. prawdopodobieństwo ukształtowania się rocznej dynamiki cen powyżej 50-procentowego przedziału wynosi 43%, a poniżej 7%.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W efekcie, oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Jednocześnie spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy i inflacja bazowa utrzyma się powyżej inflacji CPI.

W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem

ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. W przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym.

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

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

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

## 4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projektacji DABE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2024 r. do IV kw. 2026 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2023 r.

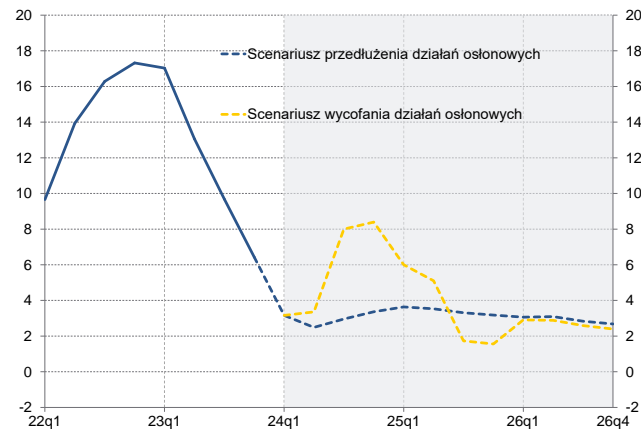
Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,75%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 15 lutego 2024 r. (*cut-off date*)

## 4.1 Synteza

Przyszła ścieżka inflacji jest silnie uzależniona od kształtu przyszłych działań osłonowych chroniących dotychczas gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu cen energii. W przypadku cen żywności istnieje znacząca niepewność dotycząca horyzontu w jakim będzie obowiązywać zerowa stawka VAT na podstawowe produkty żywnościowe. Z tego względu marcowa projekcja przygotowana została w dwóch scenariuszach. W pierwszym scenariuszu, który pełni rolę scenariusza centralnego przyjęto założenie, że antyinflacyjne działania osłonowe będą kontynuowane w całym horyzoncie projekcji. Założono przy tym, że działania te będą finansowane z budżetu państwa. W scenariuszu tym inflacja kształtuje się w pobliżu celu inflacyjnego NBP w całym horyzoncie projekcji. Przyjęcie drugiego skrajnego scenariusza, a więc założenie wycofania się przez rząd z tych działań oznacza, że inflacja CPI w II połowie 2024 r. silnie wzrośnie, ale w dalszym horyzoncie może ukształtować się na niższym poziomie niż w scenariuszu centralnym ze względu na niższy dochód do dyspozycji gospodarstw domowych i wynikającą z tego słabszą presję popytową (Wykres 4.1, Ramka 1, punkt *Źródła niepewności projekcji*).

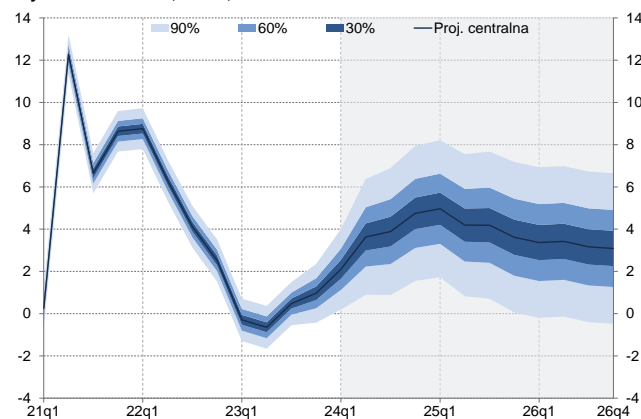
Przy przyjęciu założenia o utrzymaniu działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii, w horyzoncie projekcji oczekuje się wyraźnego przyspieszenia dynamiki wzrostu gospodarczego. Przyczyni się do tego dalsze ustępowanie skutków szoków podażowych na światowych rynkach surowców energetycznych. Odbudowę aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji będą wspierać również inne działania fiskalne zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, w tym podwyżki wynagrodzeń dla wybranych grup pracowników sfery budżetowej oraz dalsze zwiększanie wartości świadczeń socjalnych. W latach 2025-2026 pozytywnie na

**Wykres 4.1** Inflacja CPI (r/r, %) – scenariusz przedłużenia oraz całkowitego wycofania antyinflacyjnych działań osłonowych



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 4.2** PKB (r/r, %)



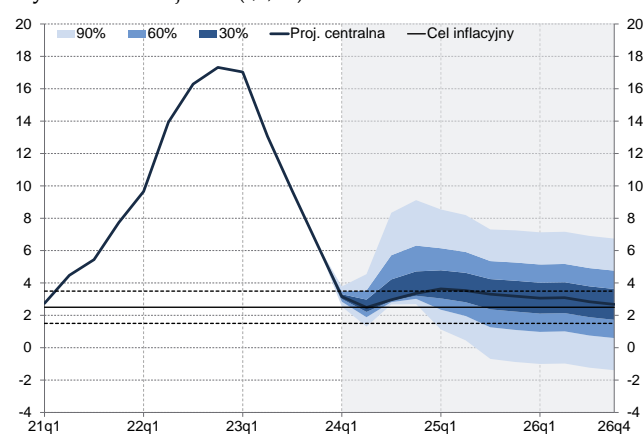
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwości realizacji dynamiki PKB (Wykres 4.2) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.3). 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: dominancę, wariację oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariacja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Przy wyznaczaniu skośności rozkładu dla inflacji CPI wykorzystano kształt scenariusza wycofania działań osłonowych. 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.).

dynamikę PKB będzie wpływać również oczekiwany silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. Tylko w niewielkim stopniu krajowy wzrost gospodarczy w kolejnych latach będzie wspierany przez popyt zagraniczny ze względu na oczekiwaną jedynie umiarkowaną skalę ożywienia w strefie euro. Prognozowaną dynamikę PKB w Polsce ogranicza przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75%. W konsekwencji, po wyraźnym ożywieniu aktywności gospodarczej w latach 2024-2025, w 2026 r. dynamika PKB spowolni.

Wygasanie efektów silnego negatywnego szoku podażowego będzie jednocześnie prowadzić do wyraźnego spadku inflacji CPI względem lat 2022-2023. Proces dezinflacji jest wspierany przez niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki, wygasanie wcześniejszych zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz obecne umocnienie kursu złotego, co przekłada się na spadek dynamiki cen importu. Z drugiej strony, skalę spadku krajowej inflacji będzie ograniczać wyraźna odbudowa popytu, wspierana działaniami fiskalnymi, co odzwierciedla domknięcie w horyzoncie projekcji ujemnej obecnie luki popytowej. Pomimo wyraźnego osłabienia krajowej koniunktury w 2023 r. sytuacja na rynku pracy pozostała korzystna, z ograniczonym przełożeniem spowolnienia wzrostu PKB na stopę bezrobocia przy wysokiej dynamice nominalnych wynagrodzeń. W konsekwencji tych uwarunkowań, przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 5,75%) w scenariuszu utrzymania działań osłonowych inflacja CPI w horyzoncie projekcji pozostanie relatywnie stabilna, pozostając w przedziale odchyżeń od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – lub jedynie nieznacznie powyżej tego przedziału.

Wykres 4.3 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.2.

Poza skalą i zakresem obowiązywania działań osłonowych, przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI jest silnie uzależniona również od innych działań fiskalnych. Oprócz uwarunkowań wewnętrznych, ważnym źródłem niepewności projekcji są ryzyka o charakterze geopolitycznym i skala zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz kształt polityki pieniężnej i fiskalnej w głównych gospodarkach rozwiniętych. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI powyżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji oraz bliski symetrycznemu bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego (Wykres 4.2, Wykres 4.3).

## 4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

### Wzrost gospodarczy

Koniunktura gospodarcza w strefie euro pozostaje osłabiona, kształtując się wciąż pod wpływem wcześniejszego silnego wzrostu cen wielu surowców, podwyższonej niepewności oraz zacieśnienia polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Napływające z tej gospodarki sygnały, w tym utrzymujące się na niskim poziomie nastroje przedsiębiorstw, sugerują, że ożywienie będzie następować wolniej niż przyjęto w założeniach projekcji listopadowej (Tabela 4.1). Dotyczy to w szczególności Niemiec i Francji, w których dekoniunktura oprócz przemysłu objęła również sektor usług. Wraz z wygasaniem skutków wcześniejszych negatywnych szoków podażowych i towarzyszącym mu oczekiwanym złagodzeniem polityki pieniężnej (Wykres 4.4), tempo wzrostu PKB w strefie euro w latach 2024-2026 nieznacznie przyspieszy. Ożywienie w tej gospodarce będzie dodatkowo wspierane przez działania podejmowane w ramach programu odbudowy i wzrostu (ang. *NextGenerationEU*).

Korzystniej niż oczekiwano kształtuje się natomiast koniunktura w Stanach Zjednoczonych i w latach 2024-2026 wzrost PKB w tej gospodarce

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja marcowa na tle listopadowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

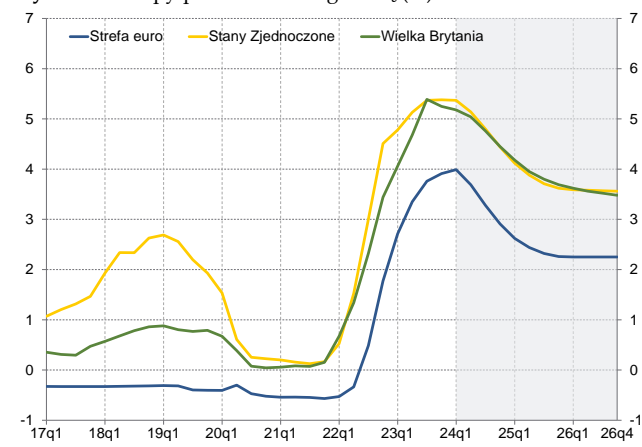
będzie istotnie silniejszy niż w strefie euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Umiarkowana reakcja realnej sfery amerykańskiej gospodarki na zacieśnienie polityki pieniężnej w dużym stopniu jest wynikiem wcześniejszego istotnego poluzowania polityki fiskalnej w okresie pandemii. Pozytywnie zaskakiwały skala odroczonego popytu post-pandemicznego, stymulowanego ekspansją fiskalną, oraz skuteczność ograniczenia napięć w amerykańskim sektorze bankowym. Relatywnie szybki spadek inflacji w tej gospodarce, przy korzystnej sytuacji na rynku pracy, przekłada się na przyspieszenie wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych.

### Inflacja i rynki surowców

W ostatnich miesiącach odnotowano spadki cen wielu surowców energetycznych na rynkach światowych, jednak nadal przewyższają one poziom sprzed wybuchu pandemii, pozostając pod wpływem sankcji nałożonych na Rosję oraz działań retorsyjnych tego kraju wobec Zachodu (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Ceny gazu ziemnego wyraźnie obniżyły się na przełomie roku ze względu na wysokie zapasy w Europie oraz spowolnienie aktywności gospodarczej na świecie, podobnie jak ceny węgla – wykorzystywanego jako substytut gazu w produkcji energii elektrycznej. Spadkom notowań cen ropy naftowej również sprzyjał obniżony popyt związany z osłabioną koniunkturą globalną, jednak polityka ograniczania podaży prowadzona przez kraje OPEC+ przeciwdziała silniejszemu obniżeniu cen tego surowca.

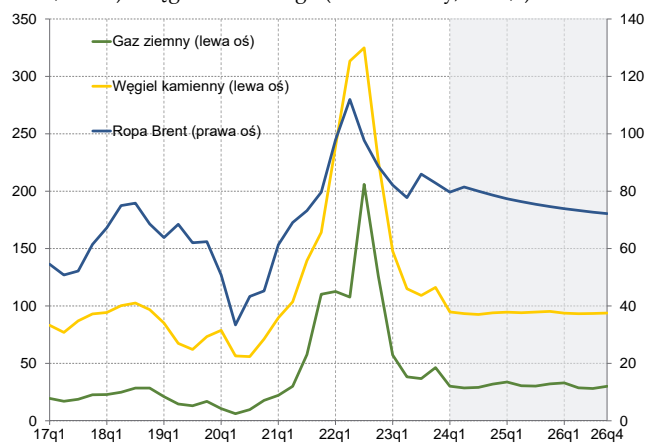
Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych w horyzoncie projekcji będą kształtować się na relatywnie stabilnym poziomie, poniżej założeń poprzedniej projekcji (Wykres 4.5, Wykres 4.6). Oczekiwane zwiększenie wydobycia ropy naftowej w krajach nienależących do OPEC+, w tym w Stanach Zjednoczonych, będzie kompensować wzrost popytu na ten surowiec

Wykres 4.4 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 4.5 Cena ropy naftowej Brent (USD/b), gazu ziemnego (TTF, USD/MWh) i węgla kamiennego (Richards Bay, USD/t)



Źródło: dane Bloomberg.

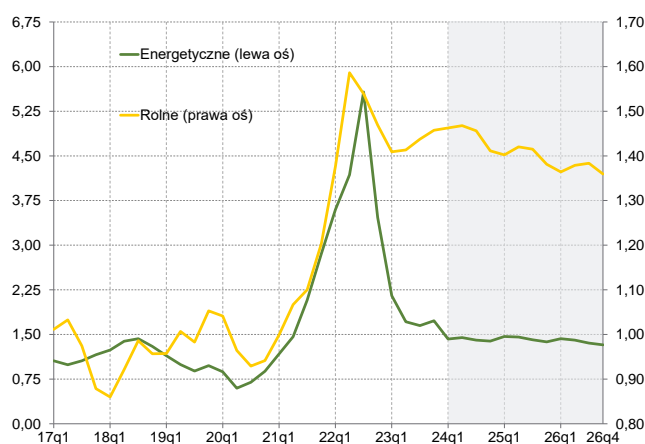


wynikający z przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Wpływ poprawiającej się koniunktury gospodarczej na ceny gazu ziemnego na rynku europejskim będzie z kolei w dużym stopniu ograniczany przez wysokie zapasy oraz działania mające na celu zmniejszenie jego zużycia w Europie, przy jednoczesnym zwiększaniu możliwości importu tego surowca z innych kierunków niż Rosja.

Notowany w ostatnich miesiącach na rynkach światowych spadek cen kluczowych surowców energetycznych sprzyja obniżeniu również cen surowców rolnych. Skalę tego spadku ogranicza obecnie niebilansowanie części globalnych rynków wywołane niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Wyceny kontraktów terminowych wskazują, że w latach 2024-2026 będzie następował stopniowy, ale wolniejszy niż oczekiwano w rundzie listopadowej, spadek cen surowców rolnych w ślad za dalszym ograniczeniem wpływu zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji (Wykres 4.6).

W IV kw. ub.r. kontynuowane były globalne procesy dezinflacyjne, czemu sprzyjały rozłożone w czasie efekty wygasania zaburzeń na rynkach surowców (Wykres 4.6), zmniejszające się napięcia w sieciach dostaw oraz niska dynamika aktywności gospodarczej w części gospodarek. W horyzoncie projekcji inflacja w otoczeniu gospodarczym Polski będzie nadal obniżać się pod wpływem wygaśnięcia większości szoków podażowych podwyższających inflację w przeszłości przy umiarkowanej odbudowie popytu. W głównych gospodarkach rozwiniętych proces dezinflacji będzie przy tym ograniczany przez wysoką upórcożywość inflacji cen usług (Wykres 4.7). Wskaźnik inflacji ogółem może nawet przejściowo wzrosnąć ze względu na wyhamowanie spadku cen surowców energetycznych.

**Wykres 4.6** Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=1) na rynkach światowych

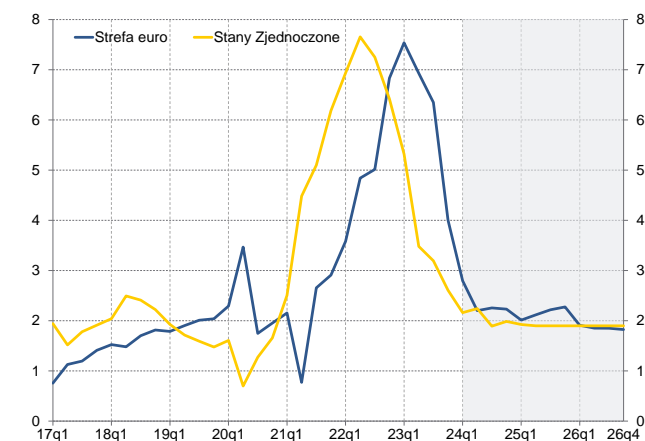


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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

**Wykres 4.7** Zmiana deflatora wartości dodanej (t/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

## Niepewność

W Europie i na świecie utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę, konfliktem na Bliskim Wschodzie, zakłóceniami w żegludze towarowej w rejonie Morza Czerwonego oraz napięciami w innych rejonach świata. Wydarzenia te stanowią istotny czynnik ryzyka dla kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego na świecie, podaży i cen surowców energetycznych oraz rolnych, a także ciągłości globalnych łańcuchów dostaw. Towarzyszy temu niepewność dotycząca wpływu na główne gospodarki obecnej i przyszłej polityki pieniężnej i fiskalnej. Szersze omówienie powyższych czynników ryzyka zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

### 4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026

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

W odpowiedzi na silne zaburzenia na światowych rynkach nośników energii, rząd wprowadzał w latach 2022-2023 działania osłonowe chroniące gospodarstwa domowe i firmy przed skutkami wzrostu cen energii.

Do końca czerwca br. przedłużono obowiązywanie ustawowych regulacji taryf wybranych nośników energii połączonych z wypłatą rekompensat dla ich sprzedawców i dystrybutorów. W szczególności zamrożono wysokość rachunku za energię elektryczną i gaz ziemny dla gospodarstw domowych. W zakresie ciepła systemowego utrzymano natomiast obowiązujący dotychczas mechanizm ograniczenia wysokości wzrostu jego cen dla uprawnionych odbiorców. Ponadto w ramach Tarczy Antyinflacyjnej rząd przedłużył do końca marca br. obowiązywanie zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe oraz do końca br. utrzymał obniżoną stawkę VAT na wybrane artykuły rolnicze. Wobec wysokiej niepewności dotyczącej przyszłych zmian

**Tabela 4.2** Dodatkowe transfery społeczne - koszty dla sektora finansów publicznych (w % PKB)

	2024	2025	2026
Waloryzacja kwoty świadczenia wychowawczego (waloryzacja 500+)	0,7	0,6	0,6
Świadczenie wspierające oraz świadczenia pielęgnacyjne	0,1	0,2	0,2
14. emerytura (kolejne dodatkowe roczne świadczenie dla emerytów i rencistów)	0,4	0,4	0,4
<b>Łącznie wzrost transferów społecznych</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

Dane są zaokrąglone do pierwszego miejsca po przecinku.

prawnych wpływających na ceny energii i żywności, w opisywanym scenariuszu centralnym założono, że wskazane powyżej działania osłonowe zostaną przedłużone do końca 2026 r.

W projekcji uwzględniono również wpływ dodatkowych transferów społecznych. Obejmują one wprowadzenie od 1 stycznia 2024 r. na stałe czternastej emerytury oraz zwiększenie kwoty świadczenia wychowawczego „Rodzina 500 plus” do 800 zł na każde dziecko. Dodatkowo, w ramach programu „Aktywny rodzic” będzie wypłacane świadczenie dla rodziców, którzy chcą wrócić lub wejść po raz pierwszy na rynek pracy, zostawiając dziecko pod opieką. W 2024 r. wprowadzono również świadczenia wspierające dla osób niepełnosprawnych i świadczenie pielęgnacyjne dla opiekunów osób z niepełnosprawnościami, którzy podejmują zatrudnienie lub inną pracę zarobkową. Łączny koszt tych rozwiązań szacowany jest na 1,2 % PKB w każdym z lat 2024 – 2026 (por. Tabela 4.2).

Pozytywnie na dochody gospodarstw domowych w horyzoncie projekcji będą również oddziaływać podwyżki wynagrodzeń dla wybranych grup pracowników państwowej sfery budżetowej. Wzrost płac dla nauczycieli ma wynieść 30%-33% (obejmując również nauczycieli przedszkolnych i akademickich) oraz 20% dla pracowników urzędów państwowych i służb mundurowych. Podwyżki te nie obejmują pracowników samorządowych (w tym pracowników oświaty niebędących nauczycielami) oraz osób zajmujących kierownicze stanowiska państwowe. Łączny koszt zapowiadanych przez rząd podwyżek wynagrodzeń dla tych grup pracowników wyniesie w br. 1,2% PKB.

### **Aktywność gospodarcza**

Po jedynie nieznacznym wzroście krajowego PKB w 2023 r. w horyzoncie projekcji oczekuje się jego wyraźnego przyspieszenia (Wykres 4.8, Wykres 4.10). Przyczyni się do tego dalsze ustępowanie skutków szoków podażyowych na światowych

rynkach surowców energetycznych. Wzrost popytu w horyzoncie projekcji będą wspierać działania fiskalne zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych oraz założone utrzymanie działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii dla tych podmiotów na 2024 r. i kolejne lata (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). W latach 2025-2026 pozytywnie na dynamikę PKB będzie wpływać również oczekiwany silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 (Wykres 4.9). Tylko w niewielkim stopniu czynnikiem krajowego wzrostu gospodarczego w kolejnych latach będzie popyt zagraniczny przy zakładanej umiarkowanej skali ożywienia w strefie euro. Prognozowaną dynamikę PKB w Polsce ogranicza przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75%.

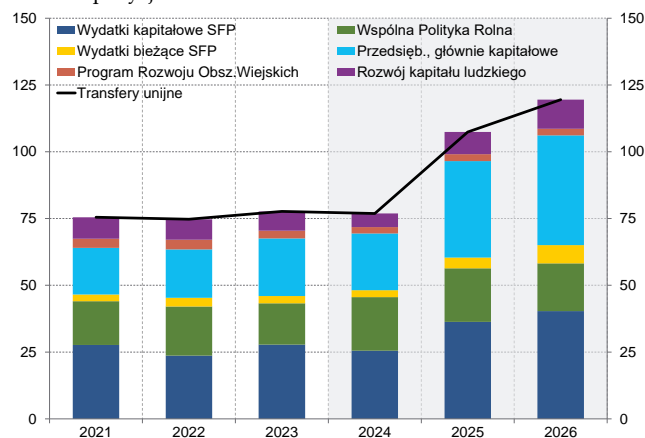
W 2023 r., w warunkach wciąż wysokiej inflacji ograniczającej wzrost siły nabywczej dochodów ludności, spożycie prywatne obniżyło się o 1,0% (Wykres 4.11). Konsumpcję ograniczała również podwyższona skłonność do oszczędzania spowodowana chęcią odbudowania przez gospodarstwa domowe aktywów w ujęciu realnym. W latach 2024-2026 dynamika realnych dochodów do dyspozycji ludności przyspieszy przekładając się na wyraźną odbudowę spożycia prywatnego, które stanie się głównym źródłem wzrostu gospodarczego. Będzie to efektem szybko rosnących nominalnych wynagrodzeń oraz dalszego zwiększenia wartości świadczeń socjalnych przy istotnym obniżeniu inflacji w scenariuszu przedłużenia antyinflacyjnych działań osłonowych (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Jednak ze względu na dążenie przez gospodarstwa domowe do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie, dynamika spożycia pozostanie w br. niższa niż wzrost ich dochodów, co pozwoli na dalszą odbudowę ich oszczędności. Scenariusz ten znajduje potwierdzenie w

Wykres 4.8 Wzrost gospodarczy



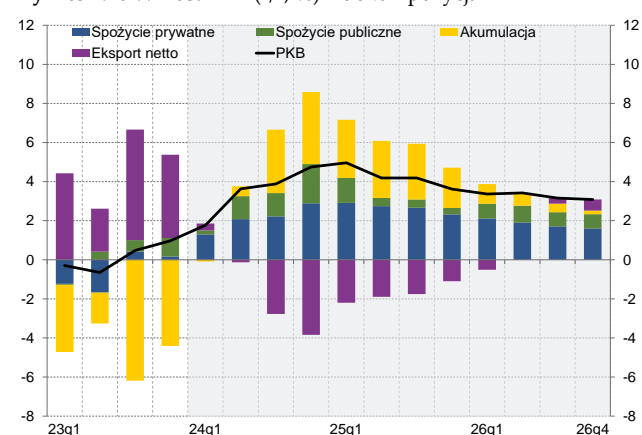
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.9 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Wzrost PKB (r/r, %) – dekompozycja



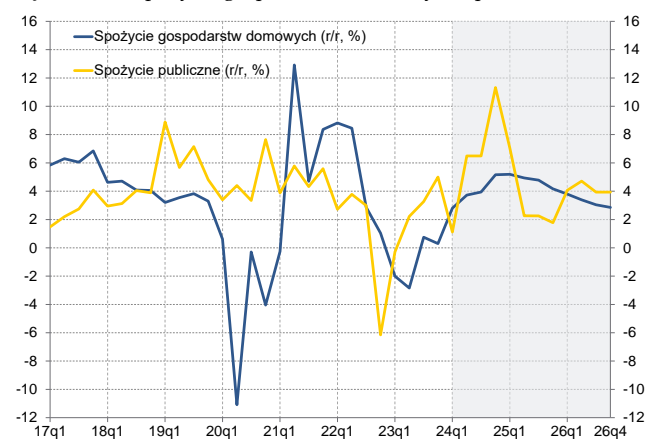
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wynikach badań koniunktury konsumenckiej GUS wskazujących zarówno na poprawę oceny możliwości ponoszenia wydatków na ważne zakupy jak i dokonywania oszczędności. Czynnikiem wspierającym odbudowę oszczędności w horyzoncie projekcji kosztem konsumpcji będzie również wzrost realnej stopy procentowej względem 2023 r. związany z założeniem o utrzymaniu stóp procentowych NBP na stałym poziomie, przy wyraźnym obniżeniu się średniorocznej inflacji.

Nakłady brutto na środki trwałe w 2023 r. wzrosły o 8,0% (Wykres 4.12), do czego w największym stopniu przyczyniły się inwestycje dużych przedsiębiorstw oraz nakłady sektora finansów publicznych przeznaczone na obronność oraz realizowane w podsektorze samorządowym. Z drugiej strony, w 2023 r. gospodarstwa domowe wyraźnie ograniczyły zakupy mieszkań, choć w II połowie ubiegłego roku przełożenie podwyższonych stóp procentowych na inwestycje mieszkaniowe zmniejszył rządowy program Bezpieczny Kredyt 2%.

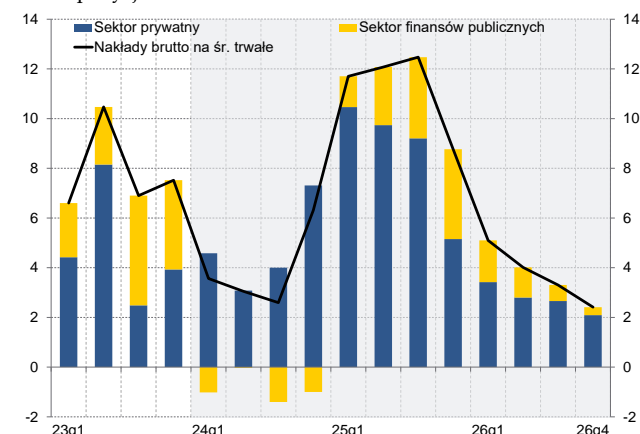
W 2024 r. dynamika inwestycji ogółem spowolni, do czego przyczyni się spadek transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydatkowania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020. Spadek ten będzie jednak ograniczony ze względu na uruchomienie środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy (Wykres 4.13). Absorbacja funduszy unijnych jest czynnikiem determinującym w znacznym stopniu prognozowaną ścieżkę inwestycji publicznych oraz – w mniejszym stopniu – przedsiębiorstw. W 2024 r. – podobnie jak w kolejnych latach horyzontu projekcji – nakłady kapitałowe sektora finansów publicznych będą przy tym podwyższane przez planowane zwiększenie wydatków na obronę narodową. Pomimo spadku nakładów finansowanych transferami UE, perspektywy dla inwestycji firm pozostają korzystne. Zgodnie z wynikami Szybkiego

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

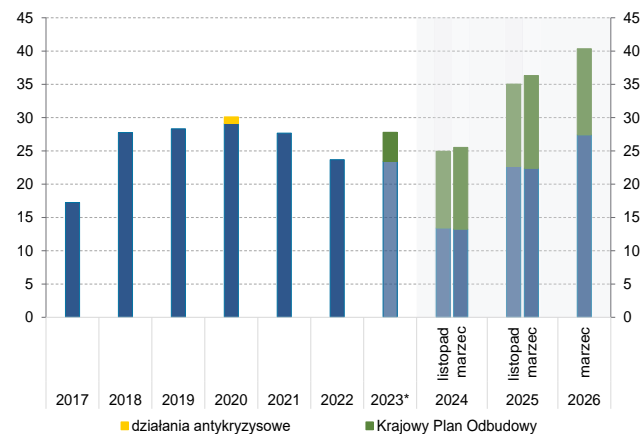
Wykres 4.12 Nakłady brutto na środki trwałe (t/r, %) – dekompozycja



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 4.13 Wykorzystanie środków UE na inwestycje publiczne (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

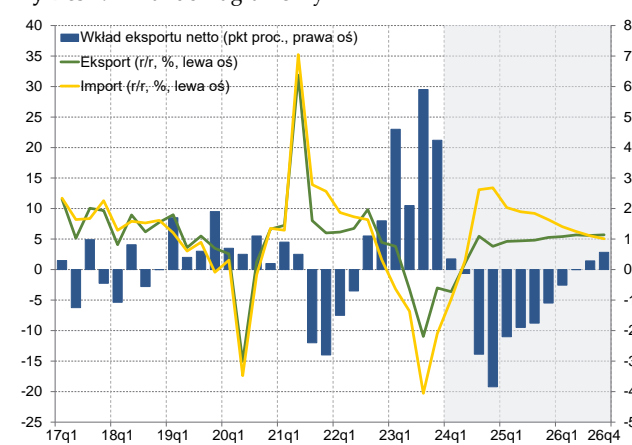
\* szacunek NBP.

Monitoringu NBP<sup>43</sup> wśród ankietowanych przedsiębiorstw rośnie optymizm inwestycyjny, w tym planowana przez nie zmiana skali inwestycji zarówno w perspektywie kwartału, jak i w perspektywie roku. Jednocześnie po spadkach w latach 2022-2023, w 2024 r. inwestycje mieszkaniowe ulegną częściowej odbudowie, czemu będzie sprzyjać poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych, ale będzie ją ograniczać przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu na niezmiennym poziomie stóp procentowych NBP.

W 2025 r. dynamika popytu inwestycyjnego sektora przedsiębiorstw i sektora publicznego ponownie przyspieszy, a wspierać ją będzie zwiększenie absorpcji funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027. W tym samym kierunku będzie oddziaływać konieczność zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego, wynikająca z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy. W 2026 r. w ślad za coraz silniej materializującymi się skutkami podwyższonych stóp procentowych NBP, tempo wzrostu inwestycji przedsiębiorstw oraz dynamika inwestycji mieszkaniowych obniży się, kształtując się na poziomie zbliżonym do dynamiki PKB.

Wraz ze spowolnieniem aktywności w głównych gospodarkach rozwiniętych, w tym w gospodarce niemieckiej, popyt na polskie towary i usługi w 2023 r. obniżył się względem poprzednich lat, co przełożyło się na spadek eksportu (Wykres 4.14). Jednocześnie, ze względu na jego wysoką importochłonność oraz istotne obniżenie popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB ukształtował się na wyraźnie dodatnim poziomie. W kolejnych latach, w ślad za poprawą krajowej koniunktury, wkład eksportu netto do dynamiki PKB obniży się, przyjmując w latach 2024-2025

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>43</sup> Szybki monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2024 r.

ujemne wartości. W 2026 r. przy obniżonej dynamice popytu krajowego przyrost salda handlowego będzie bliski zera.

### Produkt potencjalny i luka popytowa

W bieżącej projekcji oczekuje się, że w latach 2024-2026 dynamika produktu potencjalnego ukształtuje się przeciętnie na poziomie 3,3% r/r, a więc blisko swojej wieloletniej średniej (Wykres 4.15).

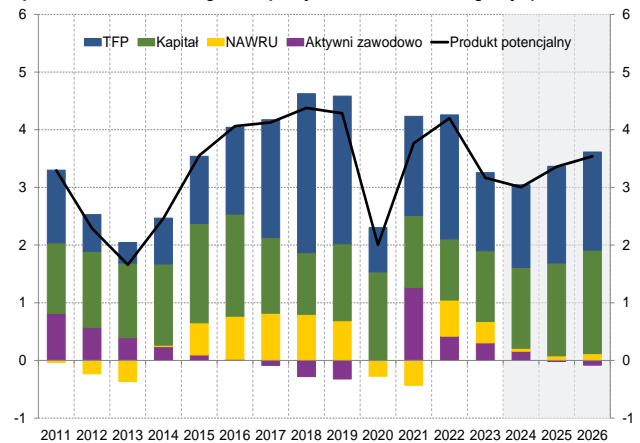
Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki w latach 2024-2026 wpłynie wzrost stopy inwestycji przedsiębiorstw zwiększający dynamikę kapitału produkcyjnego oraz aktywizacja uchodźców z Ukrainy<sup>44</sup> i napływ migrantów z innych krajów podnoszące podaż pracy.

Niekorzystnie na tempo wzrostu potencjalnego PKB w horyzoncie projekcji będą natomiast oddziaływać zmiany demograficzne odzwierciedlone w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym, ograniczającym liczbę osób aktywnych zawodowo.

W wyniku spowolnienia dynamiki PKB w 2023 r., luka popytowa, stanowiąca syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce, silnie się obniżyła i ukształtowała na ujemnym poziomie (Wykres 4.17). Wraz z oczekiwanym wyraźnym ożywieniem gospodarczym w kolejnych kwartałach i założonym utrzymaniem działań osłonowych w zakresie cen energii i gazu dla gospodarstw domowych, luka popytowa powróci do dodatnich wartości pod koniec 2024 r. i pozostanie na poziomie powyżej zera do końca 2026 r.

Taki kształt luki popytowej oznacza, że w horyzoncie projekcji wraz z odbudową aktywności

Wykres 4.15 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



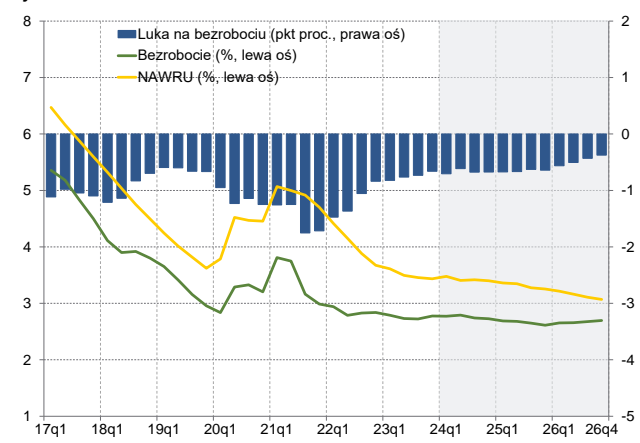
Źródło: obliczenia NBP.

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 Cobba-Douglasa w postaci:

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

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

Wykres 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>44</sup> Napływ imigrantów – ze względu na metodykę badania – jest w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL. W konsekwencji, w projekcji przyjęto, że będzie on odzwierciedlony we wzroście łącznej produktywności czynników produkcji (TFP).

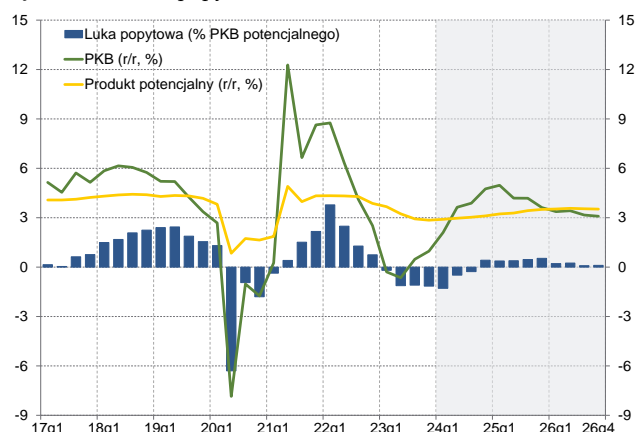
gospodarczej nastąpi wzrost presji popytowej co będzie ograniczać skalę spadku inflacji CPI.

### Rynek pracy

Oczekuje się, że w latach 2024-2026 liczba pracujących i stopa bezrobocia pozostaną na relatywnie stabilnym poziomie (Wykres 4.18). Na umiarkowany poziom popytu na pracę w najbliższych kwartałach wskazuje przewaga udziału firm ograniczających liczbę pracowników nad zwiększającymi ich liczbę w badaniach ankietowych NBP<sup>45</sup> i odczytach subindeksu PMI dotyczącego zatrudnienia w ankiecie Markit Group. Brak wyraźnego spadku stopy bezrobocia w 2024 r. w reakcji na ożywienie aktywności gospodarczej wiąże się z obserwowanym w ostatnich kwartałach zjawiskiem tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa (ang. *labour hoarding*), co było sygnalizowane przez spadkowy trend przeciętnej liczby przepracowanych godzin pracy w danych BAEL. Zjawisko to wynika z chęci ograniczenia kosztów związanych ze znalezieniem nowych pracowników oraz ich wdrożenia do pracy w przypadku potrzeby ich ponownego zatrudnienia. Możliwość dostosowania stopy bezrobocia do zwiększonej aktywności gospodarczej jest przy tym ograniczona przez rekordowo niski udział osób bezrobotnych w podaży pracy i tym samym niewielką dostępność wolnych zasobów pracy. Dodatkowo, część popytu na pracę jest zaspokajana przez rosnącą obecność migrantów na krajowym rynku pracy, która w niewielkim stopniu jest odzwierciedlona w wynikach badania BAEL (Wykres 4.16, Wykres 4.19).

Dynamika nominalnych wynagrodzeń w 2024 r. obniży się tylko nieznacznie względem 2023 r. (Wykres 4.20), co oznacza, że w ujęciu realnym – wobec spadku inflacji – tempo wzrostu płac istotnie przyspieszy. Przyczyniają się do tego wprowadzone przez rząd podwyżki wynagrodzeń

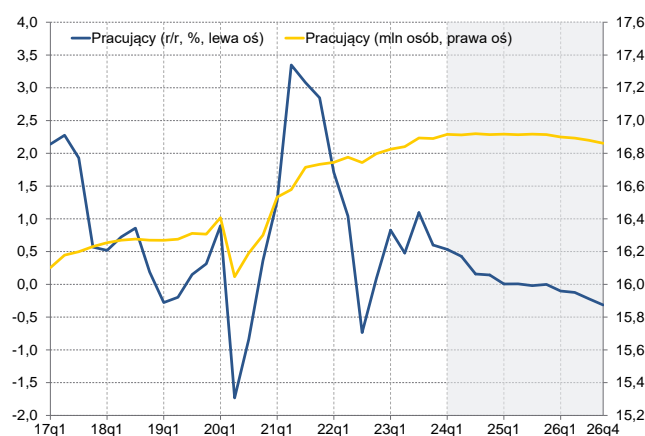
Wykres 4.17 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

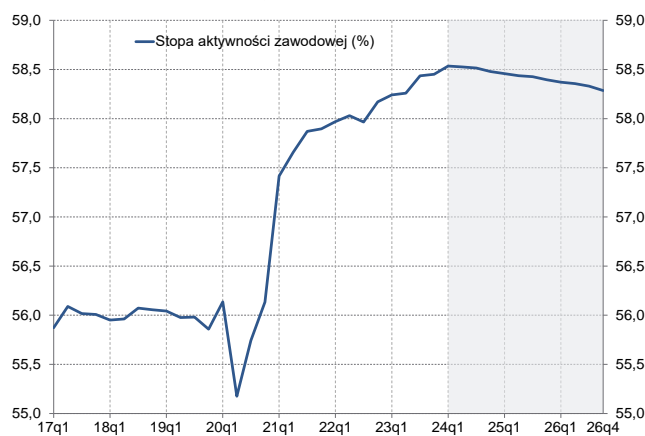
Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

Wykres 4.18 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>45</sup> Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, styczeń 2024 r.



dla pracowników sfery budżetowej, w tym dla nauczycieli i wykładowców akademickich, a także dwukrotna podwyżka wysokości płacy minimalnej, wynosząca średniorocznie 20,5% r/r.

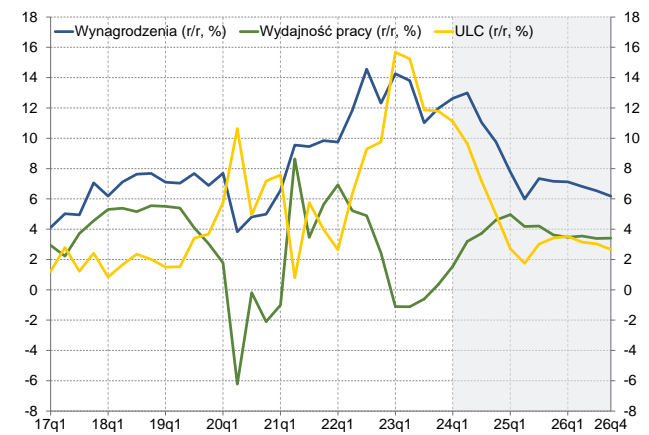
W latach 2025-2026 w ślad za spadkiem inflacji dynamika nominalnych wynagrodzeń będzie się obniżać. Tempo wzrostu wynagrodzeń będzie również ograniczać założony rosnący udział migrantów w zasobie siły roboczej. Dynamikę płac w tym horyzoncie będą też zmniejszać założone znacznie niższe niż w poprzednich latach podwyżki płacy minimalnej. W przeciwnym kierunku będą oddziaływać odczuwalne przez część firm niedobory kadrowe. W konsekwencji powyższych uwarunkowań, dynamika realnych wynagrodzeń w latach 2025-2026 zbliży się do tempa wzrostu wydajności pracy, przewyższając je jeszcze w bieżącym roku.

### Inflacja CPI

W 2024 r. inflacja CPI ukształtuje się wyraźnie poniżej wysokich odczytów notowanych w 2023 r. i pozostanie na obniżonym poziomie do końca 2026 r. W kierunku spadku dynamiki cen konsumenta względem 2023 r. oddziałuje rozłożony w czasie wpływ istotnego zmniejszenia presji kosztowej w gospodarce związany z wyraźnym obniżeniem się cen surowców energetycznych na rynkach światowych po ich silnym wzroście w latach 2021-2022. Proces dezinflacji jest wspierany przez niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki, wygasanie wcześniejszych zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz obecne umocnienie kursu złotego, co przekłada się na spadek dynamiki cen importu (Wykres 4.23).

Kształt ścieżki inflacji CPI w latach 2024-2026 jest przy tym silnie uzależniony od zakładanych zmian prawnych wpływających na ceny energii i żywności. Przyjęcie założenia o utrzymaniu w horyzoncie projekcji zerowej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe oraz przedłużeniu zamrożenia cen energii elektrycznej i

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy

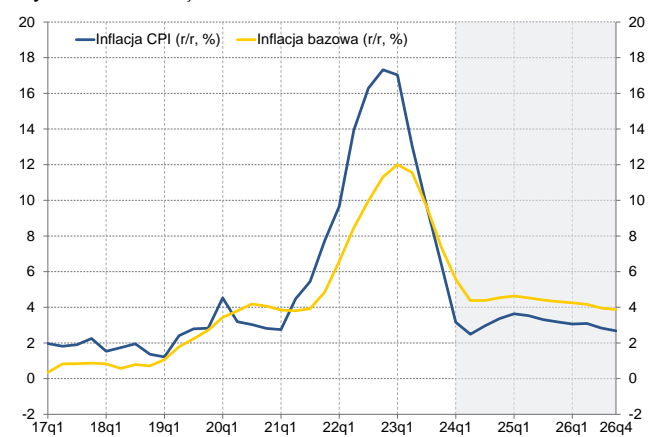


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

gazu dla gospodarstw domowych obniża ścieżkę cen żywności i energii (Wykres 4.24; por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

Z drugiej strony, proces dezinflacji w polskiej gospodarce będzie ograniczać wyraźna odbudowa popytu, wspierana działaniami fiskalnymi zwiększającymi transfery socjalne i wynagrodzenia, co odzwierciedla domknięcie w horyzoncie projekcji ujemnej obecnie luki popytowej. Jednocześnie okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększył jej uporczywość wynikającą z podwyższonej presji płacowej.

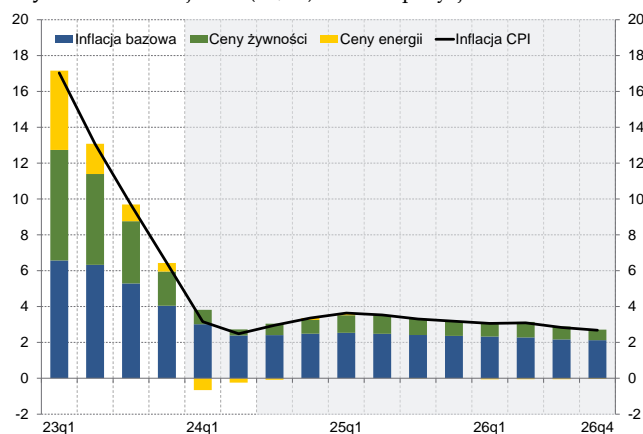
W konsekwencji tych uwarunkowań, przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym stopie referencyjnej równej 5,75%) w scenariuszu utrzymania antyinflacyjnych działań osłonowych, inflacja CPI w horyzoncie projekcji pozostanie relatywnie stabilna, pozostając w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP – określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. – lub nieco powyżej tego przedziału (Wykres 4.21, Wykres 4.22).

#### 4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji listopadowej przyczyniły się do podwyższenia prognozowanego wzrostu gospodarczego w latach 2024-2025. W przypadku inflacji CPI, w latach 2024-2025 nastąpiła jej rewizja w dół (Tabela 4.3, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27, Wykres 4.28).

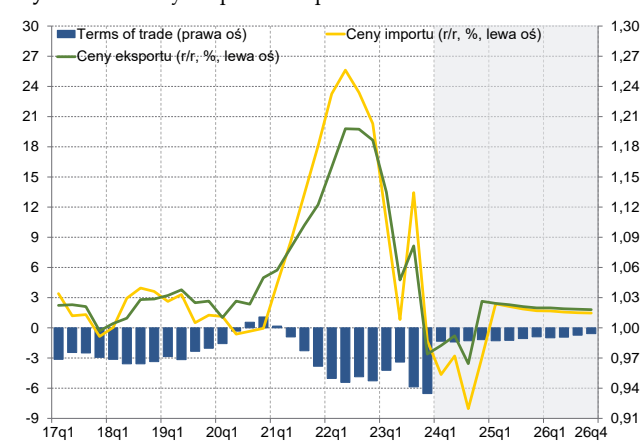
Na podwyższenie prognozy PKB w latach 2024-2025 wpływają wprowadzone po zamknięciu poprzedniej rundy prognostycznej zmiany legislacyjne. Większa niż zakładano w projekcji listopadowej skala podwyżek wynagrodzeń dla pracowników sfery budżetowej, podwyższająca nominalne spożycie publiczne, prawdopodobnie przełoży się w części na wyższy poziom tej kategorii w ujęciu realnym. Pośrednio, poprzez

Wykres 4.22 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



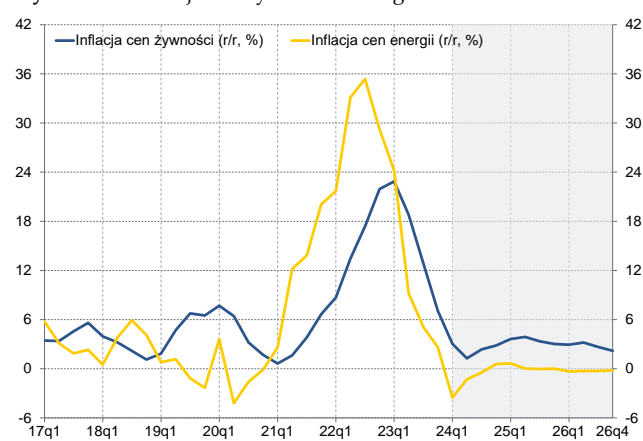
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, podwyżki te wpłyną również dodatnio na dynamikę spożycia prywatnego. Konsumpcję gospodarstw domowych wspierać będą także zwiększone transfery społeczne: nowe świadczenie „Aktywny rodzic” i dodatek osłonowy z tytułu wzrostu cen energii. W tym samym kierunku, poprzez zwiększenie siły nabywczej konsumentów, będzie oddziaływać założone utrzymanie zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu ziemnego w całym horyzoncie projekcji.

Do rewizji ścieżki PKB w górę przyczynia się również szybsze od założeń projekcji listopadowej wygasanie presji kosztowej będącej skutkiem szoków podaży z ostatnich lat. Jest ono odzwierciedlone w rewizji w dół ścieżki cen surowców energetycznych oraz niższym od oczekiwań odczycie dynamiki cen producenta w IV kwartale 2023 r. Niższe koszty wytwarzania sprzyjać będą poprawie sytuacji sektora przedsiębiorstw i oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu inwestycji i odbudowy zapasów.

Wyraźne wyższy niż w projekcji listopadowej wkład zapasów do wzrostu PKB w 2024 r. wynika jednak w największym stopniu z nieco innej niż oczekiwano struktury wzrostu gospodarczego w 2023 r. (która jednocześnie wpływa na rewizję w dół w br. wkładu eksportu netto o podobnej skali).

W 2025 r. na dynamikę nakładów brutto na środki trwałe będzie oddziaływać dodatnio także wyższa niż w poprzedniej rundzie projekcyjnej wartość transferów unijnych. Jest ona wynikiem zakładanego przesunięcia niewykorzystanych w 2023 r. bezzwrotnych środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy na lata 2025-2026 oraz uwzględnienia w projekcji marcowej nowego funduszu REPowerEU.

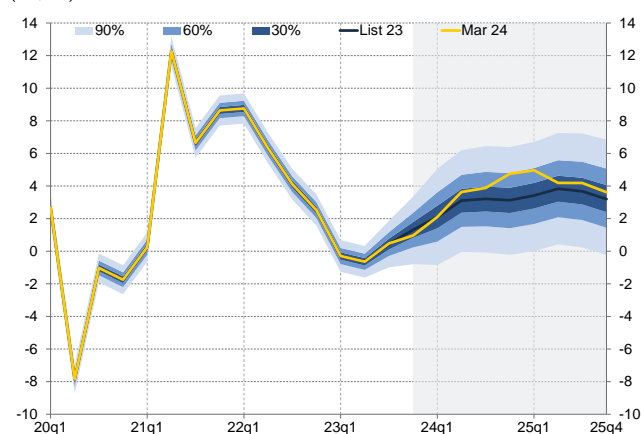
Oczekuje się, że w latach 2024-2025 wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie niższy niż przewidywano w projekcji listopadowej,

Tabela 4.3 Projekcja marcowa na tle listopadowej

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

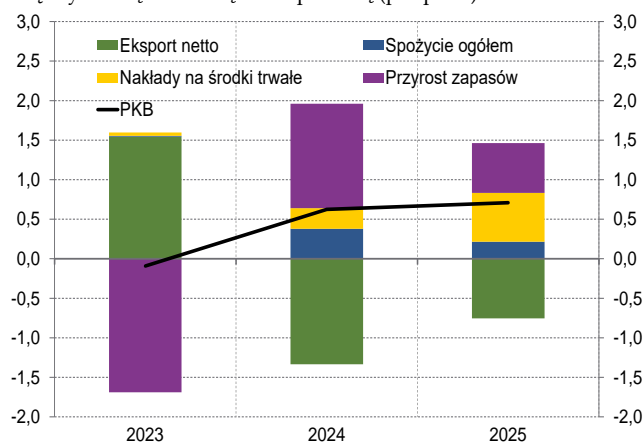
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



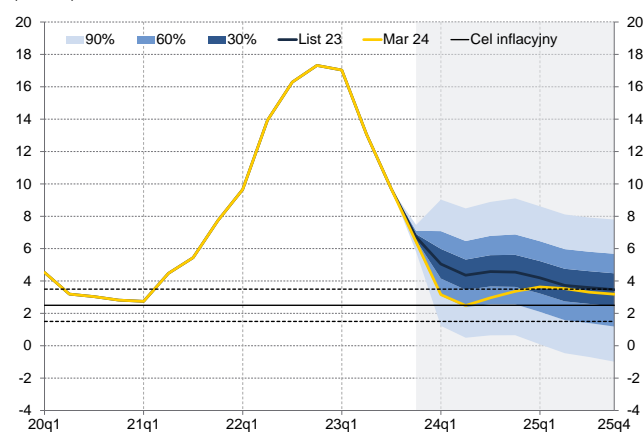
Źródło: obliczenia NBP.

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

ograniczając skalę poprawy aktywności gospodarczej w Polsce. Jest to wynikiem korzystniejszego kształtowania się popytu krajowego w tym okresie przy nieco słabszej prognozowanej koniunkturze za granicą i aprecjacji kursu złotego w IV kw. 2023 r.

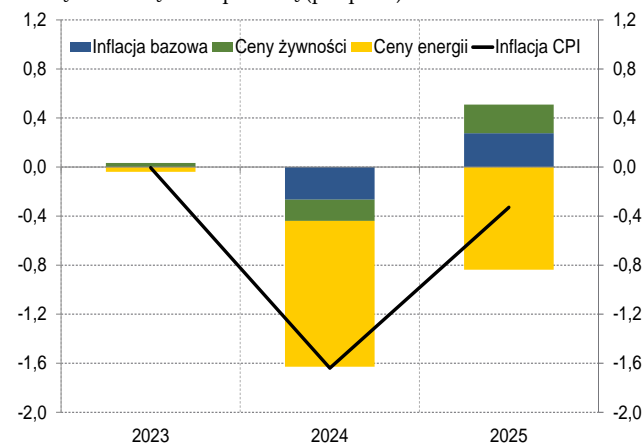
Czynnikiem obniżającym ścieżkę inflacji CPI w 2024 r. względem projekcji listopadowej jest uwzględnienie uchwalonego przez Sejm na początku grudnia ub.r. ustawowego przedłużenia zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych oraz utrzymania mechanizmu ograniczenia wysokości wzrostu cen energii ciepłej dla uprawnionych odbiorców. Przyjęte w scenariuszu centralnym projekcji założenie o przedłużeniu powyższych działań osłonowych do końca horyzontu projekcji przyczynia się do przesunięcia w dół inflacji również w 2025 r. Dynamikę cen konsumenta ogranicza również osłabienie presji kosztowej następujące w ślad za ustępowaniem wpływu szoków podażyowych na ceny surowców energetycznych oraz umocnienie złotego w IV kw. 2023 r., obniżające ceny towarów importowanych. W dalszym horyzoncie projekcji wpływ tego czynnika będzie jednak stopniowo wygasał. Jednocześnie w kierunku osłabienia procesu dezinflacji będzie oddziaływała silniejsza niż w poprzedniej rundzie presja popytowa w latach 2024-2025, wynikająca zarówno z wyższej od oczekiwań z projekcji listopadowej skali wzrostu płac w sferze budżetowej jak również założenia o utrzymaniu działań osłonowych w zakresie cen energii i żywności podwyższających dochód do dyspozycji gospodarstw domowych. Do rewizji ścieżki cen żywności w górę w 2025 r. przyczynia się również wyższa prognoza cen surowców rolnych. Wynika ona w dużym stopniu z wyraźnego podwyższenia w horyzoncie projekcji cen części produktów spożywczych, w tym kawy i kakao na skutek silniejszego niż oczekiwano w poprzedniej rundzie ograniczenia globalnej podaży tych surowców. Czynniki te przyczynią się do istotnego zmniejszenia skali rewizji w dół

Wykres 4.27 Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

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

inflacji CPI w przyszłym roku względem projekcji listopadowej.

#### 4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.2, Wykres 4.3). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest silnie uzależniona od obecnych i przyszłych działań fiskalnych w Polsce, w tym skali i zakresu podejmowanych antyinflacyjnych działań osłonowych. Oprócz uwarunkowań wewnętrznych, ważnym źródłem ryzyka projekcji jest skala działań zbrojnych na świecie i zaburzeń w łańcuchach dostaw oddziałujących na stopień fragmentacji międzynarodowej wymiany handlowej. Kolejnym zewnętrznym źródłem niepewności w bieżącej rundzie progностycznej jest kształt polityki pieniężnej i fiskalnej w głównych gospodarkach rozwiniętych. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI powyżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4) oraz bliski symetrycznemu bilans ryzyk dla dynamiki PKB.

#### Polityka fiskalna rządu

Wpływ obecnych i przyszłych działań fiskalnych stanowi w bieżącej projekcji główny jej czynnik ryzyka. Wiąże się ona z możliwym wejściem w życie zmian legislacyjnych ogłoszonych w exposé Premiera lub zapowiedzianych przez innych członków Rady Ministrów. Obejmują one zwiększenie wydatków publicznych, w tym podwyższenie wysokości renty socjalnej, wprowadzenie renty wdowiej i bonu senioralnego oraz nowy program mieszkaniowy „Mieszkanie na Start”. Zapowiedzi obejmują również zwiększenie kwoty wolnej od podatku od osób fizycznych, obniżenie podatku od

Tabela 4.4 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
24q1	0,00	0,04	0,81	0,50	0,81
24q2	0,06	0,37	0,73	0,36	0,67
24q3	0,00	0,00	0,18	0,05	0,18
24q4	0,00	0,00	0,13	0,10	0,13
25q1	0,05	0,15	0,31	0,34	0,26
25q2	0,11	0,23	0,39	0,40	0,28
25q3	0,23	0,37	0,53	0,50	0,30
25q4	0,25	0,39	0,55	0,50	0,30
26q1	0,26	0,41	0,57	0,50	0,31
26q2	0,26	0,41	0,57	0,50	0,31
26q3	0,29	0,45	0,61	0,50	0,31
26q4	0,32	0,47	0,63	0,50	0,31

Źródło: obliczenia NBP.

zysków z oszczędności i tzw. „wakacje składkowe” dla przedsiębiorców. Realizacja nowych działań fiskalnych oddziaływałaby w kierunku silniejszego wzrostu popytu w Polsce. W takim scenariuszu można by spodziewać się w horyzoncie projekcji bardziej uporczywego charakteru inflacji bazowej. Z drugiej strony, ewentualne objęcie Polski procedurą nadmiernego deficytu w bieżącym roku, mogłoby skłonić rząd do prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej w dalszym horyzoncie projekcji. Przy tych uwarunkowaniach można by oczekiwać niższej ścieżki PKB względem scenariusza centralnego,

co sprzyjałoby szybszemu spadkowi inflacji bazowej w Polsce.

Przebieg procesu dezinflacji w Polsce w horyzoncie projekcji jest jednocześnie silnie uzależniony od decyzji rządu dotyczących długości trwania okresu obniżonej stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe oraz zamrożenia cen energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych. W scenariuszu centralnym projekcji przyjęto założenie o utrzymaniu tych działań w całym horyzoncie projekcji, ale możliwe są inne scenariusze, w skrajnym przypadku – całkowite ich wycofanie w br. Skutki makroekonomiczne takiego scenariusza opisano w Ramce 1.

### Ramka 1 Scenariusz całkowitego wycofania działań osłonowych obniżających ceny energii i żywności

W scenariuszu centralnym projekcji marcowej przyjęto, że zerowa stawka VAT na podstawowe produkty żywnościowe oraz zamrożenie ceny energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych obowiązują do końca jej horyzontu (por. pkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Możliwe są jednak inne scenariusze dotyczące tych działań. Wypowiedzi przedstawicieli rządu sugerują, że zarówno działania osłonowe w zakresie stawki VAT na żywność jak i cen energii elektrycznej i gazu mogą być kontynuowane, przy czym okres ich obowiązywania nie został określony. Rozważany jest m.in. wariant stopniowego odmrażania cen energii elektrycznej, proponowane rozwiązania prawne mają również uwzględniać kryterium dochodowe tak, aby pomocą państwa zostały objęte przede wszystkim gospodarstwa domowe o najniższych dochodach, dotknięte ubóstwem energetycznym.

W związku z pojawiającymi się różnymi propozycjami rządowymi przedstawiono skutki skrajnego scenariusza, czyli całkowitego wycofania działań osłonowych obniżających ceny energii i żywności zgodnie z obowiązującym obecnie stanem prawnym. Przyjęto, że od kwietnia br. stawka VAT 5% na podstawowe produkty żywnościowe zostanie przywrócona, a ceny energii elektrycznej i gazu dla gospodarstw domowych – od III kw. br. wzrosną do poziomu taryf URE na br. Przy tych założeniach, na przełomie 2024 i 2025 r. nastąpi silny wzrost inflacji CPI względem scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.5). Dynamika cen energii może przejściowo przekroczyć 20% r/r, a ceny żywności wzrosną w IV kw. br. o 6% r/r. Całkowite wycofanie działań osłonowych obniżających ceny energii i żywności spowoduje zatem, że siła nabywcza gospodarstw domowych ulegnie osłabieniu względem scenariusza centralnego, co będzie obniżało dynamikę PKB w horyzoncie projekcji. W konsekwencji luka popytowa do końca 2026 r. pozostanie na ujemnym poziomie. Jednocześnie tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń ukształtuje się na wyższym poziomie, co będzie wynikało z chęci zrekompensowania pracownikom szybszego wzrostu cen wyższymi płacami. Po przejściowym silnym wzroście cen żywności i energii, niższa presja popytowa będzie wzmacniać proces dezinflacji w polskiej gospodarce, prowadząc do obniżenia ścieżki inflacji bazowej i cen żywności w 2026 r. poniżej ścieżki ze scenariusza centralnego projekcji. Z drugiej strony, wyższa niż w scenariuszu centralnym dynamika jednostkowych kosztów pracy ogranicza wpływ niższej presji popytowej na ceny, ograniczając skalę korekty inflacji CPI w 2026 r.

**Tabela 4.5** Wybrane zmienne w scenariuszu przedłużenia i całkowitego wycofania działań osłonowych (przy stałych stopach NBP)

		2024	2025	2026
PKB (r/r,%)	Scenariusz przedłużenia działań osłonowych	3,5	4,2	3,3
	Scenariusz wycofania działań osłonowych	3,2	3,6	3,2
Inflacja CPI (r/r,%)	Scenariusz przedłużenia działań osłonowych	3,0	3,4	2,9
	Scenariusz wycofania działań osłonowych	5,7	3,5	2,7
Inflacja bazowa (r/r,%)	Scenariusz przedłużenia działań osłonowych	4,7	4,5	4,1
	Scenariusz wycofania działań osłonowych	4,7	4,5	3,8
Inflacja cen energii (r/r,%)	Scenariusz przedłużenia działań osłonowych	-1,2	0,2	-0,3
	Scenariusz wycofania działań osłonowych	10,5	-0,9	-0,3
Inflacja cen żywności (r/r,%)	Scenariusz przedłużenia działań osłonowych	2,4	3,5	2,7
	Scenariusz wycofania działań osłonowych	4,7	4,0	2,4

Źródło: obliczenia własne NBP.

### **Działania zbrojne i zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw**

Istotne czynniki ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki są związane z działaniami zbrojnymi na świecie, w tym w szczególności z agresją Rosji na Ukrainę, oraz z zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw. W przypadku zaostrzenia agresji Rosji na Ukrainie oraz zwiększenia zakresu sankcji ekonomicznych nakładanych przez państwa Zachodu na Rosję można oczekiwać ponownego wzrostu niepewności w skali globalnej. Biorąc pod uwagę bliskie położenie geograficzne Polski względem stron konfliktu, mogłoby to przyczynić się do odpływu kapitału zagranicznego z gospodarki krajowej i osłabienia kursu złotego. Jednocześnie ceny surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych ukształtowałyby się powyżej poziomu przyjętego w scenariuszu centralnym projekcji. Eskalacja ataków na statki handlowe w rejonie Morza Czerwonego doprowadziłaby z kolei do wzrostu cen frachtu i zaburzeń w funkcjonowaniu światowych łańcuchów dostaw, co w konsekwencji pogłębiłoby skalę fragmentacji międzynarodowej wymiany handlowej.

Zaostrzenie konfliktu w Strefie Gazy, w tym zaangażowanie się w działania zbrojne innych krajów-producentów ropy naftowej z Bliskiego Wschodu, mogłoby natomiast doprowadzić do zmniejszenia podaży tego surowca i wzrostu jego cen na rynkach światowych. W tych uwarunkowaniach można oczekiwać wolniejszego niż założono w scenariuszu centralnym projekcji tempa ożywienia gospodarczego i wyższej ścieżki inflacji w Polsce.

Gdyby natomiast przyjąć optymistyczny scenariusz szybkiego i korzystnego dla Ukrainy zakończenia rosyjskiej agresji, to wówczas negatywne skutki szoków podaźowych z nią związanych byłyby mniej dotkliwe dla polskiej gospodarki. Podobnie, zaprzestanie ataków na statki handlowe w rejonie Morza Czerwonego

przyczyniłoby się do spadku cen frachtu i zmniejszenia skali zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw co sprzyjałoby ożywieniu międzynarodowej wymiany handlowej. Realizacja takiego scenariusza prowadziłaby do silniejszej poprawy koniunktury w gospodarce krajowej, przy szybszym tempie dezinflacji.

### **Kształtowanie się polityki gospodarczej w rozwiniętych gospodarkach świata**

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

Skala i zakres działań fiskalnych rządów w krajach strefy euro i Stanach Zjednoczonych stanowi kolejny czynnik ryzyka wpływający istotnie na przyszłą ścieżkę PKB i proces dezinflacji w obu gospodarkach. W szczególności dotyczy to przyszłej wielkości wydatków publicznych związanych z transformacją i modernizacją infrastruktury energetycznej oraz rozbudową armii w krajach strefy euro.



Tabela 4.6 Ścieżka projekcji inflacji i PKB – scenariusz przedłużenia działań osłonowych

	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	17,0	13,1	9,7	6,4	3,2	2,5	3,0	3,4	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1	2,8	2,7	11,4	3,0	3,4	2,9
<b>Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)</b>	12,0	11,6	9,7	7,4	5,6	4,4	4,4	4,5	4,6	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	4,0	3,9	10,1	4,7	4,5	4,1
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	22,9	18,8	12,9	7,1	3,0	1,3	2,4	2,8	3,6	3,9	3,3	3,0	2,9	3,2	2,7	2,2	15,1	2,4	3,5	2,7
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	24,2	9,2	5,1	2,6	-3,5	-1,3	-0,5	0,6	0,7	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	9,8	-1,2	0,2	-0,3
<b>PKB (% r/r)</b>	-0,3	-0,6	0,5	1,0	2,1	3,6	3,9	4,7	5,0	4,2	4,2	3,6	3,4	3,4	3,2	3,1	0,2	3,5	4,2	3,3
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-4,8	-2,9	-5,2	-3,3	1,5	4,1	7,4	9,5	7,7	6,5	6,3	5,0	4,1	3,6	3,0	2,6	-4,1	5,6	6,4	3,3
<b>  Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)</b>	-2,0	-2,8	0,8	0,3	2,8	3,7	3,9	5,2	5,2	4,9	4,8	4,2	3,8	3,4	3,0	2,9	-1,0	3,8	4,8	3,3
<b>  Spożycie publiczne (% r/r)</b>	-0,3	2,2	3,3	5,0	1,1	6,5	6,5	11,3	7,1	2,3	2,3	1,8	4,1	4,7	3,9	3,9	2,7	6,3	3,3	4,2
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)</b>	6,8	10,5	7,2	7,7	1,6	3,0	2,6	6,3	11,7	12,1	12,5	8,8	5,1	4,0	3,3	2,4	8,0	3,9	11,2	3,7
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)</b>	4,6	2,1	5,9	4,2	0,4	-0,1	-2,8	-3,8	-2,2	-1,9	-1,8	-1,1	-0,5	0,0	0,3	0,6	4,2	-1,6	-1,7	0,1
<b>  Eksport (% r/r)</b>	3,8	-3,2	-11,0	-3,0	-3,6	1,1	5,5	3,8	4,6	4,7	4,8	5,3	5,4	5,7	5,6	5,7	-3,3	1,6	4,9	5,6
<b>  Import (% r/r)</b>	-3,2	-6,8	-20,3	-10,5	-4,9	1,5	13,1	13,4	10,2	9,5	9,2	8,2	7,0	6,2	5,5	5,1	-10,3	5,4	9,2	5,9
<b>Wynagrodzenia (% r/r)</b>	14,3	13,8	11,0	12,0	12,6	13,0	11,0	9,8	7,8	6,0	7,3	7,2	7,1	6,8	6,5	6,2	12,8	11,5	7,1	6,7
<b>Pracujący (% r/r)</b>	0,8	0,5	1,1	0,6	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,7	0,3	0,0	-0,2
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7
<b>NAWRU (%)</b>	3,6	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,5	3,4	3,3	3,1
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	58,2	58,3	58,4	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,4	58,4	58,4	58,4	58,4	58,3	58,3	58,3	58,5	58,4	58,3
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	-1,1	-1,1	-0,6	0,4	1,6	3,2	3,7	4,6	5,0	4,2	4,2	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	-0,6	3,2	4,2	3,5
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	15,7	15,2	11,9	11,8	11,1	9,6	7,2	5,0	2,7	1,7	3,0	3,4	3,5	3,1	3,0	2,7	13,6	8,2	2,7	3,1
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,7	3,2	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,2	3,0	3,4	3,5
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	-0,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-0,5	-0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,9	-0,4	0,4	0,2
<b>Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)</b>	1,41	1,41	1,44	1,46	1,46	1,47	1,46	1,41	1,40	1,42	1,42	1,38	1,36	1,38	1,38	1,36	1,43	1,45	1,40	1,37
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)</b>	2,15	1,71	1,65	1,73	1,42	1,45	1,40	1,39	1,47	1,46	1,41	1,38	1,43	1,40	1,35	1,33	1,81	1,42	1,43	1,38
<b>Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)</b>	6,4	5,5	5,0	3,2	2,4	2,1	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	5,0	2,3	2,1	1,9
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	1,0	0,7	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	0,6	0,7	1,3	1,2
<b>Saldo rachunku bieżącego (% PKB)</b>	-0,7	0,0	1,0	1,6	1,8	2,2	1,8	1,4	0,7	0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	1,6	1,4	-0,5	-0,4
<b>WIBOR 3M (%)</b>	6,93	6,90	6,50	5,76	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	6,52	5,95	5,95	5,95

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

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

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

Tabela 4.7 Ścieżka projekcji inflacji i PKB – scenariusz wycofania działań osłonowych

	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	17,0	13,1	9,7	6,4	3,2	3,4	8,0	8,4	6,0	5,1	1,7	1,6	2,9	2,9	2,6	2,4	11,4	5,7	3,5	2,7
<b>Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)</b>	12,0	11,6	9,7	7,4	5,6	4,4	4,4	4,5	4,7	4,6	4,5	4,4	4,1	3,9	3,7	3,5	10,1	4,7	4,5	3,8
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	22,9	18,8	12,9	7,1	3,0	4,4	5,5	6,0	6,5	3,8	3,2	2,8	2,6	2,9	2,4	1,9	15,1	4,7	4,0	2,4
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	24,2	9,2	5,1	2,6	-3,5	-1,3	23,0	24,1	9,1	8,4	-8,7	-8,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	9,8	10,5	-0,9	-0,3
<b>PKB (% r/r)</b>	-0,3	-0,6	0,5	1,0	2,1	3,7	3,4	4,0	4,1	3,1	3,7	3,7	3,3	3,6	3,1	2,9	0,2	3,2	3,6	3,2
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-4,8	-2,9	-5,2	-3,3	1,6	4,1	6,7	8,5	6,6	4,8	5,4	4,9	3,9	3,8	3,1	2,5	-4,1	5,2	5,4	3,3
<b>  Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)</b>	-2,0	-2,8	0,8	0,3	2,8	3,7	3,6	4,5	4,2	3,5	3,7	3,9	3,7	3,7	3,3	2,8	-1,0	3,6	3,8	3,4
<b>  Spożycie publiczne (% r/r)</b>	-0,3	2,2	3,3	5,0	1,5	6,1	4,2	7,8	4,4	0,4	3,4	4,2	4,7	4,9	3,5	3,4	2,7	4,9	3,1	4,1
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)</b>	6,8	10,5	7,2	7,7	1,6	3,6	2,1	6,3	11,6	9,6	10,6	7,0	3,8	4,3	3,5	2,4	8,0	3,9	9,7	3,5
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)</b>	4,6	2,1	5,9	4,2	0,4	-0,2	-2,7	-3,7	-2,0	-1,4	-1,4	-0,9	-0,4	-0,1	0,2	0,5	4,2	-1,5	-1,4	0,1
<b>  Eksport (% r/r)</b>	3,8	-3,2	-11,0	-3,0	-3,6	1,1	5,5	3,9	4,7	4,7	4,7	5,1	5,1	5,3	5,1	5,3	-3,3	1,6	4,8	5,2
<b>  Import (% r/r)</b>	-3,2	-6,8	-20,3	-10,5	-4,9	1,6	12,9	13,1	9,7	8,5	8,3	7,6	6,5	6,0	5,3	4,7	-10,3	5,3	8,5	5,6
<b>Wynagrodzenia (% r/r)</b>	14,3	13,8	11,0	12,0	12,6	13,2	12,9	12,8	10,2	7,7	7,5	6,2	6,6	6,6	6,3	5,9	12,8	12,8	7,8	6,3
<b>Pracujący (% r/r)</b>	0,8	0,5	1,1	0,6	0,5	0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,2	-0,5	-0,3
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	2,8	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	2,8	2,8	3,1	3,2
<b>NAWRU (%)</b>	3,6	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,4	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,4	3,3
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	58,2	58,3	58,4	58,5	58,5	58,5	58,5	58,4	58,4	58,4	58,3	58,3	58,3	58,3	58,2	58,2	58,3	58,5	58,3	58,2
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	-1,1	-1,1	-0,6	0,4	1,6	3,2	3,4	4,1	4,5	3,7	4,3	4,1	3,8	3,8	3,4	3,1	-0,6	3,0	4,2	3,5
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	15,7	15,2	11,9	11,8	11,1	9,8	9,3	8,4	5,4	3,9	3,1	2,0	2,7	2,6	2,8	2,7	13,6	9,7	3,6	2,7
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,7	3,2	2,9	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,0	3,2	3,3
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	-0,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,3	-0,5
<b>Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)</b>	1,41	1,41	1,44	1,46	1,46	1,47	1,46	1,41	1,40	1,42	1,42	1,38	1,36	1,38	1,38	1,36	1,43	1,45	1,40	1,37
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)</b>	2,15	1,71	1,65	1,73	1,42	1,45	1,40	1,39	1,47	1,46	1,41	1,38	1,43	1,40	1,35	1,33	1,81	1,42	1,43	1,38
<b>Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)</b>	6,4	5,5	5,0	3,2	2,4	2,1	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	5,0	2,3	2,1	1,9
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	1,0	0,7	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	0,6	0,7	1,3	1,2
<b>Saldo rachunku bieżącego (% PKB)</b>	-0,7	0,0	1,0	1,6	1,8	2,2	1,9	1,4	0,8	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	1,6	1,4	-0,1	0,0
<b>WIBOR 3M (%)</b>	6,93	6,90	6,50	5,76	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	5,95	6,52	5,95	5,95	5,95

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

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

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



## 5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2023 r. – styczeń 2024 r.

■ Data: 4 października 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o podwyższenie stóp procentowych NBP o 1,75 pkt proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 4 października 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

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

■ Data: 4 października 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2023 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

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

■ Data: 8 listopada 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 5 grudnia 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2023 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2024.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

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

■ Data: 6 grudnia 2023 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 9 stycznia 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 9 stycznia 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

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

---

nbp.pl

