



NARODOWY
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

Lipiec 2022 r.

Raport o inflacji



Lipiec 2022 r.

Raport o inflacji

Warszawa, 2022 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 30 czerwca 2022 r. oraz szybkie szacunki CPI w Polsce i HICP w strefie euro za czerwiec 2022 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2022 r.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	12
1.4 Polityka pieniężna za granicą	13
1.5 Światowe rynki finansowe	15
2. Gospodarka krajowa	17
2.1 Ceny dóbr i usług	17
Ramka 1: Zaburzenia w globalnych sieciach podaży a inflacja	20
Ramka 2: Kształtowanie się cen żywności w kontekście agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie	23
2.2 Popyt i produkcja	26
2.3 Sektor finansów publicznych	28
2.4 Rynek pracy	30
2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów	31
2.6 Pieniądz i kredyt	32
2.7 Bilans płatniczy	34
3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2022 r.	37
4. Projekcja inflacji i PKB	51
4.1 Synteza	52
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	53
4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2024	56
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	67
4.5 Źródła niepewności projekcji	69
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie styczeń – kwiecień 2022 r.	73

Synteza

W I połowie 2022 r. wzrost aktywności gospodarczej na świecie stopniowo spowalniał, choć w największych gospodarkach rozwiniętych koniunktura była wciąż relatywnie korzystna. W części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, nastąpiło natomiast jej wyraźne pogorszenie. Negatywnie na aktywność w gospodarce światowej wpływało nasilenie się presji kosztowej, w tym wzrost cen energii, utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw, a także ekonomiczne konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie. Natomiast w kierunku lepszej koniunktury w części krajów, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, oddziaływała poprawa sytuacji epidemicznej i złagodzenie restrykcji sanitarnych, niskie bezrobocie oraz dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych.

Jednocześnie inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie w dalszym ciągu silnie rosła i w maju br. osiągnęła najwyższy poziom od kilku dekad. W kierunku wyższej inflacji oddziałują silnie rosnące ceny energii i żywności. W wielu gospodarkach rośnie również inflacja bazowa, do czego – oprócz efektów wcześniejszych wzrostów cen energii – przyczyniają się konsekwencje utrzymujących się zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży, wysokie koszty transportu międzynarodowego oraz wzrost popytu po kryzysie pandemicznym. W części krajów w kierunku wzrostu cen towarów i usług oddziałuje również wzrost kosztów pracy.

W pierwszych miesiącach 2022 r. ceny surowców energetycznych i rolnych wzrosły, co w znacznej mierze było spowodowane konsekwencjami rosyjskiej agresji wobec Ukrainy. W efekcie w czerwcu br. cena ropy naftowej Brent była ponad 2-krotnie wyższa niż przed pandemią, cena węgla na rynkach światowych niemal 7-krotnie wyższa, a cena gazu ziemnego blisko 8-krotnie wyższa.

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji na świecie banki centralne zacieśniają politykę pieniężną. Wiele banków centralnych gospodarek rozwiniętych i wschodzących podnosi stopy procentowe. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że w głównych gospodarkach stopy procentowe w najbliższych latach wyraźnie wzrosną.

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się, na co wpłynął dalszy silny wzrost inflacji skutkujący zacieśnieniem polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych, stopniowe spowalnianie dynamiki aktywności w gospodarce światowej i napięcia geopolityczne związane z trwającą rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. W tych warunkach, rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek silnie wzrosły i osiągnęły poziomy wyższe niż przed pandemią. Z kolei kurs euro wobec dolara amerykańskiego osłabił się do poziomu najniższego od kilku lat.

W I połowie 2022 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – w dalszym ciągu rosła. W maju 2022 r. inflacja CPI wyniosła 13,9% r/r, a w czerwcu br. – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 15,6% r/r. Wzrost inflacji w ostatnim okresie wynikał głównie z silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, który nasilił się po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie pod koniec lutego br. Wyższe ceny surowców

znalazły odzwierciedlenie w szczególności w szybszym wzroście cen żywności i energii, ale także przyczyniały się do wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Korzystna krajowa koniunktura ułatwiała z kolei przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumpcyjne. W efekcie nastąpił także dalszy wzrost inflacji bazowej. W kierunku wyższej inflacji oddziaływały również utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę CPI oddziaływała Tarcza Antyinflacyjna.

W I kw. 2022 r. aktywność gospodarcza w Polsce nadal silnie rosła. Wzrost PKB przyspieszył do 8,5% r/r, przy czym duży dodatni wkład do dynamiki PKB miał silny wzrost zapasów. Natomiast dynamiki konsumpcji i inwestycji obniżyły się, a ujemny wkład eksportu netto pogłębił się. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku pracy odzwierciedlona w dalszym spadku bezrobocia i silnym wzroście wynagrodzeń, a także dodatkowy popyt kreowany przez napływ uchodźców z Ukrainy. W przeciwnym kierunku działało natomiast znaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich w następstwie zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie. Wzrost popytu krajowego oraz relatywnie wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych sprzyjały wzrostowi inwestycji, jednak ograniczały go silne wzrosty kosztów i problemy podażowe. Wyższa dynamika importu niż eksportu wynikała m.in. z wysokich cen dóbr importowanych, w szczególności surowców i paliw.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2021 r. wyniósł 1,9% PKB, wobec 6,9% PKB w 2020 r., co było przede wszystkim rezultatem wygaszania wsparcia antykryzysowego związanego z pandemią COVID-19 oraz ożywienia gospodarczego. Mimo dobrej sytuacji budżetu państwa w pierwszych miesiącach br., zgodnie z założeniami rządu, deficyt sektora w 2022 r. ma się zwiększyć. Odzwierciedla to w szczególności koszt podjętych przez rząd działań antyinflacyjnych oraz działań pomocowych dla uchodźców z Ukrainy.

W warunkach silnego wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce na początku 2022 r. następował dalszy wzrost popytu na pracę. Liczba pracujących w gospodarce i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosły, a odsezonowana stopa bezrobocia spadła do rekordowo niskich poziomów. W związku z korzystną sytuacją pracowników na rynku pracy silnie rosły wynagrodzenia, w szczególności w sektorze przedsiębiorstw.

Podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie w I połowie 2022 r. rentowności obligacji skarbowych w Polsce silnie wzrosły. W kierunku ich wzrostu oddziaływało zacieśnienie polityki pieniężnej oraz oczekiwania dotyczące dalszych podwyżek stóp procentowych, a także pogorszenie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Niekorzystne nastroje na rynkach międzynarodowych przyczyniły się także do wyraźnego obniżenia się cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Po istotnym osłabieniu na początku marca 2022 r., związanym z rosyjską agresją zbrojną, w następnych miesiącach kurs złotego nieco się umocnił.

Tempo wzrostu agregatu M3 w I kw. 2022 r. obniżyło się. Wobec pogorszenia nastrojów konsumenckich, wzrostu oprocentowania kredytów i zaostrzenia polityki kredytowej, dynamika kredytów dla gospodarstw domowych zwalnia. Z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w I kw. br. wyraźnie wzrosła, do czego przyczyniło się przede wszystkim istotne przyspieszenie wzrostu kredytów bieżących.

W I kw. 2022 r. saldo rachunku obrotów bieżących obniżyło się, co wynikało przede wszystkim z pogłębienia się deficytu wymiany towarowej związanego ze wzrostem wartości importu, zwłaszcza paliw i towarów zaopatrzeniowych, głównie pod wpływem wzrostu cen surowców na rynkach

światowych. Utrzymała się natomiast nadwyżka w handlu usługami. Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie marzec – czerwiec 2022 r. oraz *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu 2022 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie styczeń – kwiecień 2022 r.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 13,2-15,4% w 2022 r. (wobec 9,3-12,2% w projekcji z marca 2022 r.), 9,8-15,1% w 2023 r. (wobec 7,0-11,0%) oraz 2,2-6,0% w 2024 r. (wobec 2,8-5,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-5,5% w 2022 r. (wobec 3,4-5,3% w projekcji z marca 2022 r.), 0,2-2,3% w 2023 r. (wobec 1,9-4,1%) oraz 1,0-3,5% w 2024 r. (wobec 1,4-4,0%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

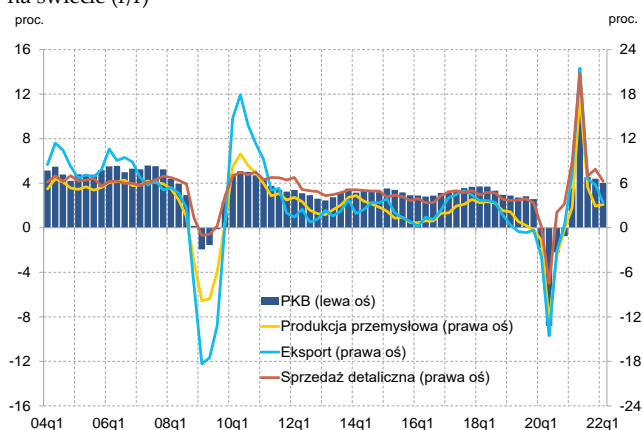
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

W I połowie 2022 r. wzrost aktywności gospodarczej na świecie stopniowo spowalniał, choć w największych gospodarkach rozwiniętych koniunktura była wciąż relatywnie korzystna. W części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, nastąpiło natomiast jej wyraźne pogorszenie. Towarzyszył temu spadek dynamiki handlu światowego (Wykres 1.1).

Negatywnie na aktywność w gospodarce światowej wpływało nasilenie się presji kosztowej, w tym wzrost cen energii, utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw, a także ekonomiczne konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Natomiast w kierunku lepszej koniunktury w części krajów, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, oddziaływała poprawa sytuacji epidemicznej i złagodzenie restrykcji sanitarnych, niskie bezrobocie oraz dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2022 r. przyspieszyła do 5,4% r/r (wobec 4,7% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 1.2)¹. Źródłem wzrostu PKB w I kw. był popyt wewnętrzny, wspierany – zwłaszcza pod koniec kwartału – mniejszą niż w ubiegłym roku restrykcyjnością obostrzeń sanitarnych, która sprzyjała mobilności ludności i prowadzeniu działalności w sektorze usług.

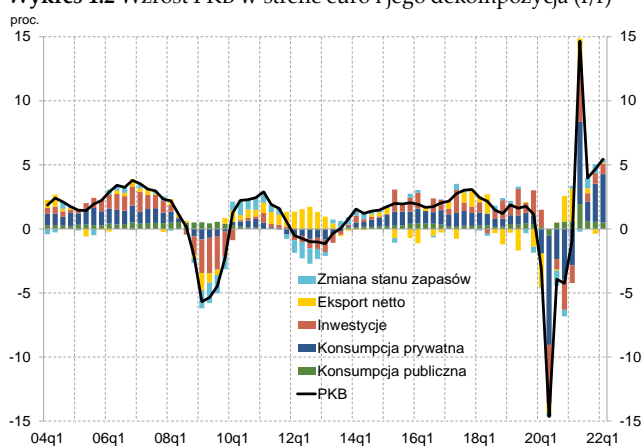
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB w 2019 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau. Uwaga: ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

¹ W ujęciu kwartalnym wzrost PKB w strefie euro w I kw. br. przyspieszył do 0,6% kw/kw (wobec 0,2% kw/kw w IV kw. ub.r., dane odsezonowane), jednak dynamika wzrostu w grupie głównych gospodarek (Niemcy, Francja, Włochy, Hiszpania) była umiarkowana i wyniosła 0,1% kw/kw (wobec 0,4% kw/kw w IV kw. ub.r., dane odsezonowane, średnia ważona PKB).

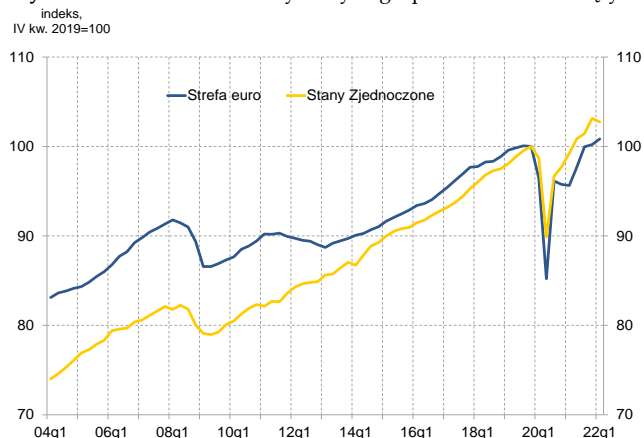
Jednocześnie wkład eksportu netto do dynamiki PKB – w warunkach narastania zaburzeń w światowych łańcuchach dostaw – był niewielki (0,1 pkt proc.). Dane miesięczne napływające w II kw. br., w tym wskaźniki nastrojów przedsiębiorstw i konsumentów, sygnalizują umiarkowane kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro.

Natomiast w Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w I kw. 2022 r. obniżyła się do 3,5% r/r (wobec 5,5% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 1.3)². Było to związane z pogłębieniem się deficytu handlowego za sprawą silnie rosnącego importu. Jednocześnie, choć nieco spowolniła także dynamika konsumpcji, to popyt wewnętrzny i zatrudnienie wyraźnie rosły. Dane miesięczne napływające w II kw. br. wskazują na utrzymanie się korzystnej sytuacji na rynku pracy i wzrost konsumpcji.

Z kolei w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w I kw. br. kontynuowane było ożywienie gospodarcze. Dynamika PKB przyspieszyła do 6,1% r/r (wobec 4,6% r/r w IV kw. 2021 r.). Głównym czynnikiem wzrostu była konsumpcja prywatna oraz zwiększające się zapasy. Natomiast wkład eksportu netto do dynamiki PKB w większości tych krajów był ujemny. Jednocześnie dane napływające w II kw. br. wskazują na pogarszające się nastroje konsumentów, co może sygnalizować spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej w tym regionie.

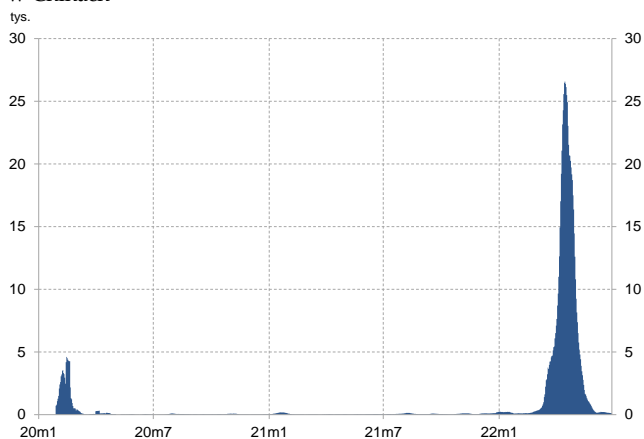
W Chinach wzrost PKB w I kw. 2022 r. wyniósł 4,8% r/r (wobec 4,0% r/r w IV kw. 2021 r.), jednak pod koniec kwartału koniunktura wyraźnie się pogorszyła, a dane z II kw. sygnalizują istotne obniżenie aktywności gospodarczej. W szczególności silny wzrost zakażeń COVID-19 (Wykres 1.4), w warunkach restrykcyjnej polityki sanitarnej, doprowadził do zaburzeń w funkcjonowaniu m.in. fabryk i portów,

Wykres 1.3 Poziom PKB w wybranych gospodarkach rozwiniętych



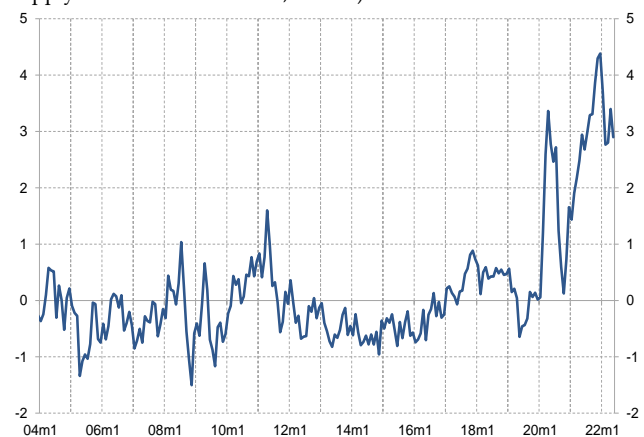
Źródło: dane Bureau of Economic Analysis i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 1.4 Dzienna liczba nowych przypadków COVID-19 w Chinach



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University, Our World in Data.

Wykres 1.5 Indeks zaburzeń globalnych łańcuchów dostaw (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)



Źródło: dane Federal Reserve Bank of New York.

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

² W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych obniżył się w I kw. 2022 r. o 1,6% kw/kw saar, jednak tempo wzrostu popytu wewnętrznego nieznacznie przyspieszyło, za sprawą silniejszego wzrostu inwestycji prywatnych.

co wpływa negatywnie na globalne łańcuchy dostaw i handel światowy (Wykres 1.5).

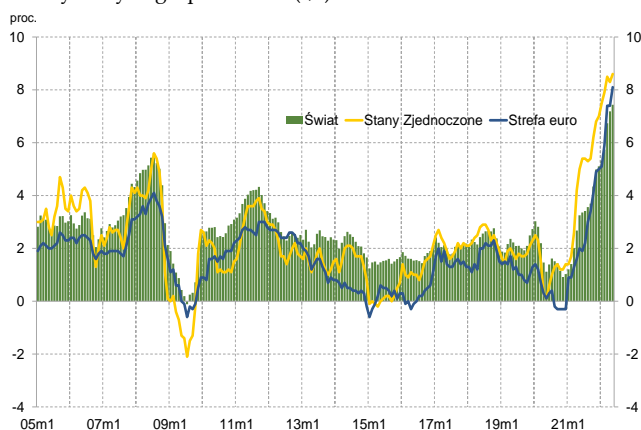
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

W ostatnich miesiącach inflacja cen dóbr konsumpcyjnych na świecie w dalszym ciągu silnie rosła i w maju br. osiągnęła najwyższy poziom od kilku dekad (Wykres 1.6). W kierunku wyższej inflacji oddziałują silnie rosnące ceny energii i żywności (por. rozdz. 1.3 Światowe rynki surowców). W wielu gospodarkach rośnie również inflacja bazowa, do czego – oprócz efektów wcześniejszych wzrostów cen energii – przyczyniają się konsekwencje utrzymujących się zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży, wysokie koszty transportu międzynarodowego oraz wzrost popytu po kryzysie pandemicznym (por. rozdz. 1.1 Aktywność gospodarcza za granicą; Wykres 1.7). W części krajów w kierunku wzrostu cen towarów i usług oddziałuje również wzrost kosztów pracy. Wiele z tych czynników w pierwszej kolejności przełożyło się na silny wzrost inflacji cen producenta, która w większości gospodarek pozostaje wysoka (Wykres 1.8).

W tych warunkach inflacja HICP w strefie euro wzrosła w maju br. do 8,1% r/r, kształtując się na najwyższym poziomie w historii³. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI wzrosła do 8,6% r/r i była najwyższa od 40 lat. W obu tych gospodarkach również inflacja bazowa jest wyraźnie podwyższona. Przy czym jej wzrost w Stanach Zjednoczonych był dotychczas znacząco szybszy, ale w ostatnich miesiącach także w strefie euro wskaźnik inflacji bazowej istotnie wzrósł.

Również w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności w krajach bałtyckich, inflacja nadal silnie rosła i w większości gospodarek tego regionu jest obecnie dwucyfrowa. W Estonii inflacja HICP wyniosła

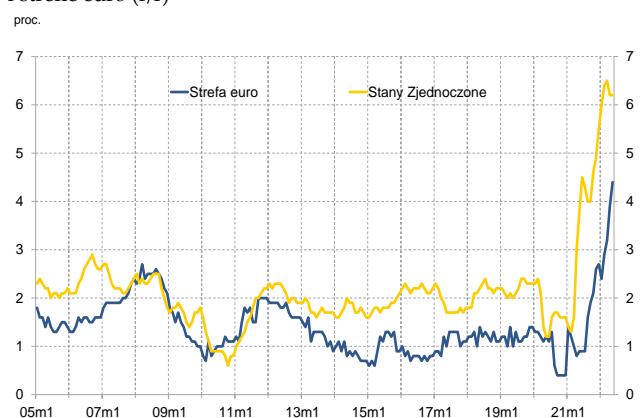
Wykres 1.6 Wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

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

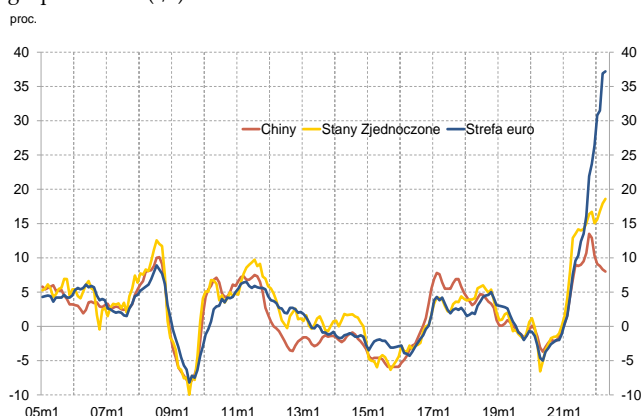
Wykres 1.7 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej.

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



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

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

³ Z kolei w czerwcu 2022 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja HICP w strefie euro wyniosła 8,6%.

w maju br. 20,1% r/r, na Litwie 18,5% r/r, a na Łotwie 16,8% r/r⁴. Jednocześnie inflacja CPI w maju br. wyniosła w Czechach 16,0% r/r, a w Rumunii 14,5% r/r. Z kolei na Węgrzech – gdzie obowiązują limity cenowe na niektóre podstawowe towary żywnościowe i paliwo – dynamika CPI w maju była nieco niższa (wyniosła 10,7% r/r; Wykres 1.9).

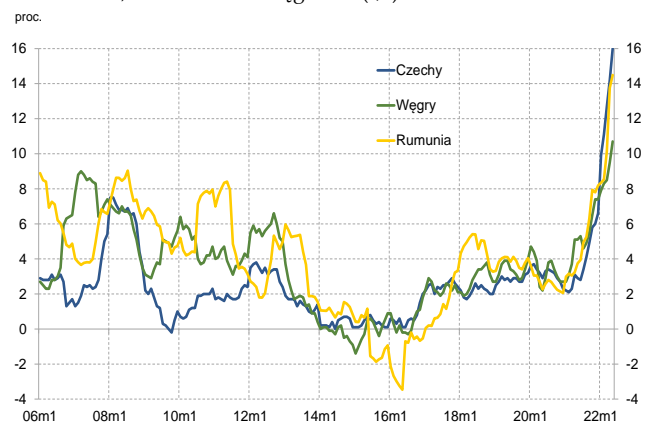
1.3 Światowe rynki surowców

W pierwszych miesiącach 2022 r. ceny surowców energetycznych i rolnych wzrosły, co w znacznej mierze było spowodowane konsekwencjami rosyjskiej agresji wobec Ukrainy.

Cena ropy naftowej Brent w I połowie 2022 r. silnie wzrosła i w czerwcu br. była średnio o ponad 60% wyższa niż rok wcześniej i ponad 2-krotnie wyższa niż przed pandemią (tj. w lutym 2020 r.; Wykres 1.10). W kierunku wzrostu cen ropy naftowej – oprócz czynników związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie⁵ – oddziaływał także wciąż rosnący popyt na ropę, w związku ze wzrostem aktywności gospodarczej na świecie w warunkach ograniczonego wydobycia tego surowca w wielu krajach OPEC. Ceny ropy rosły w ostatnich miesiącach pomimo decyzji m.in. Stanów Zjednoczonych o uwolnieniu części rezerw strategicznych tego surowca.

Ceny gazu ziemnego na rynkach światowych – po wzroście w marcu br. do najwyższego poziomu w historii w następstwie rozpoczęcia rosyjskiej inwazji w Ukrainie – w ostatnim okresie obniżyły się⁶. Mimo pewnego spadku ceny gazu były

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



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.10 Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

⁴ Natomiast w czerwcu 2022 r. – według wstępnego szacunku Eurostat – inflacja HICP w Estonii wyniosła 22,0% r/r, na Litwie 20,5%, a na Łotwie 19,0% r/r.

⁵ W szczególności w ramach sankcji związanych z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie w czerwcu br. ogłoszono embargo UE na import rosyjskiej ropy i produktów ropopochodnych sprowadzanych drogą morską. Wraz ze wstrzymaniem sprowadzania ropy przez Niemcy i Polskę z wykorzystaniem ropociągu oznacza to zmniejszenie przez UE importu ropy i produktów ropopochodnych z Rosji o około 90%. Embargo w większości krajów UE ma wejść w życie po upływie okresu przejściowego, trwającego od 6 do 8 miesięcy. Wyraźne ograniczenie importu ropy naftowej z Rosji przez UE spowodowało wzrost popytu gospodarek europejskich na ten surowiec z innych krajów.

⁶ Na spadek cen w ostatnim czasie wpłynął przede wszystkim cykliczny spadek popytu, związany z zakończeniem sezonu grzewczego na półkuli północnej. Mimo sezonowego spadku poziom cen gazu w czerwcu 2022 r. był najwyższy dla tego miesiąca w historii notowań.

jednak wciąż zdecydowanie wyższe niż w poprzednich latach (w czerwcu 2022 r. cena gazu była ponad 2-krotnie wyższa niż przed rokiem i blisko 8-krotnie wyższa niż przed pandemią; Wykres 1.11). Na wysokie ceny gazu wpływała przede wszystkim jego ograniczona podaż z Rosji.

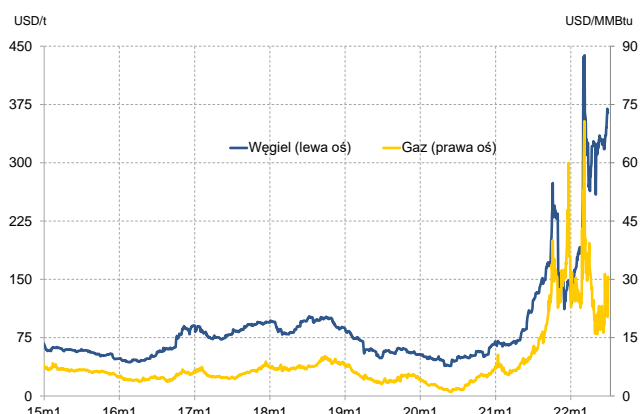
Utrzymujące się wysokie ceny gazu w dalszym ciągu przekładały się na relatywnie wyższą opłacalność produkcji energii elektrycznej z węgla. W połączeniu z wprowadzonym przez UE w kwietniu br. embargiem na import rosyjskiego węgla⁷, skutkowało to wzrostem cen tego surowca. W efekcie w czerwcu 2022 r. średnia cena węgla była ponad 3-krotnie wyższa niż rok wcześniej oraz niemal 7-krotnie wyższa niż w lutym 2020 r.

W I połowie 2022 r. wyraźnie wzrosły również ceny surowców rolnych (Wykres 1.12). Przyczyniły się do tego ograniczenia w podaży części z nich wskutek wojny na Ukrainie, a także presja kosztowa związana z silnie rosnącymi cenami surowców energetycznych (por. Ramka 2 *Kształtowanie się cen żywności w kontekście agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie*). W rezultacie w czerwcu br. indeks cen surowców rolnych był wyższy o 50,3% niż przed rokiem. W ostatnich miesiącach szczególnie silnie wzrosły ceny pszenicy, rzepaku, wieprzowiny oraz produktów pochodzenia mlecznego.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji na świecie banki centralne zacieśniają politykę pieniężną (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*). Wiele banków centralnych gospodarek rozwiniętych i wschodzących podnosi stopy procentowe i ogranicza reinwestycje kapitału z posiadanych zapadających papierów wartościowych (Wykres 1.13). Uczestnicy rynków

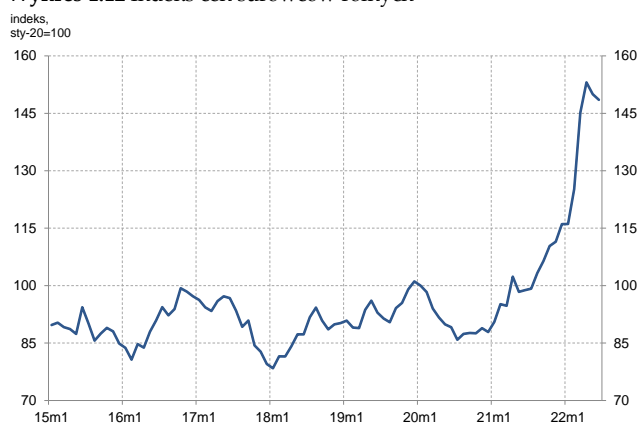
Wykres 1.11 Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ceny gazu ziemnego wyrażają ceny kontraktów terminowych ICE Futures Europe w Wielkiej Brytanii; USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

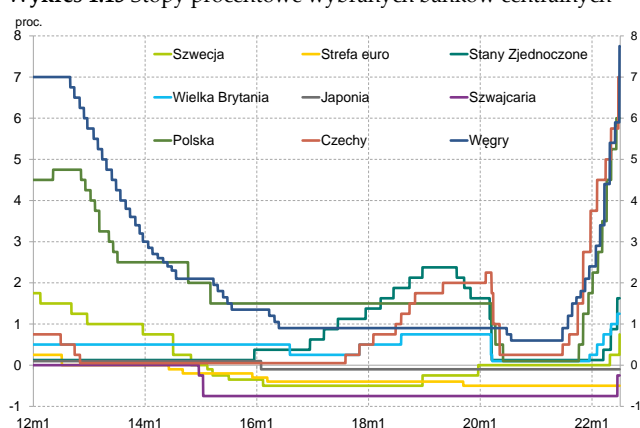
Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.13 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

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

⁷ W ramach ogłoszonego 8 kwietnia br. pakietu sankcji UE wprowadziła embargo na import węgla z Rosji. W przypadku istniejących umów wprowadzono czteromiesięczny termin ich rozwiązania.

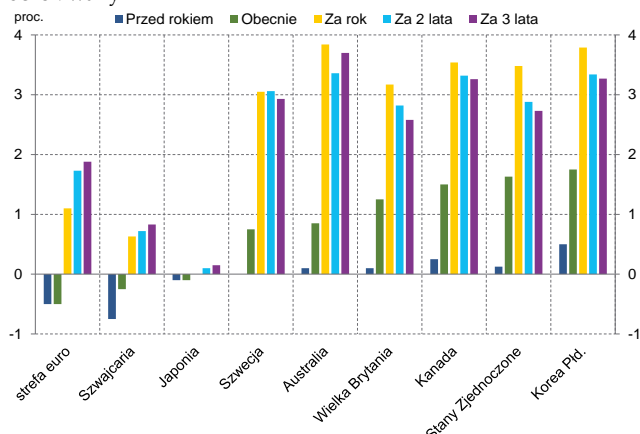
finansowych oczekują, że w głównych gospodarkach stopy procentowe w najbliższych latach wyraźnie wzrosną (Wykres 1.14).

Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopę depozytową na poziomie $-0,50\%$, jednak zapowiada podwyżki stóp procentowych w lipcu i wrześniu 2022 r., w tym wzrost stopy depozytywnej co najmniej do poziomu zera. Ponadto z początkiem lipca EBC zakończył zakupy netto w ramach programu skupu aktywów (APP) i obecnie reinwestuje w całości raty kapitałowe z zapadających papierów wartościowych⁸ (Wykres 1.15), zapowiadając jednak opracowanie nowego instrumentu mającego na celu przeciwdziałanie fragmentacji na rynku długu w strefie euro.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) od marca 2022 r. podnosi stopy procentowe, wobec czego przedział dla stopy *fed funds* wynosi obecnie $1,50\%-1,75\%$. Ponadto Fed zapowiada dalsze podwyżki stóp w najbliższych miesiącach. Fed rozpoczął także stopniowe zmniejszanie sumy bilansowej, ograniczając reinwestycje aktywów, co dodatkowo oddziałuje w kierunku zacieśniania warunków monetarnych⁹.

W ostatnich miesiącach banki centralne innych gospodarek rozwiniętych – m.in. Wielkiej Brytanii, Szwecji, Norwegii, Kanady i Australii – również podnosiły stopy procentowe i sygnalizowały dalsze podwyżki w nadchodzącym okresie, a także ograniczały reinwestycje środków z zapadających papierów wartościowych. Wycofywanie akomodacji monetarnej rozpoczął też Bank Szwajcarii, który w czerwcu podniósł stopy procentowe po raz pierwszy od 2007 r.

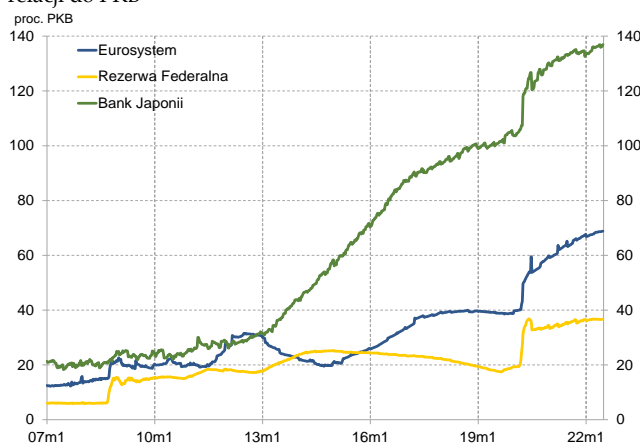
Wykres 1.14 Poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych przed rokiem, obecnie i oczekiwany



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – *policy rate*; dla Kanady – *overnight rate target*; dla Australii – *cash rate target*; dla Korei – *Base Rate*. Oczekiwania według Bloomberg na podstawie notowań kontraktów OIS – stan na 30 czerwca 2022 r. Wysokość stóp procentowych przed rokiem odnosi się do poziomu stóp na koniec czerwca 2021 r.

Wykres 1.15 Wielkość aktywów głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg.

⁸ Reinwestycje dotyczą portfeli papierów wartościowych zakupionych w ramach programu APP oraz pandemicznego programu skupu aktywów (PEPP). W komunikacie po posiedzeniu Rady Prezesów EBC 9 czerwca 2022 r. wskazano, że EBC będzie reinwestował w całości raty kapitałowe z papierów wartościowych zakupionych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po ewentualnym rozpoczęciu podwyżek stóp procentowych, a w każdym razie tak długo, jak będzie to konieczne. W przypadku programu PEPP, EBC zamierza elastycznie reinwestować zapadające papiery wartościowe nabyte w ramach tego programu co najmniej do końca 2024 r.

⁹ Zgodnie z opublikowanym w maju br. planem, suma bilansowa Fed będzie od czerwca do sierpnia br. zmniejszana miesięcznie o 30 mld USD z portfela obligacji skarbowych i 17,5 mld USD z portfela MBS, a następnie, odpowiednio o 60 mld USD i 35 mld USD.

Również banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej oraz w wielu pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących zacieśniają politykę pieniężną.

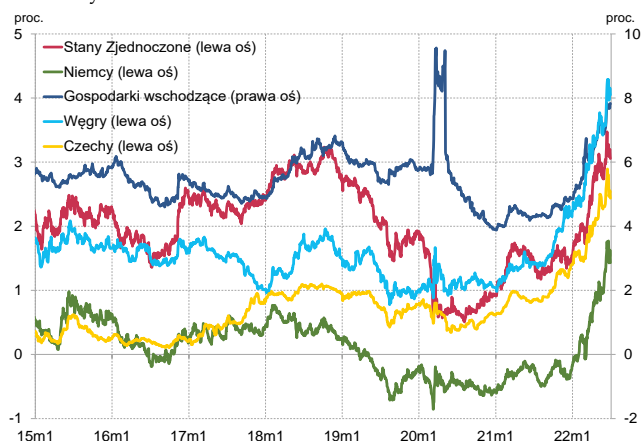
1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach nastroje na światowych rynkach finansowych pogorszyły się, na co wpłynął dalszy silny wzrost inflacji skutkujący zacieśnieniem polityki pieniężnej przez wiele banków centralnych, stopniowe spowalnianie dynamiki aktywności w gospodarce światowej i napięcia geopolityczne związane z trwającą rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*, rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą* i rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

W tych warunkach, rentowności obligacji skarbowych w większości gospodarek w ostatnim czasie silnie wzrosły i osiągnęły poziomy wyższe niż przed pandemią (Wykres 1.16). W niektórych gospodarkach, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, rentowności obligacji są obecnie wyższe od wieloletnich średnich. Jednocześnie ceny akcji – zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących – w ostatnich miesiącach wyraźnie spadły (Wykres 1.17).

Z kolei kurs euro wobec dolara amerykańskiego osłabił się do poziomu najniższego od kilku lat. Było to związane z zacieśnianiem polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych w warunkach bardzo stopniowego wycofywania akomodacji monetarnej przez EBC, w tym z oczekiwanym szybszym i silniejszym wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro. Również waluty gospodarek wschodzących osłabiły się wobec dolara amerykańskiego pod wpływem prowadzonego przez Rezerwę Federalną zacieśnienia polityki pieniężnej oraz wskutek podwyższonej awersji do ryzyka związanej z trwającą rosyjską inwazją w Ukrainie (Wykres 1.18).

Wykres 1.16 Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

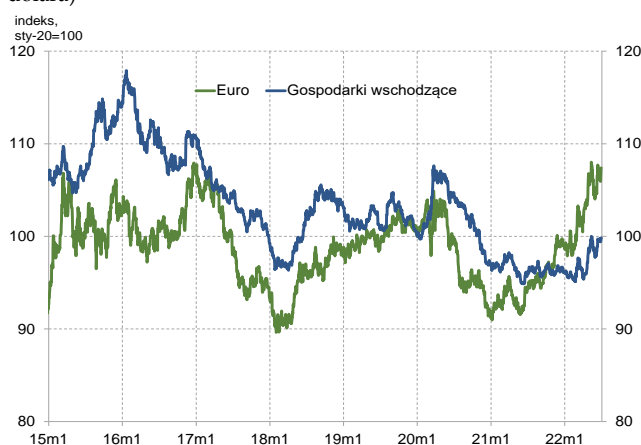
Wykres 1.17 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

Wykres 1.18 Kurs dolara amerykańskiego względem walut gospodarek wschodzących oraz euro (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

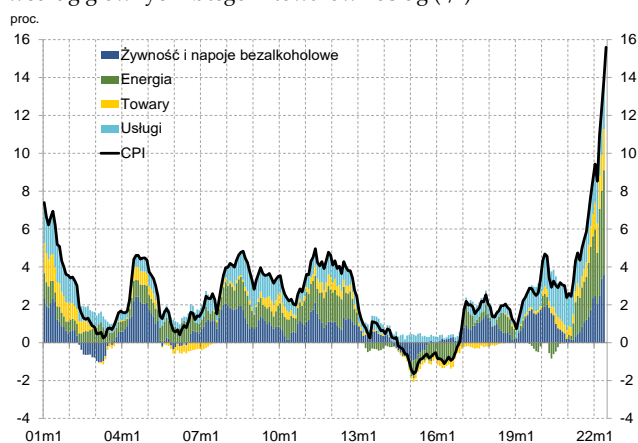
2. Gospodarka krajowa

2.1 Ceny dóbr i usług

W I połowie 2022 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*) – w dalszym ciągu rosła.

W maju 2022 r. inflacja CPI wyniosła 13,9% r/r (wobec 9,4% r/r w styczniu br.; Wykres 2.1)¹⁰. Wzrost inflacji wynikał głównie z silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, który nasilił się po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie pod koniec lutego br. (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*). Wyższe ceny surowców znalazły odzwierciedlenie w szczególności w szybszym wzroście cen żywności i energii, ale także przyczyniały się do wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw¹¹. Korzystna krajowa koniunktura ułatwiała z kolei przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumpcyjne¹². W efekcie nastąpił także dalszy wzrost inflacji bazowej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). W kierunku wyższej inflacji oddziaływały również utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw (por. Ramka 1: *Zaburzenia w globalnych sieciach podażowych a inflacja*).

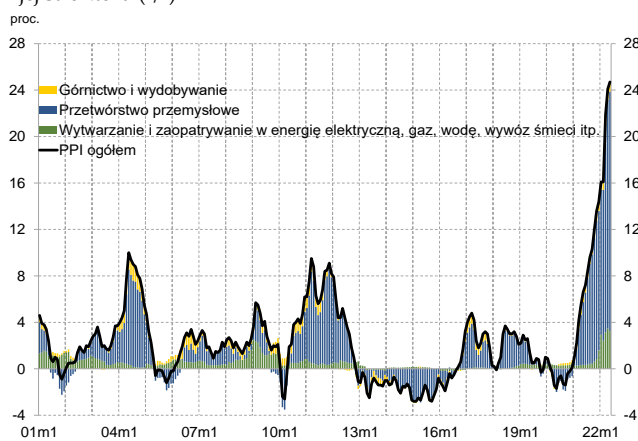
Wykres 2.1 Dynamika cen dóbr konsumpcyjnych i jej struktura według głównych kategorii towarów i usług (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

¹⁰ W czerwcu br. – według wstępnego szacunku GUS – inflacja CPI wyniosła 15,6% r/r. Do przyspieszenia inflacji przyczynił się przede wszystkim wzrost dynamiki cen energii, w tym paliw i nośników energii.

¹¹ W warunkach dalszego wzrostu cen surowców i wielu dóbr pośrednich, dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – przyspieszyła w ostatnich miesiącach (do 24,7% r/r w maju br. wobec 16,1% r/r w styczniu br.; Wykres 2.2).

¹² Przy ustalaniu swoich cen przedsiębiorstwa mogą nie mieć możliwości natychmiastowego dostosowania ich do zmieniających się warunków rynkowych, w tym w szczególności do rosnących kosztów. W okresie wysokiej inflacji sztywności nominalne mogą więc prowadzić do większych zmian cen, niż wynika to z czystego rachunku ekonomicznego.

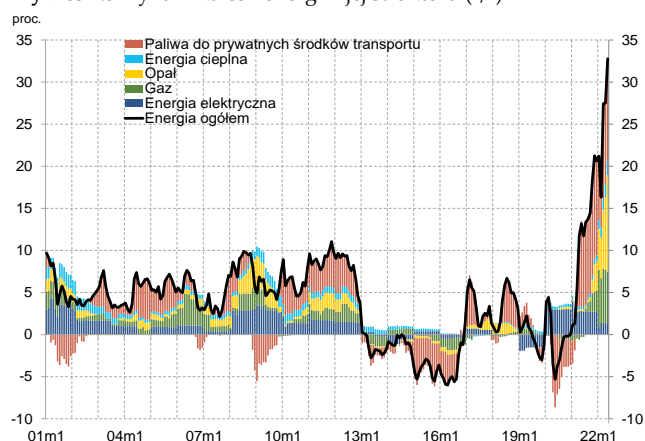
Jednocześnie ograniczająco na dynamikę CPI oddziaływała Tarcza Antyinflacyjna¹³.

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych wzrosła do 13,5% r/r w maju 2022 r. wobec 9,3% r/r w styczniu br., na co złożyły się wyższe dynamiki cen zarówno żywności nieprzetworzonej, jak i przetworzonej. Szybszy wzrost cen wynikał w dużej mierze ze wzrostu cen większości surowców rolnych na rynkach światowych w następstwie ataku Rosji na Ukrainę (por. Ramka 2: *Kształtowanie się cen żywności w kontekście agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie*). W tym samym kierunku oddziaływał także wzrost kosztów produkcji – zwłaszcza nawozów (azotowych i potasowych), energii oraz kosztów pracy.

W ostatnich miesiącach nastąpiło również przyspieszenie dynamiki cen energii (do 32,8% r/r w maju 2022 r., wobec 21,2% r/r w styczniu br.; Wykres 2.3). Złożyły się na to przede wszystkim wyższe dynamiki cen paliw do prywatnych środków transportu oraz opału i gazu ciekłego – nasilone w związku z dalszym wzrostem globalnych cen surowców energetycznych po rozpoczęciu rosyjskiej agresji. Dodatni wkład do inflacji cen energii miały też wciąż dynamiki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego w wyniku wprowadzenia w styczniu br. wyższych taryf na sprzedaż i dystrybucję tych nośników energii¹⁴.

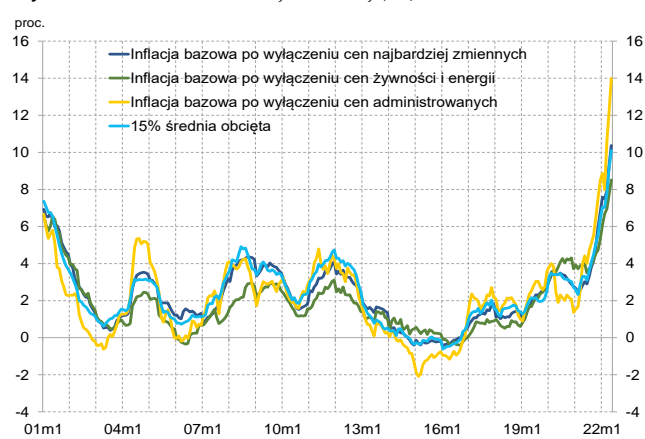
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w maju 2022 r. wzrosła do 8,5% r/r (wobec 6,1% r/r w styczniu br.; Wykres 2.4), do czego przyczyniły się rosnące koszty przedsiębiorstw, które w warunkach korzystnej koniunktury i wysokiego popytu mogły być przenoszone na ceny dóbr

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

¹³ Tarcza Antyinflacyjna to pakiet rozwiązań z zakresu polityki fiskalnej, który ma ograniczać inflację CPI oraz przeciwdziałać jej negatywnym skutkom. W ramach tych działań wprowadzono m.in. czasowe obniżenie stawek VAT na energię elektryczną, ciepłą, gaz ziemny, paliwa silnikowe, nawozy i podstawowe produkty żywnościowe, zniesienie akcyzy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, obniżenie do minimalnego poziomu przewidzianego przepisami UE akcyzy na paliwa silnikowe i lekki olej opałowy oraz rekompensaty dla sprzedawców gazu ziemnego w związku z ograniczeniem skali wzrostu cen tego surowca dla odbiorców taryfowych. Uchwalone rozwiązania obowiązują do końca lipca 2022 r., ale obecnie toczą się prace legislacyjne mające przedłużyć ich obowiązywanie do końca października br.

¹⁴ Wzrost taryf był związany z silnym wzrostem cen gazu ziemnego na rynkach światowych oraz wzrostem hurtowych cen energii elektrycznej i uprawnień do emisji CO₂ (w związku z polityką klimatyczną UE, por. *Raport o Inflacji – marzec 2022 r.*).

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

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* wyraźnie wzrosły oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego ankietowanych przez Refinitiv oraz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (Tabela 2.1). Ankietowani analitycy spodziewają się jednak, że od 2023 r. inflacja będzie się stopniowo obniżać, choć pozostanie powyżej górnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego co najmniej do połowy 2024 r. Oczekiwania inflacyjne konsumentów mierzone statystyką bilansową – po przejściowym silnym wzroście w marcu 2022 r. bezpośrednio po rozpoczęciu rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie – kształtowały się w II kw. br. na zbliżonym poziomie do odnotowanego w styczniu br. Również opinie przedsiębiorstw mierzone statystyką bilansową – po wzroście w I kw. br. – przesunęły się w II kw. br. w kierunku niższej inflacji i kształtowały się na zbliżonym poziomie do odnotowanego w IV kw. 2021 r. (Wykres 2.5).

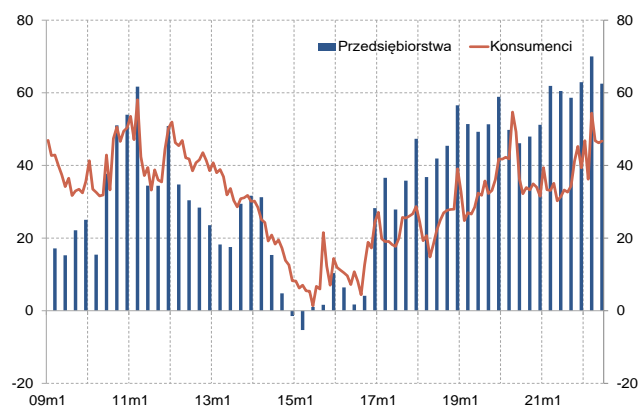
Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv w ostatnim miesiącu danego kwartału. Oczekiwania inflacyjne prognozów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnim miesiącu danego kwartału.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

Ramka 1: Zaburzenia w globalnych sieciach podaźowych a inflacja

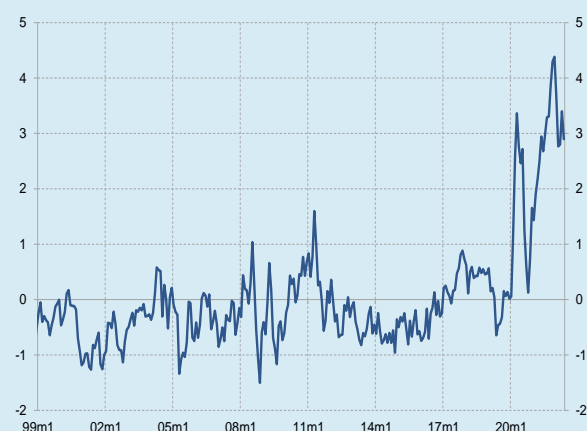
Jednym z ważniejszych czynników podwyższających obecnie inflację na świecie są zaburzenia w funkcjonowaniu tzw. globalnych łańcuchów dostaw (zwanymi także międzynarodowymi sieciami podaźowymi). Zaburzenia te wywołała pandemia, a następnie rosyjska agresja zbrojna przeciw Ukrainie. Odziaływanie tego czynnika na inflację okazało się silniejsze i trwalsze niż początkowo oczekiwano. Zmienia to – postrzegany dotychczas jednokierunkowo – wpływ globalizacji na ceny dóbr i usług. Przez ostatnie dekady procesy globalizacyjne systematycznie obniżały bowiem inflację właśnie dzięki rozwojowi międzynarodowych sieci podaźowych.

Liberalizacja przepływów kapitałowych i handlowych oraz rozwój technologii informacyjno-komunikacyjnych (ICT – ang. *Information and Communications Technology*) doprowadziły do międzynarodowej fragmentacji produkcji, co dotyczyło w szczególności rynku dóbr inwestycyjnych, ale miało to także przełożenie na rynek dóbr konsumpcyjnych. Polegało to na podzieleniu procesu wytwarzania dóbr na silnie wyspecjalizowane etapy, które lokowano w gospodarkach charakteryzujących się przewagami komparatywnymi (np. etapy pracochłonne lokowano w krajach o niskich kosztach pracy). Większa dostępność technologii ICT umożliwiła sprawne zarządzanie produkcją i siecią logistyczną, która jest niezbędna dla funkcjonowania przedsiębiorstw w ramach globalnych sieci podaźowych i tzw. modelu produkcji *just-in-time*.

Wynikająca stąd silna międzynarodowa specjalizacja produkcji obniżała globalną inflację co najmniej trzema kanałami. Pierwszy z nich jest związany ze wzrostem konkurencji pomiędzy dostawcami dóbr pośrednich. W szczególności przedsiębiorstwa oferujące wystandaryzowane dobra pośrednie i znajdujące się w tzw. „środkowych” częściach łańcucha dostaw mogą doświadczać silnej presji ze strony konkurentów. Aby utrzymać konkurencyjność cenową na rynkach eksportowych, firmy te obniżają swoje marże, co prowadzi do spadku cen materiałów i komponentów produkcji. Niższe koszty dóbr pośrednich mogą być z kolei transmitowane przez następne etapy międzynarodowego procesu produkcji, co w efekcie obniży cenę produktu końcowego. Drugi kanał oddziaływania procesów globalizacyjnych na procesy inflacyjne dotyczy otwartości handlowej, tj. zwiększonej intensywności przepływów handlowych między gospodarkami, która prowadzi do większej różnorodności dostępnych dóbr finalnych. Ułatwia to konsumentom wybór tańszych substytutów i może wzmacniać konkurencję pomiędzy producentami. Trzeci kanał związany jest z rozwojem technologicznym napędzanym przez bardziej swobodny przepływ inwestycji bezpośrednich, kapitału ludzkiego oraz wartości niematerialnych i prawnych.

Jednak pandemia COVID-19 istotnie zaburzyła funkcjonowanie globalnych łańcuchów dostaw, co wynikało z połączenia przejściowych silnych ograniczeń podaźowych oraz szybkiej odbudowy popytu na dobra pośrednie i finalne po bezprecedensowym spadku aktywności ekonomicznej w II kw. 2020 r. Stosowane wtedy restrykcje sanitarne doprowadziły do substytucji popytu na usługi popytem na dobra konsumpcyjne. Przy tak ożywionym popycie kluczowe okazały się zaburzenia na wstępnych etapach wytwarzania wynikające m.in. z przerw produkcji w Chinach. Zaburzeniom tym towarzyszyła silna nierównowaga na rynku frachtów morskich, które są kluczowe dla efektywnego funkcjonowania międzynarodowych sieci podaźowych. W ujęciu globalnym przejawem tego były silne wzrosty cen frachtów zwiększające koszty

Wykres R.1.1 Wskaźnik *Global Supply Chain Pressure Index*



Źródło: dane Federal Reserve Bank of New York.

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

wykorzystania dóbr pośrednich. Przełożyło się to na spadek efektywności łańcuchów dostaw odzwierciedlony w znaczącym pogorszeniu się globalnego miernika GSCPI (ang. *Global Supply Chain Pressure Index*¹⁵; Wykres R.1.1).

Problemy dotyczące sieci podaży przełożyły się także na wydłużenie czasu dostaw raportowanego przez polskie przedsiębiorstwa, co z kolei było widoczne w obniżeniu się do historycznie niskich poziomów wskaźnika SDTI (ang. *Suppliers' Delivery Time Index*) dla Polski¹⁶ (Wykres R.1.2). W konsekwencji dochodziło wręcz do niedoborów dóbr pośrednich, na co wskazywał rekordowo wysoki odsetek przedsiębiorców zgłaszających problem z zaopatrzeniem (Wykres R.1.3).

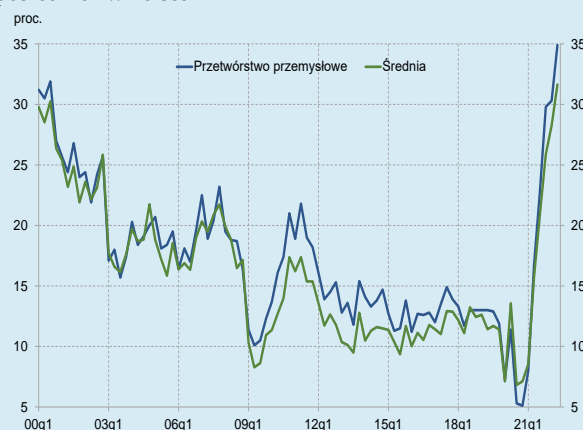
Wykres R.1.2 Wskaźnik *Suppliers' Delivery Time Index* dla Polski



Źródło: IHS Markit.

Uwaga: Wartości poniżej 50 oznaczają wydłużenie czasu dostaw (pogorszenie sytuacji), a wartości powyżej 50 – skrócenie (poprawę sytuacji).

Wykres R.1.3 Udział przedsiębiorców w przetwórstwie przemysłowym zgłaszających problemy z dostępnością dóbr pośrednich w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Uwaga: Średnia została obliczona na podstawie obserwacji dla dwucyfrowych branż wg klasyfikacji NACE.

Zaburzenia w globalnych sieciach podaży oddziałują proinflacyjnie na gospodarkę, a efekt ten jest inercyjny¹⁷. W ujęciu makroekonomicznym zakłócenia te można interpretować jako negatywny szok podaży. Niedobory dóbr pośrednich wykorzystywanych w produkcji skutkują zazwyczaj wzrostem kosztu ich wykorzystania przez przedsiębiorców, co może wynikać z kilku powodów. Po pierwsze, wobec braku dotychczasowych dóbr pośrednich, przedsiębiorstwa – aby kontynuować produkcję – substytuują części i materiały ich droższymi odpowiednikami. Po drugie, niedobory materiałów mogą być związane z problemami logistycznymi, których rozwiązanie wiąże się z wyższym kosztem transportu. Oprócz podażowej natury tych zaburzeń nie można również wykluczyć oddziaływania mechanizmu dostosowania cen. Przy ograniczonych zdolnościach wytwórczych i wysokim popycie przedsiębiorstwa mogą bowiem zwiększać ceny produktów.

Najsilniejszą reakcją na zaburzenia w łańcuchach dostaw charakteryzują się ceny producentów, co bezpośrednio wiąże się z naturą tego szoku oraz mechanizmem jego transmisji. Wyższa materiałochłonność i importochłonność produkcji towarów przemysłowych wynika z większej roli dóbr zaopatrzeniowych w ich wytwarzaniu, dlatego potencjalne problemy z dostępnością tych dóbr w największym stopniu zwiększają ceny oferowanych towarów przemysłowych. Następnie szok ten jest transmitowany przez kolejne etapy procesu produkcji, przyspieszając

¹⁵ Wskaźnik GSCPI obrazuje napięcia w globalnych sieciach podaży. Więcej na temat konstrukcji wskaźnika można znaleźć na stronach internetowych *Federal Reserve Bank of New York*.

¹⁶ Wskaźnik SDTI jest subindeksem wskaźnika PMI i obrazuje uzgodniony czas dostaw w danym miesiącu w porównaniu do sytuacji sprzed miesiąca.

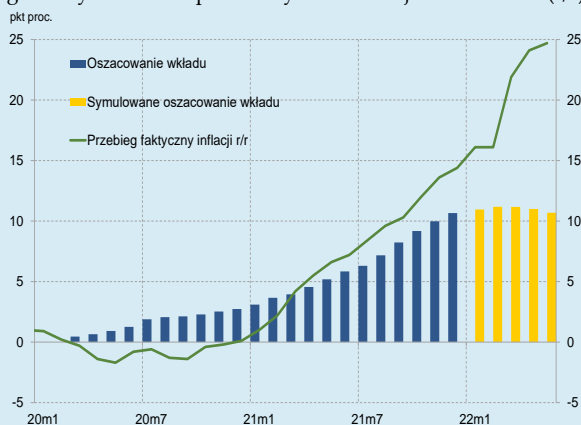
¹⁷ Omawiane wyniki badania Mućk i Postek (2022a) dotyczą wpływu zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw na gospodarkę europejskie.

przede wszystkim dynamikę cen towarów konsumpcyjnych. Zdecydowanie mniejszą wrażliwością charakteryzują się ceny usług, dla których efekt zakłóceń w sieciach dostaw jest obserwowany z opóźnieniem.

Można oczekiwać, że dotychczasowe zaburzenia w globalnych sieciach podaźowych będą istotnie podwyższały dynamikę cen w polskiej gospodarce w najbliższych kwartałach (Mućk i Postek, 2022b). Po pierwsze, oszacowania efektu zakłóceń wskazują na ich dosyć inercyjny wpływ na inflację, najsilniejszy średnio po 4-6 kwartałach (Mućk i Postek, 2022a). Oznacza to, że efekt historycznie największych problemów w łańcuchach dostaw obserwowanych w I połowie 2022 r. może podwyższać inflację jeszcze w I połowie 2023 r. Po drugie, na silnie inercyjny charakter dotychczasowych zaburzeń wskazują także wyniki dodatkowej symulacji wkładu tych szoków do dynamiki CPI i PPI. Zgodnie z nimi zakłócenia na rynkach dostaw obserwowane do końca 2021 r., a więc przed rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie, będą istotnie podwyższały inflację CPI i PPI przez cały 2022 r. Po trzecie, sama wojna w Ukrainie dodatkowo zmniejsza efektywność funkcjonowania globalnych sieci podaźowych, co jest kolejnym impulsem proinflacyjnym.

W szczególności w grudniu 2021 r. dynamika PPI wyniosła 14,5%, a górna granica oszacowań wkładu zaburzeń wyniosła w tym okresie ok. 10,7 pkt proc.¹⁸ (Wykres R.1.4). Natomiast inflacja CPI w grudniu 2021 r. wyniosła 8,6%, z czego maksymalnie 3,8 pkt proc. można przypisać efektom zakłóceń sieci podaźowych (Wykres R.1.5). Zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw, które zmaterializowały się do końca 2021 r. przyczyniają się do podwyższenia inflacji również w 2022 r., a jednocześnie w I połowie 2022 r. nastąpiły kolejne silne zaburzenia, w tym związane z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie i sankcjami oraz polityką tzw. „zero Covid” w Chinach, które mogą zwiększyć i wydłużyć efekty inflacyjne problemów w globalnych sieciach podaży.

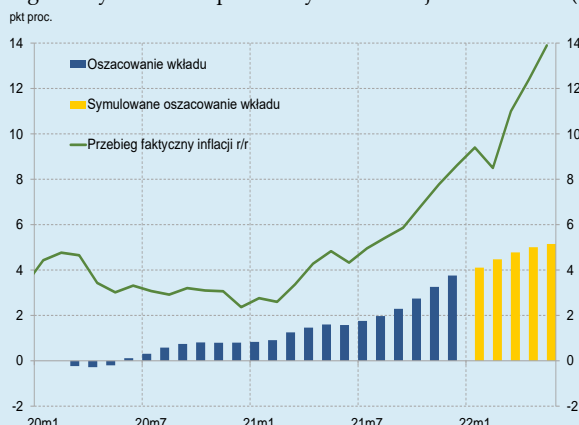
Wykres R.1.4 Symulowany maksymalny wkład zaburzeń w globalnych sieciach podaźowych do inflacji PPI w Polsce (r/r)



Źródło: Mućk i Postek (2022b).

Uwaga: Założono, że redukcja o połowę napięć wynikających z przedłużonego czasu dostaw nastąpi w ciągu około 8 miesięcy.

Wykres R.1.5 Symulowany maksymalny wkład zaburzeń w globalnych sieciach podaźowych do inflacji CPI w Polsce (r/r)



Źródło: Mućk i Postek (2022b).

Uwaga: Założono, że redukcja o połowę napięć wynikających z przedłużonego czasu dostaw nastąpi w ciągu około 8 miesięcy.

Literatura:

Federal Reserve Bank of New York, *Global Supply Chain Pressure Index*.

Mućk J., Postek Ł., (2022a), *Global value chains shocks and inflation in Europe*, mimeo.

Mućk J., Postek Ł., (2022b), *Supply chains disruptions and inflation in Poland*, mimeo.

¹⁸ Zastosowana metodyka badawcza pozwala oszacować jedynie górną granicę wkładu zaburzeń w sieciach podaźowych na inflację.

Ramka 2: Kształtowanie się cen żywności w kontekście agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie

Od stycznia 2015 r. do czerwca 2020 r. ceny surowców rolnych kształtowały się na relatywnie stabilnym poziomie, w szczególności pozostając niewrażliwymi na bezpośrednie efekty wybuchu pandemii Covid-19 (Wykres R.2.1). Jednak począwszy od drugiej połowy 2020 r. zaczęły one systematycznie wzrastać. W styczniu 2022 r., ostatnim miesiącu przed wybuchem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, ceny surowców rolnych wchodzących w skład indeksu ICSR NBP były przeciętnie wyższe o 35,2% niż w lipcu 2020 r.¹⁹. Ich dalszy wzrost, o 27,9% do czerwca br. (a zatem w ciągu zaledwie 5 miesięcy), nasiliła rosyjska agresja zbrojna przeciw Ukrainie²⁰.

Przed wybuchem wojny kształtowanie się cen żywności wynikało przede wszystkim z uwarunkowań fundamentalnych, specyficznych dla poszczególnych rynków. Dla przykładu, ceny pszenicy rosły ze względu na niekorzystne warunki meteorologiczne (fale upałów) w kluczowych obszarach upraw, wskutek czego światowe zbiory w sezonie 2021/2022 nie równoważyły popytu, co skutkowało spadkiem zapasów²¹. Podobna sytuacja wystąpiła na europejskim rynku rzepaku²². Ceny zamrożonego soku pomarańczowego, kawy oraz cukru również rosły wskutek niekorzystnych warunków meteorologicznych. Z kolei do wzrostu cen produktów nabiałowych przyczynił się wysoki popyt importowy z krajów azjatyckich. W kierunku drożących surowców rolnych oddziaływał także silny wzrost cen energii wynikający z ograniczonej podaży surowców energetycznych w warunkach postpandemicznej odbudowy globalnej aktywności gospodarczej²³. W efekcie, nastąpił dynamiczny wzrost cen ropy naftowej, a począwszy od II połowy 2021 r. również gazu ziemnego. W ślad za jego wyższymi notowaniami silnie rosły ceny nawozów, zwłaszcza produkowanych z wykorzystaniem tego surowca (w styczniu 2022 r. ceny mocznika wzrosły o 219,4% r/r).

Wybuch rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie nasilił wzrost cen surowców rolnych na rynkach międzynarodowych. W następstwie rozpoczęcia konfliktu zbrojnego indeks FAO FPI wzrósł w marcu br. o rekordowe 13,2% m/m, osiągając historycznie najwyższy poziom²⁴. Podobne tendencje wykazywał indeks ICSR NBP. W czerwcu 2022 r. ICSR NBP był o 27,9% wyższy niż w styczniu br., a przeciętnie w okresie od lutego do czerwca br. wzrósł o 47,4% r/r.

W warunkach napiętego bilansu popytowo-podażowego w krótkim okresie źródłem dynamicznego wzrostu wybranych cen surowców rolnych stały się obawy o ich przyszłą dostępność na rynku globalnym. Wynikały one z zaburzeń w produkcji, będących efektem działań wojennych, i z zakłóceń w transporcie spowodowanych blokadami głównych portów Morza Czarnego²⁵, które ograniczały eksport surowców rolnych z Ukrainy (istotnego producenta m.in. zbóż, nasion oleistych i tłuszczów²⁶). Dla przykładu, ceny pszenicy w czerwcu 2022 r.

¹⁹ Indeks cen surowców rolnych NBP powstaje w oparciu o notowania cen wybranych produktów rolnych, głównie na rynkach europejskich. W skład indeksu wchodzi giełdowe ceny pszenicy, rzepaku, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła i zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego oraz hurtowe ceny wieprzowiny. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji gospodarstw domowych w Polsce.

²⁰ Dla obliczeń ICSR NBP dla czerwca 2022 r. w Ramce 2 wykorzystano dane dostępne do 17 czerwca br.

²¹ Według szacunków Amerykańskiego Departamentu Rolnictwa globalny popyt na pszenicę w sezonie 2021/22 przewyższył jej podaż o ok. 12,2 mln ton.

²² Według szacunków Komisji Europejskiej europejski popyt na rzepak w sezonie 2021/22 przewyższył podaż o ok. 4,4 mln ton.

²³ Ograniczenia podaży były w dużej mierze elementem celowej polityki OPEC+ oraz Rosji.

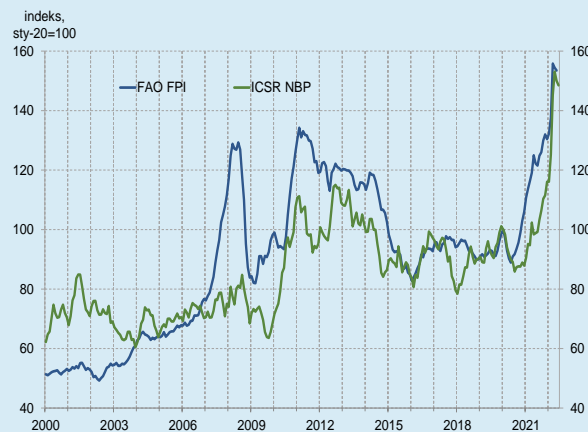
²⁴ Warto zaznaczyć, że indeks FAO FPI już w lutym br. osiągnął rekordowy poziom, do czego przyczynił się między innymi wzrost niepewności związanej z możliwościami eksportowymi z basenu Morza Czarnego.

²⁵ Według analiz Ośrodka Studiów Wschodnich przed rosyjską agresją odpowiednio ok. 99% i 91% wywozu zbóż i olejów roślinnych z Ukrainy realizowano drogą morską, a miesięczny eksport kształtował się na poziomie 5–6 mln t dla zbóż i 500–600 tys. t dla olejów roślinnych. W marcu br. wyeksportowano zaledwie 1,4 mln t zbóż, a w kwietniu br. 1,1 mln t. Jednocześnie Ukraina posiada łączne zapasy pszenicy i kukurydzy w wysokości 21 mln t, co stanowi wyzwanie dla jej infrastruktury magazynowej, przy obecnie silnie ograniczonych możliwościach eksportu.

²⁶ Ukraina jest ważnym dostawcą pszenicy, kukurydzy, rzepaku i oleju słonecznikowego. Według danych Międzynarodowego Centrum Handlu (ang. *International Trade Centre*) odpowiada odpowiednio za 10%, 15%, 16% i 48% światowego eksportu tych produktów.

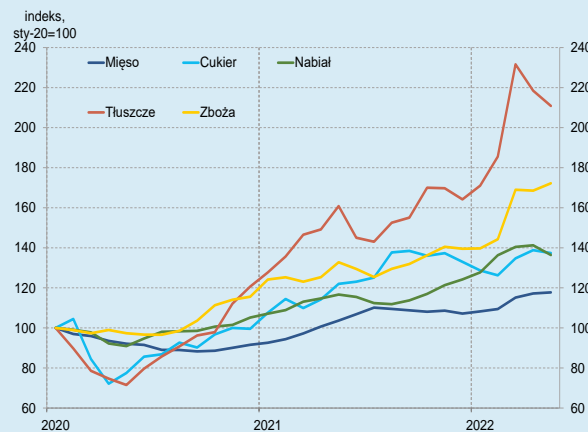
były o 47,2% wyższe niż w styczniu br. w związku z oczekiwaniami znacznie niższych światowych plonów²⁷ i wspomnianych utrudnień logistycznych. Podobnie sytuacja wyglądała na rynku kukurydzy i nasion oleistych. W przypadku rzepaku dodatkowo w kierunku wyższych cen oddziaływały rosnące ceny ropy naftowej, skutkujące wzrostem popytu na wytwarzane z niego biopaliwa. W ostatnim czasie silnie drożała także europejska wieprzowina, do czego przyczyniło się niskie bieżące i prognozowane pogłowie świń związane m.in. z rosnącymi kosztami ich hodowli²⁸. Ceny nabiału także kształtowały się na wysokim poziomie ze względu na oczekiwania niskiej podaży w Europie Zachodniej, Australii i Nowej Zelandii, przy niewielkich zapasach i rosnącym popycie.

Wykres R.2.1 Indeksy cen surowców rolnych ICSR NBP oraz FAO FPI



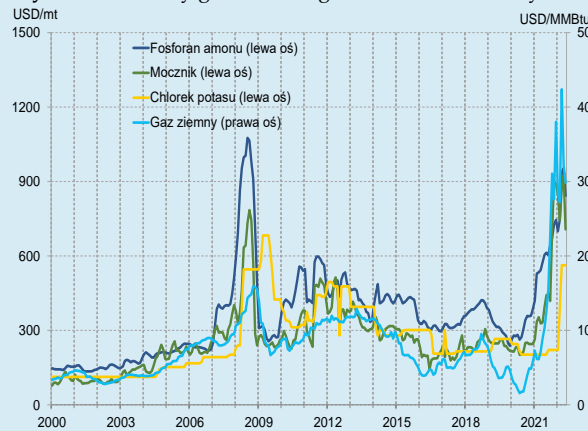
Źródło: dane Bloomberg, FAO, obliczenia NBP.

Wykres R.2.2 Składowe indeksy cen surowców rolnych FAO FPI



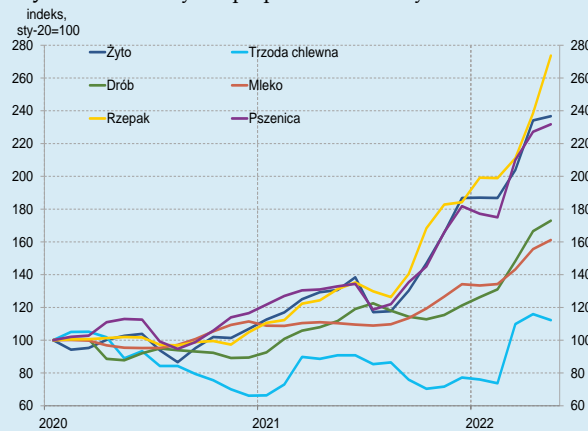
Źródło: dane FAO, obliczenia NBP.

Wykres R.2.3 Ceny gazu ziemnego i nawozów sztucznych



Źródło: dane Banku Światowego, obliczenia NBP.

Wykres R.2.4 Ceny skupu produktów rolnych w Polsce



Źródło: dane GUS oraz Ministerstwa Rolnictwa i Rozwoju Wsi, obliczenia NBP.

Rosyjska agresja zbrojna przeciw Ukrainie oddziałuje na ceny surowców rolnych również pośrednio – poprzez intensyfikację presji kosztowej na skutek utrzymującego się silnego wzrostu cen surowców energetycznych, zwłaszcza ropy naftowej i gazu ziemnego (Wykres R.2.3). Według danych Banku Światowego w maju br. ceny ropy naftowej Brent i gazu ziemnego w Europie zwiększyły się odpowiednio o ponad 65% r/r i 235% r/r, czyniąc transport, ogrzewanie pomieszczeń produkcyjnych oraz produkcję nawozów azotowych wyraźnie droższymi. Istotnie wzrosły również ceny nawozów potasowych, których Rosja i Białoruś są znaczącymi dostawcami,

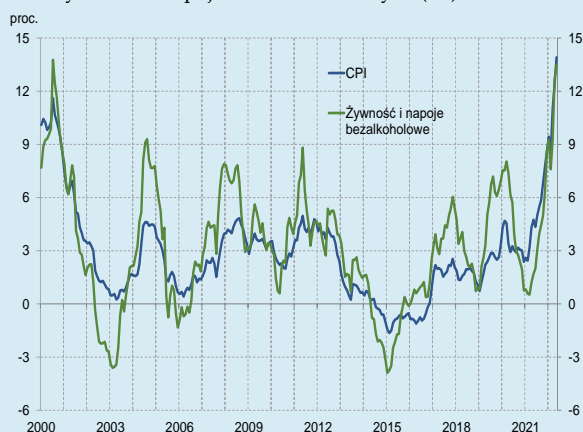
²⁷ Według prognoz Amerykańskiego Departamentu Rolnictwa globalny popyt na pszenicę w sezonie 2022/23 ponownie przewyższy jej podaż (o 12,6 mln ton). Produkcja w Ukrainie obniży się o 34,9% r/r, a eksport spadnie o 47,4% r/r w związku z blokadą portów.

²⁸ W grudniu 2021 r. pogłowie świń w 27 krajach UE spadło o ok. 3,0% r/r. W 2022 r. unijna produkcja wieprzowiny obniży się również o ok. 3,0% r/r.

odpowiadającymi za ok. 37% światowego eksportu²⁹. Mocno podrożały także zboża paszowe, m.in. pszenica paszowa (w marcu br. o ok. 51% r/r) oraz śruta sojowa (o ponad 10% r/r), przyczyniając się do dalszego spadku opłacalności produkcji zwierzęcej.

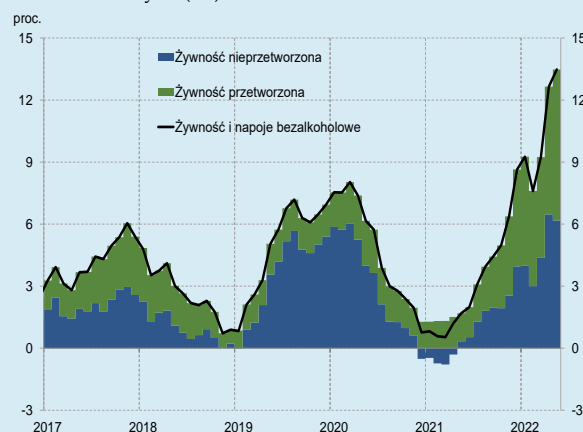
Ze względu na powiązania w handlu międzynarodowym kształtowanie się cen na rynku światowym wpływa na ceny krajowe, mimo że Polska jest samowystarczalna w produkcji rolnej. Według GUS Polska od wielu lat pozostaje eksporterem netto artykułów rolno-spożywczych, a dostępne dane za 2021 r. wskazują, że saldo obrotów tymi produktami zwiększyło się o 9,7% r/r – do historycznie najwyższego poziomu 12,7 mld euro. Tendencja wzrostowa utrzymała się również w I kw. br. Wskutek istotnego powiązania polskiego rynku z rynkami zagranicznymi zmiany światowych cen płodów rolnych i produktów pochodzenia zwierzęcego (Wykres R.2.2) w znacznym stopniu znajdują zatem odzwierciedlenie w kształtowaniu się hurtowych i detalicznych cen żywności w Polsce (Wykres R.2.4, Wykres R.2.5). W efekcie dynamicznie rosnące globalne ceny surowców rolnych oraz dalszy, istotny wzrost presji kosztowej przyczyniły się do przyspieszenia inflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce z 9,3% r/r w styczniu br. do 13,5% r/r w maju br.

Wykres R.2.5 Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz żywności i napojów bezalkoholowych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres R.2.6 Dekompozycja inflacji cen żywności i napojów bezalkoholowych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

W ciągu trzech miesięcy po wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie ceny żywności wzrosły o 7,9% (w tym najszybciej w kwietniu br., o 4,1% m/m). W kierunku wyższej inflacji cen żywności oddziaływał zarówno wzrost dynamiki cen żywności przetworzonej (do 13,6% r/r w maju br. wobec 8,5% r/r w lutym br.), jak i nieprzetworzonej (do 13,3% r/r wobec 6,5% r/r, Wykres R.2.6). Szczególnie silnie zwiększyła się dynamika cen pieczywa i produktów zbożowych (o 6,4 pkt proc. do 16,2% r/r), mleka, serów i jaj (o 5,9 pkt proc. do 14,7% r/r) oraz olejów i tłuszczów (o 8,7 pkt proc. do 32,0% r/r). W ostatnich miesiącach wyraźnie wzrosły również ceny mięsa (w maju były wyższe o 18,4% r/r, w tym drobiu o 41,1% r/r, wieprzowiny o 16,7% r/r i wędlin o 10,7% r/r).

Pomimo odnotowanego w ostatnim czasie wzrostu cen żywności ich poziom w Polsce jest wciąż wyraźnie niższy niż w większości krajów UE. Według wstępnych danych Eurostat, po uwzględnieniu różnic w sile nabywczej ludności, ceny żywności w Polsce w 2021 r. pozostawały o ok. 29% niższe niż średnia unijna. Jednocześnie były jednymi z najniższych w Europie – niższy poziom cen jest notowany jedynie w Rumunii i Macedonii Północnej (odpowiednio o 32% i 36% względem średniego poziomu cen w 27 krajach UE). Produkty żywnościowe w Polsce są w szczególności tańsze niż w innych państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Mimo że przytoczone statystyki dotyczą 2021 r., to uwzględniając globalny charakter szoków obecnie wpływających na ceny żywności w większości gospodarek, należy oczekiwać, że relacje cenowe pomiędzy krajami utrzymają się również w 2022 r.

²⁹ W ujęciu rocznym ceny mocznika i chlorku potasu były wyższe w maju br. odpowiednio o 113,3% i 177,8%.

2.2 Popyt i produkcja

W I kw. 2022 r. aktywność gospodarcza nadal silnie rosła. Wzrost PKB przyspieszył do 8,5% r/r (wobec 7,6% r/r w IV kw. ub.r.), przy czym duży dodatni wkład do dynamiki PKB miał silny wzrost zapasów (Tabela 2.2; Wykres 2.6). Natomiast dynamiki konsumpcji i inwestycji obniżyły się, a ujemny wkład eksportu netto pogłębił się.

Mimo osłabienia względem poprzedniego kwartału, na początku 2022 r. utrzymywał się silny wzrost popytu konsumpcyjnego (spożycie gospodarstw domowych zwiększyło się o 6,6% r/r w I kw. 2022 r. wobec 8,0% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 2.7)³⁰. Roczną dynamikę konsumpcji częściowo podwyższał efekt niskiej bazy związany z ograniczeniami w funkcjonowaniu handlu w ub.r. i dodatkowy popyt kreowany przez napływ uchodźców z Ukrainy. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała również bardzo dobra sytuacja na rynku pracy odzwierciedlona w dalszym spadku bezrobocia i silnym wzroście wynagrodzeń (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). W przeciwnym kierunku działało natomiast znaczne pogorszenie nastrojów konsumenckich w następstwie zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie pod koniec lutego (Wykres 2.8).

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe w I kw. 2022 r. spowolnił do 4,3% r/r (wobec 5,2% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 2.9). Przy czym wzrosły zarówno inwestycje publiczne, jak i prywatne, czemu sprzyjał wzrost popytu krajowego oraz relatywnie wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Jednak wciąż istotną przeszkodą dla inwestycji pozostawały problemy podażowe branży motoryzacyjnej, skutkujące obniżeniem inwestycji przedsiębiorstw w środki transportu. Czynnikiem ograniczającym aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w I kw. były też silne wzrosty kosztów, spowodowane m.in.

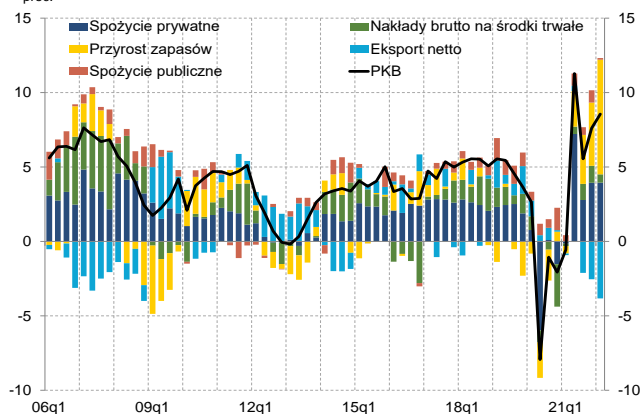
³⁰ W kwietniu 2022 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 19,0% r/r, a w maju o 8,2% r/r (wobec 9,0% r/r w I kw. 2022 r.), co może sygnalizować utrzymanie się wysokiej dynamiki konsumpcji w II kw. br.

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

	2020				2021				2022
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
PKB	2,6	-7,9	-1,1	-2,1	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5
Spożycie prywatne	0,8	-6,0	0,1	-1,5	-0,2	7,2	2,8	3,9	3,9
Spożycie publiczne	0,6	0,8	0,6	1,5	0,4	0,8	0,5	0,8	0,1
Nakłady brutto na środki	0,9	-0,8	-0,6	-2,8	-0,2	0,5	1,1	1,1	0,6
Przyrost zapasów	-0,8	-2,4	-2,1	0,6	-0,5	2,4	3,3	4,2	7,7
Eksport netto	1,1	0,4	0,8	0,1	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8

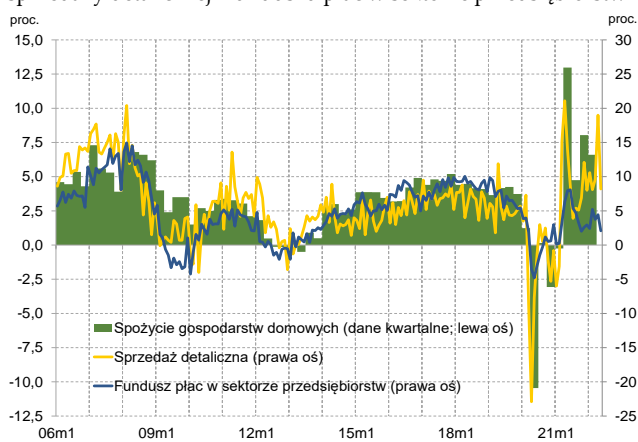
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

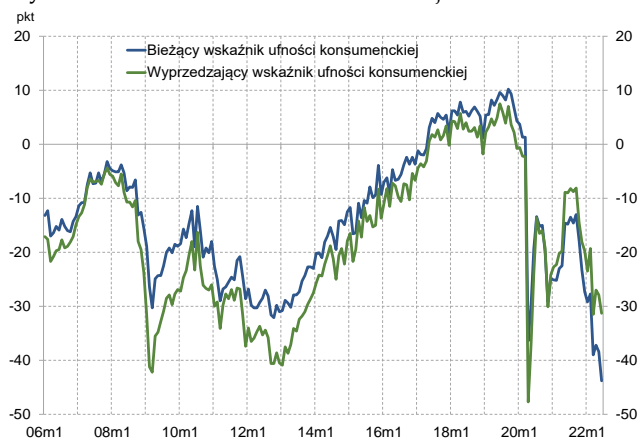
wysokimi cenami energii elektrycznej, paliw, gazu i surowców (Wykres 2.10; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

Pomimo tych uwarunkowań, korzystna sytuacja popytowa przełożyła się na zwiększanie wyników przedsiębiorstw ze sprzedaży. W konsekwencji przedsiębiorstwa utrzymywały bardzo dobre wskaźniki rentowności, a ich wynik finansowy netto rósł i w I kw. 2022 r. osiągnął historyczne maksimum.

Jednocześnie agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie wywołała silne pogorszenie nastrojów przedsiębiorców. Negatywnym skutkiem wojny dla działalności firm był przede wszystkim dalszy wzrost cen surowców i materiałów oraz problemy z ich dostępnością, a w mniejszym stopniu również zahamowanie wymiany handlowej z Rosją, Białorusią i Ukrainą oraz – w niektórych sektorach – odpływ ukraińskich pracowników³¹. W tych warunkach przedsiębiorcy mierzą się z istotną niepewnością, która w ostatnim czasie nieco się jednak obniżyła. Dane ankietowe NBP wskazują bowiem, że w II kw. ocena negatywnego wpływu wojny w Ukrainie na działalność przedsiębiorstw została złagodzona. Jednocześnie problemy wywołane wzrostem kosztów surowców i materiałów oraz inflacją stały się jeszcze bardziej dotkliwe.

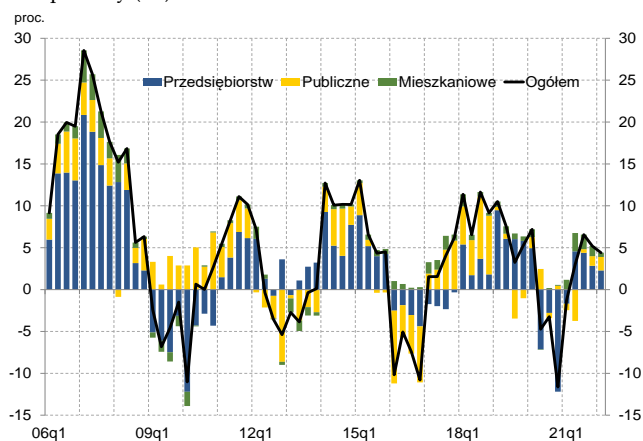
Ujemny wkład eksportu netto do dynamiki PKB pogłębił się do -3,8 pkt proc. w I kw. 2022 r. (wobec -2,5 pkt proc. w IV kw. 2021 r.) odzwierciedlając znacznie wyższą dynamikę importu niż eksportu. Silny wzrost wartości importu (Wykres 2.11) był skutkiem m.in. wysokich cen dóbr importowanych, w szczególności surowców i paliw, w warunkach utrzymywania się silnego popytu krajowego³². Dynamikę eksportu obniżyły z kolei zakłócenia w łańcuchach dostaw m.in. w sektorze motoryzacyjnym. Ponadto

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



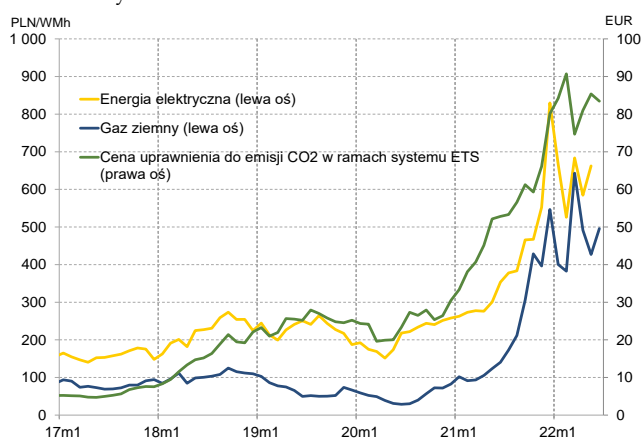
Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane TGE, Bloomberg.

Uwzględniono dane do 29 czerwca włącznie.

³¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2022 r.

³² W kwietniu roczna dynamika wartości importu przyspieszyła w porównaniu z marcem, szczególnie w kategorii paliw oraz żywności, natomiast dynamika wartości eksportu obniżyła się.

w następstwie inwazji Rosji w Ukrainie, w marcu nastąpił silny spadek eksportu do tych krajów oraz do Białorusi³³.

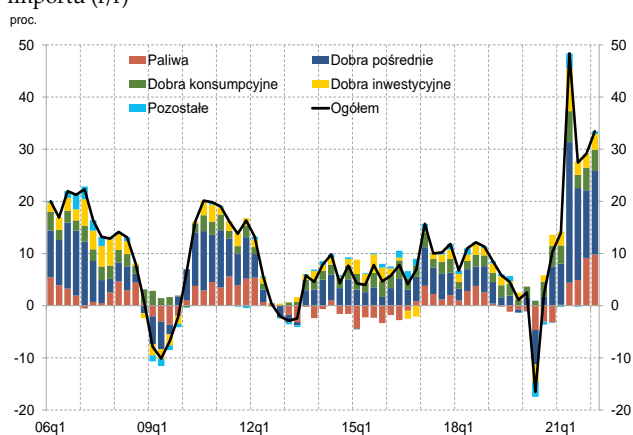
W I kw. 2022 r. wartość dodana brutto rosła we wszystkich głównych sektorach gospodarki (łącznie wartość dodana brutto wzrosła o 8,3% r/r wobec 7,5% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 2.12). Wzrosły dynamiki aktywności w przemyśle, budownictwie³⁴ oraz w sektorze usług rynkowych.

2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2021 r. wyniósł 1,9% PKB (49,0 mld zł), wobec 6,9% PKB (161,7 mld zł) w 2020 r. (Wykres 2.13). Wyraźna poprawa wyniku sektora była przede wszystkim rezultatem wygaszania wsparcia antykryzysowego dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw związanego z pandemią COVID-19 oraz ożywienia gospodarczego przyczyniającego się do wzrostu dochodów podatkowych. Ubiegłoroczny wynik sektora w relacji do PKB był jednym z najkorzystniejszych w UE – średni deficyt w krajach UE w 2021 r. wyniósł wówczas 4,7% PKB³⁵ (Wykres 2.14).

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów w okresie styczeń-maj 2022 r. w budżecie państwa odnotowano nadwyżkę w wysokości 12,1 mld zł, a dochody podatkowe były wyższe o 18,1% r/r. Nastąpiło to pomimo obowiązujących od początku roku zmian wprowadzonych w ramach Polskiego Ładu, które obniżają wpływy do budżetu z PIT³⁶, jak również pomimo obniżenia akcyzy oraz

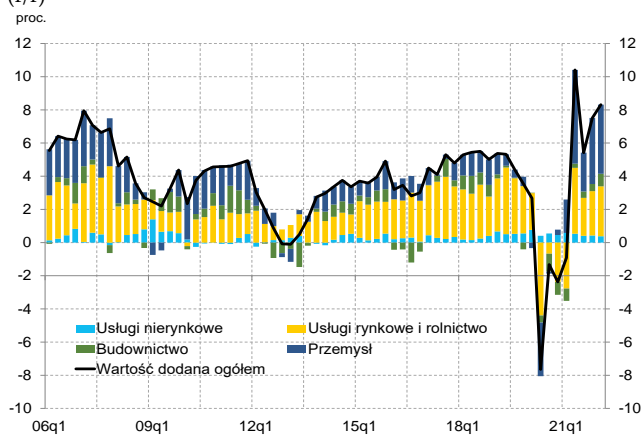
Wykres 2.11 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



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.

³³ W kwietniu 2022 r. roczna dynamika eksportu do Rosji i Białorusi jeszcze się obniżyła, natomiast wartość eksportu do Ukrainy miała już nieznacznie dodatnią dynamikę roczną.

³⁴ Dane za kwiecień i maj wskazują na niewielkie spowolnienie rocznej dynamiki produkcji przemysłowej w porównaniu z I kw. 2022 r. (w kwietniu dynamika ta wyniosła 12,4% r/r, a w maju 15,0% r/r wobec 16,0% r/r w I kw. 2022 r.). Wyraźnie obniżyła się z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej (w kwietniu wyniosła 9,0% r/r, a w maju 13,0% r/r wobec 23,3% r/r w I kw. 2022 r.).

³⁵ W 2021 r. w UE wskaźnik ten był średnio niższy o 2,1 pkt proc. niż w 2020 r., a w Polsce o 5,0 pkt proc.

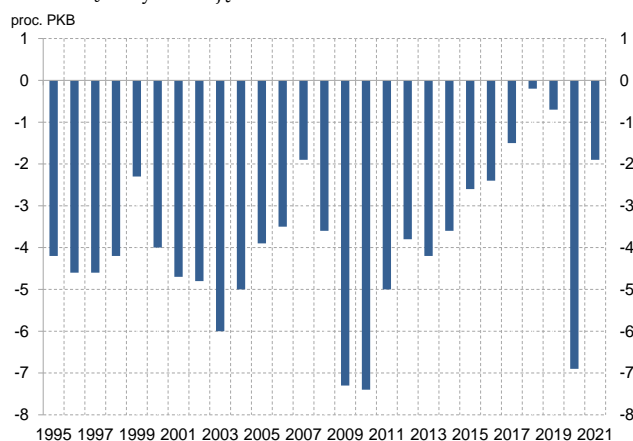
³⁶ W szczególności do obniżenia wpływów z PIT do budżetu przyczyniło się podwyższenie kwoty wolnej od podatku dla osób fizycznych rozliczających podatek według skali podatkowej z 8 000 zł do 30 000 zł oraz podwyższenie progu dochodów po przekroczeniu którego obowiązuje 32% stawka podatku PIT z 85 528 zł do 120 000 zł.

stawek VAT na wybrane dobra podstawowe³⁷ w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. Wzrost dochodów podatkowych budżetu państwa wspierała bowiem korzystna koniunktura gospodarcza w warunkach wysokiej inflacji.

Mimo dobrej sytuacji budżetu państwa w pierwszych miesiącach br., zgodnie z założeniami rządu przedstawionymi w aktualizacji *Programu Konwergencji* z kwietnia br., deficyt całego sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2022 r. ma zwiększyć się do 4,3% PKB. Pogorszenie wyniku odzwierciedla w szczególności koszt podjętych przez rząd działań antyinflacyjnych oraz działań pomocowych dla uchodźców z Ukrainy. Ponadto czynnikiem ograniczającym wpływy sektora są zmiany podatkowe wprowadzone w ramach Polskiego Ładu. Planowane przez rząd obniżenie niższej stawki podatku PIT (z 17% do 12%) od lipca br., wiąże się z dodatkowym, trwałym obniżeniem dochodów podatkowych sektora.

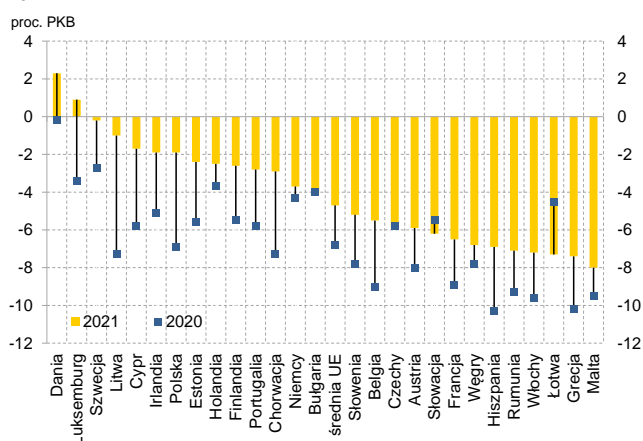
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB obniżył się w 2021 r. do 53,8% PKB (wobec 57,1% PKB na koniec 2020 r.) – przede wszystkim na skutek silnego wzrostu nominalnego PKB. Zgodnie z założeniami rządu, relacja długu do PKB w 2022 r. i w latach następnych pozostanie na ścieżce spadkowej.

Wykres 2.13 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



Źródło: dane Eurostat.

Wykres 2.14 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 w krajach UE w latach 2020 i 2021



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

³⁷ W styczniu br. obniżono stawki VAT na gaz ziemny oraz energię elektryczną, a następnie objęto obniżką kolejne towary, w szczególności podstawową żywność oraz paliwa.

2.4 Rynek pracy

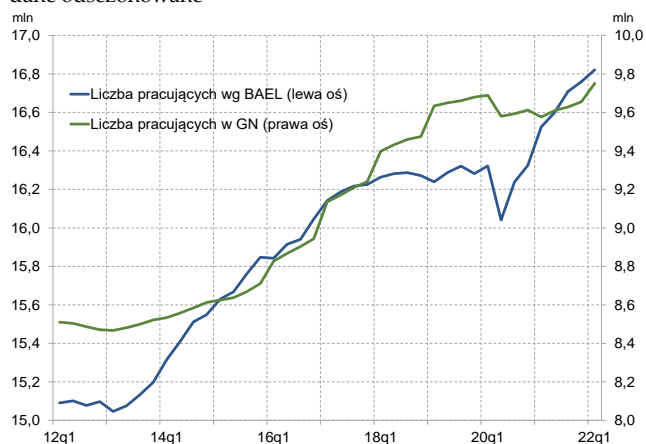
W warunkach silnego wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce na początku 2022 r. następował dalszy wzrost popytu na pracę. W I kw. br. liczba pracujących według BAEL ponownie wzrosła³⁸, co wynikało ze zwiększenia się liczby pracujących w usługach i przemyśle, przy dalszym spadku liczby osób pracujących w rolnictwie (Wykres 2.15). Miesięczne dane z sektora przedsiębiorstw (SP) wskazują na kontynuację wzrostu zatrudnienia w II kw. br. (Wykres 2.16), choć badania ankietowe NBP³⁹ sygnalizują w kolejnych miesiącach możliwość lekkiego osłabienia bardzo silnego dotychczas popytu na pracę⁴⁰.

W tych warunkach nastąpił dalszy spadek odsezonowanej stopy bezrobocia, która osiągnęła rekordowo niski poziom. Według BAEL obniżyła się ona do 2,9% w I kw. br. (z 3,0% w IV kw. 2021 r.), a stopa bezrobocia rejestrowanego w maju br. wyniosła 5,1% (Wykres 2.17).

W związku z korzystną sytuacją pracowników na rynku pracy silnie rosły wynagrodzenia. Przeciętne wynagrodzenie nominalne w gospodarce narodowej (GN) w I kw. br. wzrosło o 9,7% r/r (wobec 9,8% r/r w IV kw. 2021 r.; Wykres 2.18). Szczególnie wysoka dynamika wynagrodzeń została odnotowana w SP⁴¹ (11,7% r/r w I kw. br. oraz 14,1% r/r w kwietniu i 13,5% r/r w maju br.). Wyniki badań ankietowych NBP wskazują na utrzymywanie się silnej presji płacowej także w kolejnych miesiącach.

Presję płacową może częściowo łagodzić rosnąca podaż pracy. Wpływa na nią wzrastająca aktywność zawodowa, zwłaszcza kobiet i osób

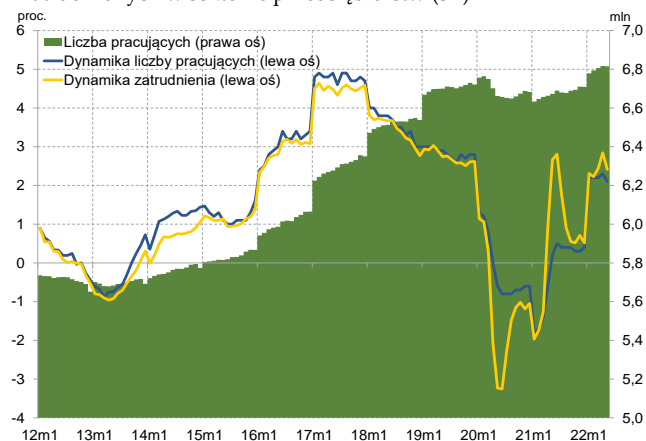
Wykres 2.15 Liczba pracujących wg BAEL i wg danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej (GN), dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS.

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.

³⁸ Liczba pracujących według BAEL wzrosła w ujęciu rocznym w I kw. 2022 r. o 281 tys., tj. o 1,7%. Przyrost liczby pracujących i wzrost zatrudnienia były również widoczne w danych sprawozdawczych z gospodarki narodowej, a także badaniach ankietowych GUS dotyczących popytu na pracę, które wskazują na wzrost liczby obsadzonych, jak i nieobsadzonych miejsc pracy.

³⁹ *Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2022 r.

⁴⁰ Na podobny kierunek zmian może również wskazywać ujemna dynamika odsezonowanej liczby ofert pracy zgłoszonych w ciągu miesiąca w urzędach pracy, która w kwietniu br. wyniosła -11,6% m/m, a w maju -3,4% m/m.

⁴¹ Na wysoką dynamikę płac w części sekcji mogły mieć wpływ czynniki pozarynkowe, w szczególności w przypadku transportu (wzrost o 23,5% r/r w maju br.) kluczowy wpływ miały dostosowania do regulacji unijnych.

w wieku przedemerytalnym (według BAEL w I kw. br. liczba aktywnych zawodowo była wyższa niż rok wcześniej o 130 tys. osób, tj. o 0,8%). Ponadto wzrosła liczba migrantów na krajowym rynku pracy, w szczególności w związku z napływem uchodźców z Ukrainy. Przy czym od początku kwietnia br. zaobserwowano stabilizację liczby uchodźców w Polsce, a od połowy maja nastąpił ich niewielki odpływ. Według danych szacunkowych⁴², w Polsce na początku maja br. przebywało około 1,4 – 1,6 mln ukraińskich uchodźców⁴³, spośród których do 24 czerwca br. pracę podjęło 255,1 tys. osób⁴⁴ (Wykres 2.19). Jednocześnie notuje się odpływ części ukraińskich pracowników – głównie mężczyzn – mogący prowadzić w krótkim okresie do braków kadrowych w niektórych branżach (przede wszystkim budowlanej i transportowej).

Pomimo wyraźnego wzrostu wynagrodzeń, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się w I kw. br. do 2,9% r/r (z 5,0% r/r w IV kw. 2021 r.), ze względu na rosnącą wydajność pracy. Jednocześnie roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w ostatnich miesiącach pozostawała ujemna.

2.5 Rynki finansowe i ceny aktywów

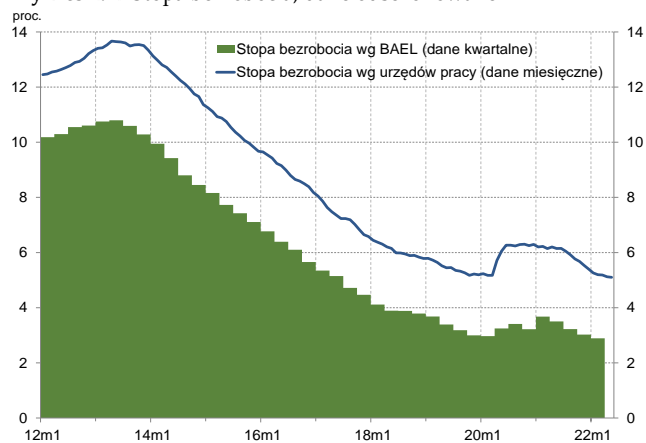
Podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie w I połowie 2022 r. rentowności obligacji skarbowych w Polsce silnie wzrosły (Wykres 2.20). W kierunku wzrostu rentowności obligacji oddziaływało zacieśnienie polityki pieniężnej oraz oczekiwania dotyczące dalszych podwyżek stóp procentowych (Wykres 2.21), a także pogorszenie nastrojów i spadek cen obligacji na światowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*, rozdz.

⁴² Szacunki Ośrodka Badań nad Migracjami Uniwersytetu Warszawskiego z 2 maja br. oraz MRiPS z 5 maja br.

⁴³ Zgodnie z danymi Kancelarii Prezesa Rady Ministrów, do 28 czerwca br. 1,203 mln uchodźców z Ukrainy złożyło wniosek o nadanie numeru PESEL. Wśród zarejestrowanych wnioskodawców 44,7% stanowiły dzieci, zaś osoby powyżej 65. roku życia 3,7%. Odsetek kobiet w grupie osób w wieku 18-65 lat wyniósł 89,3%.

⁴⁴ Liczba osób przyjętych do pracy na podstawie ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa, dane MRiPS.

Wykres 2.17 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane

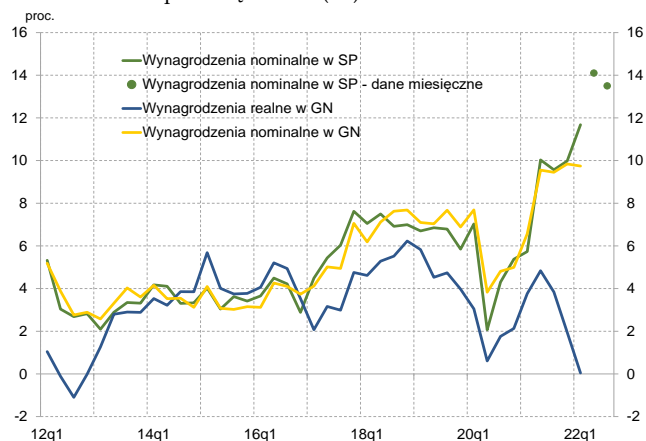


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

Ze względu na zmianę metodyki badania BAEL wprowadzoną w I kw. 2021 r., dane od I kw. 2012 r. do IV kw. 2020 r. zostały przeliczone w celu ujednolicenia definicji klasyfikujących respondentów do poszczególnych kategorii na rynku pracy. Pomimo tego, ze względu na znaczny stopień zmian w badaniu, dane począwszy od I kw. 2021 r. nie są w pełni porównywalne z okresami wcześniejszymi.

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



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD. Wykres przedstawia dane kwartalne (linie) oraz dane miesięczne za kwiecień i maj 2022 r. (kropki).

1.4 Polityka pieniężna za granicą, rozdz. 1.5 Światowe rynki finansowe i rozdz. 2.1 Ceny dóbr i usług). Niekorzystne nastroje na rynkach międzynarodowych przyczyniły się także do wyraźnego obniżenia się cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

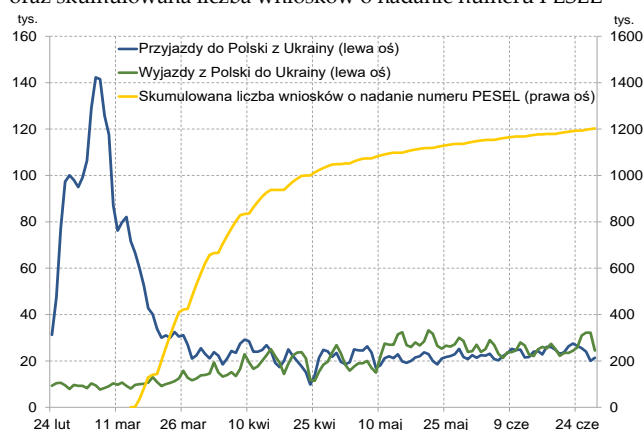
Po istotnym osłabieniu na początku marca 2022 r., związanym z rosyjską agresją zbrojną, w następnych miesiącach kurs złotego nieco się umocnił (Wykres 2.22), czemu sprzyjały podwyżki stóp procentowych NBP. Natomiast w przeciwnym kierunku w ostatnim czasie oddziaływała globalna aprecjacja dolara amerykańskiego związana m.in. z zacieśnieniem polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Z kolei na rynku mieszkaniowym rosnące koszty budowy wpłynęły na dalszy wzrost cen w I kw. br.⁴⁵ (Wykres 2.23). Według danych NBP⁴⁶ dynamika średnich cen transakcyjnych mieszkań wzrosła do 14,3% r/r (wobec 13,6% r/r w IV kw. 2021 r.)⁴⁷.

2.6 Pieniądz i kredyt⁴⁸

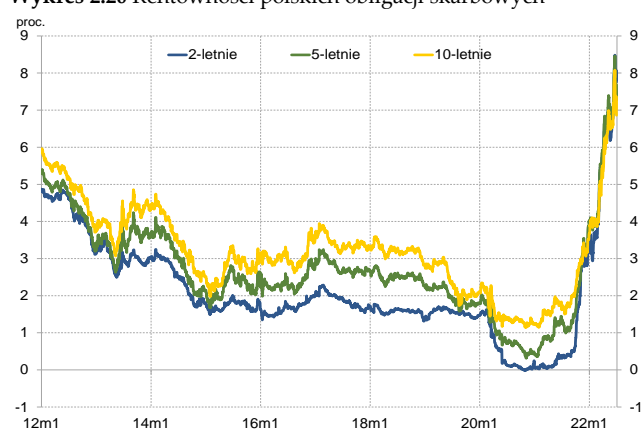
Tempo wzrostu agregatu M3 w I kw. 2022 r. obniżyło się (do 7,5% wobec 8,9% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.24). Jednocześnie w wyniku wzrostu niepewności w następstwie rosyjskiej agresji wobec Ukrainy w lutym i marcu gospodarstwa domowe dokonały wypłaty części środków zgromadzonych w bankach, co przełożyło się na zmianę struktury agregatu M3. Przyrost stanu gotówki w obiegu (tempo jej wzrostu przyspieszyło do 13,2% w I kw. br. z 11,8% w IV kw. ub.r.) znalazł odzwierciedlenie w spadku rocznej dynamiki depozytów

Wykres 2.19 Dzielne przekroczenia granicy polsko-ukraińskiej oraz skumulowana liczba wniosków o nadanie numeru PESEL



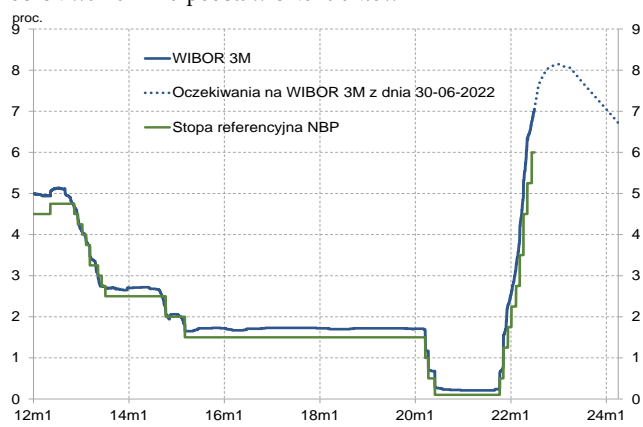
Źródło: dane Straży Granicznej, KPRM.

Wykres 2.20 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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



Źródło: dane NBP i Bloomberg.

⁴⁵ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2022 r.*, NBP, czerwiec 2022 r.

⁴⁶ Omawiane dane dotyczące cen obejmują transakcje zawarte w okresie grudzień 2021 r. – luty 2022 r., a więc I kw. 2022 r. opisywany w rozdziale nie pokrywa się w pełni z kwartałem roku kalendarzowego.

⁴⁷ Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen wyniosła w I kw. 2022 r. 3,4% kw/kw (wobec 4,4% kw/kw w IV kw. 2021 r.).

⁴⁸ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

gospodarstw domowych (do 4,0% w I kw. br. z 6,9% w IV kw. ub.r.). Spowolnił również wzrost depozytów przedsiębiorstw (wyniósł 6,8% w I kw. br. wobec 9,1% w IV kw. ub.r.)⁴⁹.

W I kw. 2022 r. wszystkie główne czynniki kreacji pieniądza odnotowały dodatnią dynamikę. Największy udział we wzroście agregatu M3 miały kredyty i należności, których przyrost był najwyższy od kilku kwartałów (Wykres 2.25)⁵⁰.

Wobec pogorszenia nastrojów konsumenckich (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*), wzrostu oprocentowania kredytów i zaostrzenia polityki kredytowej⁵¹, dynamika kredytów dla gospodarstw domowych obniża się i w I kw. br. wyniosła 4,2% (wobec 4,9% w IV kw. ub.r.⁵²; Wykres 2.26). Spowolnienie akcji kredytowej dotyczy zarówno kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych. W szczególności wyraźnie spadł popyt na kredyty mieszkaniowe (mierzony zarówno liczbą złożonych wniosków kredytowych, jak i kwotą przyznanych kredytów)⁵³. W konsekwencji dynamika tych kredytów obniżyła się do 6,0% w I kw. br. (wobec 6,8% w IV kw. ub.r.). Jednocześnie dynamika kredytów konsumpcyjnych zmniejszyła się do 3,1% w I kw. br. (wobec 3,3% w IV kw. ub.r.).

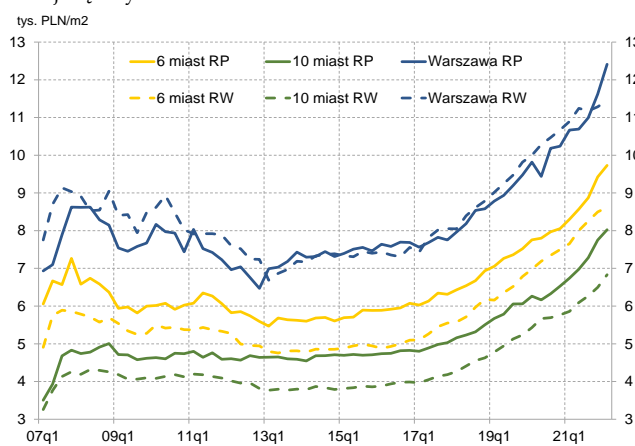
Z kolei dynamika kredytów dla przedsiębiorstw w I kw. br. wyraźnie wzrosła (wyniosła 6,7% wobec 2,2% w IV kw. ub.r.; Wykres 2.27). Złożyło się na to przede wszystkim istotne przyspieszenie wzrostu kredytów o charakterze bieżącym (do 17,0% w I kw. br. z 9,0% w IV kw. ub.r.), na co

Wykres 2.22 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.23 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

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

⁴⁹ Z kolei w kwietniu i maju 2022 r. dynamika agregatu M3 wyniosła odpowiednio 7,6% i 7,1%. Natomiast dynamika gotówki w obiegu wyniosła odpowiednio 15,2% i 12,8%, depozytów gospodarstw domowych 1,8% i 1,7%, a depozytów przedsiębiorstw 7,8% i 7,8%.

⁵⁰ Dane za kwiecień i maj 2022 r. sygnalizują, że kredyty i należności mogą mieć największy wkład do dynamiki agregatu M3 także w II kw. 2022 r.

⁵¹ W I i II kw. banki istotnie zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych, do czego przyczyniło się głównie pogorszenie prognoz sytuacji gospodarczej. Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2022 r.*, NBP, kwiecień 2022 r.

⁵² W kwietniu i maju 2022 r. nastąpił dalszy spadek dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych (odpowiednio do 2,9% i 1,9%, w tym kredytów mieszkaniowych do 4,5% i 3,5%, a kredytów konsumpcyjnych do 2,2% i 1,5%).

⁵³ Według danych Biura Informacji Kredytowej w I kw. 2022 r. wartość zapytań o kredyty mieszkaniowe spadła średnio o 15,3% r/r, natomiast w kwietniu i maju br. wskaźnik ten wyniósł odpowiednio -38,8% i -51,6%, a do jego spadku mogło się dodatkowo przyczynić obowiązujące od kwietnia zaostrzenie wymogów KNF odnośnie do oceny ryzyka kredytowego.

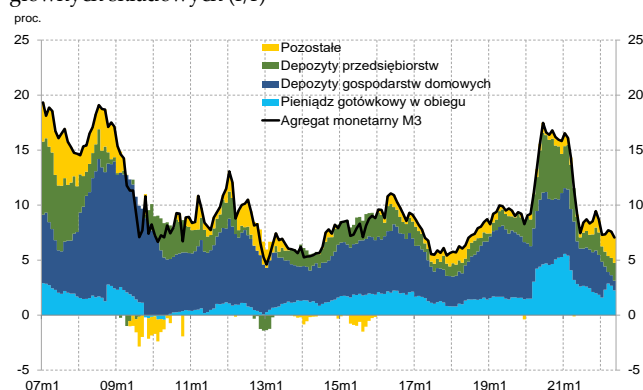
wpłynęło zwiększone zapotrzebowanie dużych przedsiębiorstw na finansowanie m.in. zapasów i kapitału obrotowego, spowodowane globalnym wzrostem cen surowców i części towarów oraz przedłużającymi się zaburzeniami w łańcuchach dostaw⁵⁴. Wyraźnie wzrosła również dynamika kredytów o charakterze inwestycyjnym, choć średnio w I kw. br. pozostała nieznacznie ujemna (wyniosła -0,1% w I kw. br. wobec -2,3% w IV kw. ub.r.)⁵⁵.

2.7 Bilans płatniczy⁵⁶

W I kw. 2022 r. saldo rachunku obrotów bieżących obniżyło się do -2,8% PKB (z -0,7% PKB w IV kw. ub.r.). Wynikało to przede wszystkim z pogłębienia się deficytu wymiany towarowej (saldo rachunku obrotów towarowych wyniosło -1,6% PKB w I kw. br. wobec -0,1% PKB w IV kw. ub.r.; Wykres 2.28). Do spadku salda obrotów towarowych przyczynił się wzrost wartości importu, w szczególności paliw i towarów zaopatrzeniowych, głównie pod wpływem wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz przejściowego osłabienia kursu złotego związanego ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka w następstwie rozpoczęcia rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe* i rozdz. 2.5 *Rynki finansowe i ceny aktywów*). Negatywnie na saldo obrotów towarowych wpłynął też spadek eksportu do Rosji i Białorusi w warunkach nałożenia sankcji na te państwa (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

Z kolei pozostałe składowe salda rachunku obrotów bieżących były relatywnie stabilne. W szczególności utrzymywała się nadwyżka w handlu usługami (w I kw. br. wyniosła

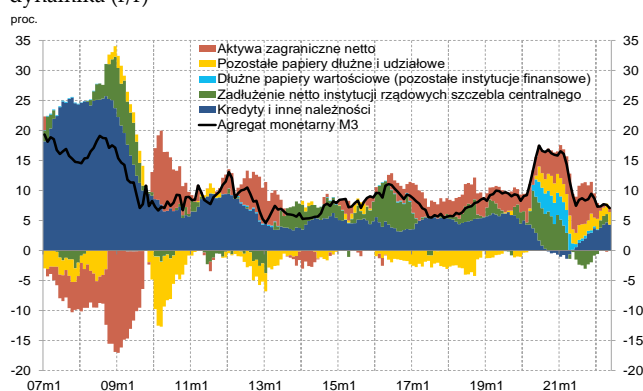
Wykres 2.24 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

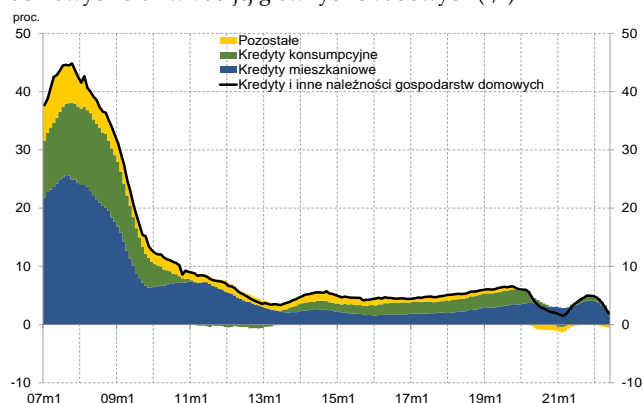
Wykres 2.25 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r)



Źródło: dane NBP.

Do *Pozostałych instytucji finansowych* zalicza się m.in. Polski Fundusz Rozwoju, fundusze emerytalno-rentowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

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



Źródło: dane NBP.

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

⁵⁴ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kwartał 2022 r.*, NBP, kwiecień 2022 r. oraz *Szybki Monitoring NBP, Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, NBP, kwiecień 2022 r.

⁵⁵ W kwietniu i maju 2022 r. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw przyspieszyła do odpowiednio 12,1% i 12,0%. W szczególności dynamika kredytów o charakterze bieżącym przyspieszyła do 25,7% w kwietniu i 27,8% w maju, a kredytów o charakterze inwestycyjnym do odpowiednio 3,2% i 2,4%.

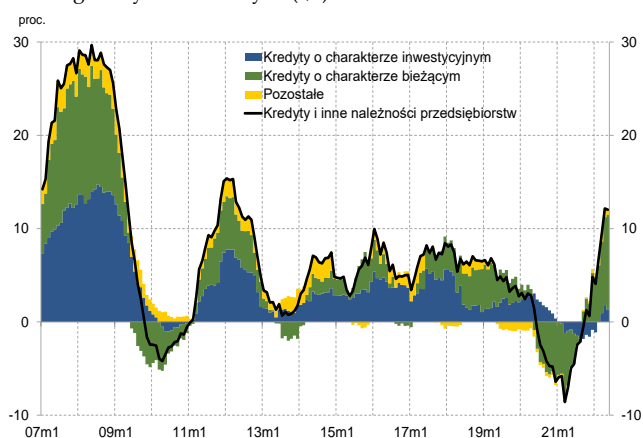
⁵⁶ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

4,6% PKB). Jednocześnie saldo dochodów pierwotnych pozostało ujemne (w I kw. br. wyniosło -5,0% PKB), na co w największym stopniu wpłynęły dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w polskich podmiotach⁵⁷.

Natomiast saldo rachunku finansowego w I kw. 2022 r. obniżyło się do -2,6% PKB w porównaniu do 0,2% PKB kwartał wcześniej (Wykres 2.29).

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej wskazują na wysoki poziom zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.3). W I kw. 2022 r. ponownie poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski (liczona w relacji do PKB). Jednocześnie poziom zadłużenia zagranicznego w relacji do PKB obniżył się do najniższego poziomu od 2008 r.

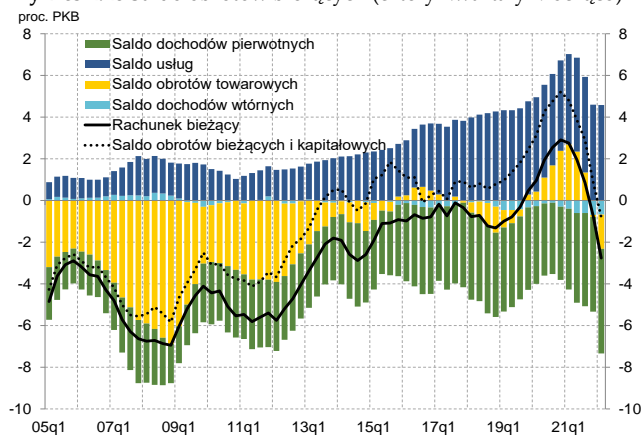
Wykres 2.27 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

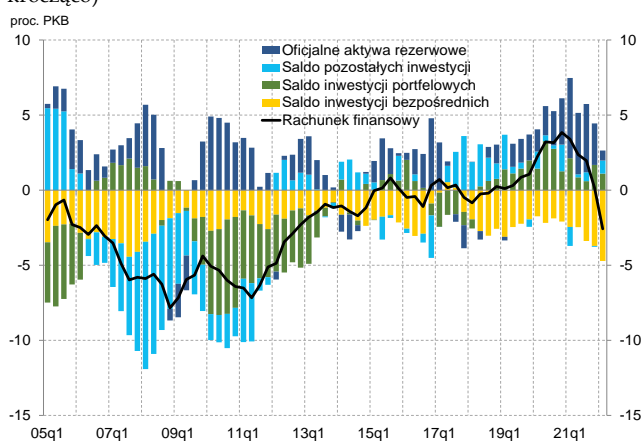
Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

Wykres 2.28 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.29 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

⁵⁷ Natomiast na rachunku kapitałowym utrzymywała się nadwyżka, wynikająca z napływu środków z UE (w I kw. 2022 r. wyniosła ona 1,2% PKB).

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

	2020				2021				2022
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB	1,0	1,9	2,5	2,9	2,8	1,9	0,9	-0,7	-2,8
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	3,1	4,3	4,8	5,2	4,8	3,9	2,9	0,9	-0,8
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	5,0	5,5	6,1	6,7	7,0	6,9	5,9	4,5	2,9
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,1	5,5	5,8	6,1	6,4	5,6	5,8	5,5	5,0
Zadłużenie zagr./PKB	59	58	59	60	61	57	58	57	56
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-47	-46	-45	-44	-43	-42	-41	-40	-39
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	138	136	125	120	109	100	105	113	122
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	117	121	119	125	125	122	131	139	144

Źródło: dane NBP.

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

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

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 marca 2022 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że po silnym wzroście gospodarki światowej w 2021 r., na początku bieżącego roku – w warunkach nasilenia się pandemii – nastąpiło pewne spowolnienie dynamiki aktywności w niektórych krajach. Zwracano jednak uwagę, że wraz z poprawą sytuacji pandemicznej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro wzrosły wskaźniki koniunktury w tych gospodarkach, sygnalizując poprawę sytuacji zarówno w sektorze przemysłowym, jak i usługowym.

Na posiedzeniu podkreślano, że po rozpoczęciu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie wyraźnie wzrosła niepewność dotycząca dalszego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie, w tym w Europie. Oceniano, że agresja Rosji oraz związane z nią sankcje gospodarcze będą oddziaływały w kierunku wolniejszego wzrostu aktywności w wielu gospodarkach, przy czym skala tego wpływu będzie zależała od czasu trwania i przebiegu agresji, zestawu wprowadzonych sankcji oraz dostosowania się podmiotów gospodarczych do tych uwarunkowań.

Wskazywano, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczyniła się do istotnego pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach finansowych, co oddziaływało w kierunku spadku cen wielu

aktywów oraz deprecjacji walut wielu gospodarek, w tym krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Towarzyszył temu ponowny, silny wzrost cen surowców na rynkach światowych, związany z oczekiwanym ograniczeniem podaży surowców z Rosji i Ukrainy. W szczególności wskazywano, że ceny gazu w Europie na początku marca były ponad dwukrotnie wyższe niż w styczniu, a ceny ropy naftowej Brent osiągnęły przejściowo najwyższy poziom od 2008 r. Silnie wzrosły także ceny węgla. Jednocześnie wyraźnie rosły także ceny surowców rolnych, w tym pszenicy i kukurydzy. Zaznaczano, że w kierunku wyższych cen surowców rolnych oddziaływać będzie nie tylko ich ograniczona podaż z Rosji i Ukrainy, ale także rosnące ceny nawozów azotowych, do których produkcji wykorzystywany jest gaz ziemny. Wskazywano także, iż ceny transportu międzynarodowego są nadal podwyższone, a zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży przedłużają się i mogą się nasilić w związku z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie.

W ocenie Rady wobec agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie zwiększyło się ryzyko dalszego wzrostu inflacji na świecie, w tym w otoczeniu polskiej gospodarki. Zaznaczano przy tym, że jeszcze przed rozpoczęciem rosyjskiej agresji inflacja w wielu krajach osiągała najwyższe poziomy od dekad. W strefie euro inflacja HICP w lutym wzrosła do 5,8%, a w Stanach

Zjednoczonych w styczniu inflacja CPI wzrosła do 7,5%. Wskazywano, że podwyższona dynamika cen w tych gospodarkach jest efektem głównie czynników o charakterze podażowym – w tym w szczególności droższych surowców – jednak w kierunku wzrostu cen oddziałuje także odbudowa popytu i niski poziom bezrobocia, przez co istotnie wzrosła tam także inflacja bazowa.

Członkowie Rady wskazywali, że w warunkach wyraźnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych na świecie wycofuje akomodację monetarną. Zwracano uwagę, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej kontynuują podwyższanie stóp procentowych, a EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, choć zmniejsza skalę skupu aktywów. Podkreślano również, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje zakończenie skupu aktywów w marcu i rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce członkowie Rady zwracali uwagę, że według dostępnych danych utrzymuje się bardzo dobra koniunktura gospodarcza. Wskazywano, że wzrost PKB w IV kw. 2021 r. wyniósł według wstępnego szacunku GUS 7,3%, przy wyraźnym wzroście konsumpcji i inwestycji. Podkreślano, że korzystna koniunktura utrzymała się także na początku 2022 r., o czym świadczy szybki wzrost sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej. Jednocześnie zwracano uwagę na korzystną sytuację na rynku pracy, znajdującą odzwierciedlenie w dalszym wzroście zatrudnienia oraz wysokim – choć w styczniu br. nieco wolniejszym niż w grudniu ub.r. – wzroście przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

Wskazywano, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie i związane z nią sankcje gospodarcze będą miały negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce, choć skala tego wpływu jest obarczona znaczną niepewnością. Zaznaczano, że w kierunku osłabienia wzrostu

PKB wpływać będzie spadek eksportu do Rosji, Białorusi i Ukrainy. Wskazywano przy tym, że wpływ ten powinien być ograniczony, ze względu na niewielki udział eksportu do tych gospodarek w polskiej sprzedaży zagranicznej. Zwracano jednak uwagę, że osłabnąć może także dynamika eksportu do innych gospodarek, w związku z nasileniem zaburzeń w sieciach dostaw oraz zmniejszoną dynamiką popytu zagranicznego związaną z prawdopodobnym pogorszeniem koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski. Ponadto do wolniejszego wzrostu aktywności może przyczynić się ograniczenie – wobec wzrostu niepewności dotyczącej perspektyw koniunktury – inwestycji sektora prywatnego oraz wolniejszy wzrost konsumpcji, w warunkach utrzymywania się podwyższonej inflacji.

Jednocześnie wskazywano, że w następstwie agresji Rosji przeciw Ukrainie wystąpią także czynniki wspierające wzrost aktywności gospodarczej w Polsce. W tym kontekście zwracano uwagę na znaczny napływ uchodźców do Polski, który będzie generował dodatkowy popyt na towary i usługi konsumpcyjne, a także będzie wymagał poniesienia nakładów inwestycyjnych związanych z akomodacją migrantów, w tym inwestycji w rozbudowę systemu opieki zdrowotnej, szkolnictwa czy zwiększenia dostępności mieszkań. Wskazywano także, że zwiększone zostaną nakłady na obronność. Członkowie Rady zaznaczali ponadto, że napływ uchodźców przyczyni się do zwiększenia podaży na krajowym rynku pracy.

Większość członków Rady zaznaczała, że – mimo negatywnego wpływu agresji Rosji przeciw Ukrainie – marcowa projekcja NBP wskazuje na prawdopodobne utrzymanie się relatywnie korzystnej koniunktury w kolejnych kwartałach, pomimo pewnego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że skala osłabienia aktywności

gospodarczej może być większa niż wskazuje ścieżka centralna marcowej projekcji.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w styczniu 2022 r. do 9,2%. Członkowie Rady podkreślali, że w kierunku istotnie podwyższonej inflacji oddziałuje przede wszystkim znaczący wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie zwracano uwagę, że dodatkowo na ceny wpływa także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany wzrostem dochodów gospodarstw domowych. Wskazywano przy tym, że istotnie podwyższona dynamika cen dotyczy coraz szerszej grupy dóbr i usług, czemu towarzyszy wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie zaznaczano, że ograniczająco na inflację oddziałuje obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

W odniesieniu do perspektyw inflacji w Polsce członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z marcową projekcją NBP inflacja w bieżącym roku i kolejnych latach będzie wyższa od wcześniejszych prognoz. Zaznaczano, że w 2022 r. inflacja będzie kształtowała się na istotnie podwyższonym poziomie, do czego – oprócz czynników dotychczas podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie. W szczególności zwracano uwagę, że rosyjska agresja wpłynęła na silny wzrost cen surowców, osłabienie kursu złotego, a także nasilenie się zaburzeń w sieci dostaw. Jednocześnie zgodnie z marcową projekcją NBP w kolejnych latach inflacja – choć będzie wyższa niż wcześniej oczekiwano – będzie się stopniowo obniżać. Przyczyni się do tego wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Zaznaczano, że obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, gdyż w ocenie Rady rynkowa presja na

osłabienie złotego – obserwowana w pierwszych dniach po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie – nie ma uzasadnienia w fundamentach gospodarczych Polski.

Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że perspektywy inflacji są w obecnych uwarunkowaniach obarczone wysoką niepewnością. Przebieg procesów cenowych będzie bowiem zależał w szczególności od kształtowania się – podlegających obecnie silnym wahaniom – cen surowców na rynkach światowych, wpływu agresji Rosji przeciw Ukrainie na koniunkturę na świecie i w Polsce, a także od czynników regulacyjnych oddziałujących na ceny.

Członkowie Rady ocenili, że wobec wystąpienia dodatkowych szoków oddziałujących w kierunku wzrostu dynamiki cen – oraz biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymywanie się relatywnie korzystnej koniunktury w kraju – utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym członkowie Rady uznali, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt proc., tj. do poziomu 3,50% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 4,00%; stopa depozytowa 3,00%; stopa redyskontowa weksli 3,55%; stopa dyskontowa weksli 3,60%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 kwietnia 2022 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że na początku 2022 r. trwało ożywienie w gospodarce światowej, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, choć dynamika aktywności w części gospodarek się obniżyła. Negatywnie na globalną koniunkturę oddziaływały utrzymujące się zaburzenia w handlu międzynarodowym oraz wysokie ceny surowców. Członkowie Rady podkreślali, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczyniła się do istotnego wzrostu niepewności dotyczącej przyszłego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie. Wskazywano, że towarzyszy temu wyraźne pogorszenie nastrojów w części gospodarek, a także podwyższona zmienność na międzynarodowych rynkach finansowych i surowcowych. Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost cen wielu surowców, a także nasiliły się zaburzenia w handlu międzynarodowym. Podkreślano, że prognozy uwzględniające wpływ rosyjskiej agresji na światową aktywność gospodarczą wskazują, że w kolejnych kwartałach koniunktura będzie słabsza niż wcześniej oczekiwano.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że na początku bieżącego roku dynamika cen w wielu gospodarkach była najwyższa od dekad. Głównym źródłem wzrostu inflacji na świecie pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także rosnące koszty pracy, w związku z czym rośnie również inflacja bazowa. Jednocześnie podkreślano, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczynia się do dalszego wzrostu globalnej inflacji, głównie poprzez związany z nią wzrost cen surowców na rynkach światowych i nasilenie zaburzeń w handlu międzynarodowym. W szczególności członkowie Rady zwracali uwagę, że ceny ropy

naftowej i gazu są istotnie wyższe niż przed rozpoczęciem rosyjskiej agresji. Silnie podrożały także surowce rolne – w tym w szczególności pszenica – a globalny indeks cen surowców rolnych osiągnął najwyższy poziom w historii. Wskazywano, że wpływ rosyjskiej agresji na Ukrainę na ceny uwidocznili się już częściowo w marcowych odczytach inflacji, która w wielu gospodarkach silnie wzrosła. W szczególności zwracano uwagę, że inflacja HICP w strefie euro – według wstępnych danych – wzrosła w marcu do 7,5%. Zaznaczano także, że w części gospodarek tej strefy – w tym na Litwie, Łotwie i w Estonii i Holandii – dynamika cen w marcu była dwucyfrowa. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że dodatni wpływ agresji Rosji na globalną inflację utrzyma się w kolejnych kwartałach, co przełoży się na wyższą od wcześniejszych oczekiwań dynamikę cen w otoczeniu polskiej gospodarki.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w warunkach silnego wzrostu inflacji na świecie wiele banków centralnych wycofuje akomodację monetarną. W szczególności podkreślano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w marcu zakończyła skup netto aktywów i po raz pierwszy od ponad trzech lat podwyższyła stopy procentowe. Wskazywano również, że EBC utrzymuje ujemne stopy procentowe, jednak w marcu obniżył planowaną skalę skupu aktywów w najbliższych miesiącach oraz zasygnalizował możliwość jego zakończenia w III kw. 2022 r. Zaznaczano, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej kontynuują podwyższanie stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że według dostępnych danych – po silnym wzroście PKB w IV kw. ub.r. – w I kw. br. utrzymała się wysoka dynamika aktywności gospodarczej. W szczególności wskazywano, że w lutym br. utrzymał się bardzo silny wzrost produkcji przemysłowej. Jednocześnie zwracano uwagę, że

dynamika sprzedaży detalicznej pozostała wysoka, na co wpłynęły m.in. zwiększone zakupy produktów pierwszej potrzeby oraz paliw w związku z rosyjską agresją przeciw Ukrainie. Jednocześnie dane o wysokiej częstotliwości wskazują na utrzymanie się zwiększonych wydatków na te produkty także w marcu, kiedy ich konsumpcja była dodatkowo zwiększana przez zakupy na rzecz napływających z Ukrainy uchodźców.

Członkowie Rady oceniali, że napływ uchodźców z Ukrainy będzie miał także wpływ na sytuację na krajowym rynku pracy. Wskazywano, że obecnie sytuacja ta jest korzystna dla pracowników: nadal rośnie zatrudnienie, czemu towarzyszy wyraźny wzrost wynagrodzeń, a blisko połowa przedsiębiorstw raportuje wakaty. Oceniano, że – choć w krótkim okresie odpływ Ukraińców z polskiego rynku pracy wracających do ojczyzny, by włączyć się w walkę, może generować przejściowe napięcia w niektórych branżach (szczególnie w budownictwie i transporcie) – to w dłuższym okresie migracja powinna mieć pozytywny wpływ na podaż pracy w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie będzie osłabiała wzrost aktywności gospodarczej w Polsce, choć skala tego wpływu jest obciążona znaczną niepewnością. Wskazywano, że czynnikiem niepewności jest między innymi trwałość oraz wpływ na realne procesy makroekonomiczne obserwowanego po rozpoczęciu rosyjskiej agresji pogorszenia nastrojów konsumentów i przedsiębiorców. Oceniano, że negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego oddziaływać będzie wzrost cen surowców i części produktów, zwiększające koszty przedsiębiorstw i ograniczające realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Wskazywano, że do osłabienia aktywności gospodarczej przyczyniać się może także ograniczenie eksportu do Rosji i Ukrainy.

Jednocześnie udział eksportu do tych gospodarek w polskiej sprzedaży zagranicznej jest relatywnie niewielki, co powinno ograniczać negatywny wpływ zmniejszonej sprzedaży na te rynki na aktywność gospodarczą w Polsce. Zaznaczano przy tym, że równocześnie występować będą czynniki wspierające krajową koniunkturę, w tym dodatkowy popyt konsumpcyjny zgłaszany przez uchodźców, a także potencjalne wydatki niezbędne, by zapewnić im dostęp do podstawowych usług. Jednocześnie na posiedzeniu wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej będą wspierały także działania w zakresie polityki fiskalnej, w tym m.in. obniżenie stawki podatku PIT czy planowane zwiększenie nakładów na obronę narodową.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce w marcu 2022 r. – według wstępnych danych GUS – wyraźnie wzrosła i wyniosła 10,9% r/r. Członkowie Rady podkreślali, że do wzrostu inflacji w marcu przyczyniły się przede wszystkim konsekwencje rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, które znalazły odzwierciedlenie w rekordowo wysokiej dynamice cen paliw – która wyniosła 28% w ujęciu miesięcznym – oraz silnym wzroście cen innych nośników energii. Wskazywano, że towarzyszył temu wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Jednocześnie zwracano uwagę, że w kierunku istotnie podwyższonej inflacji nadal oddziałuje wcześniejszy wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Członkowie Rady zaznaczali również, że wzrostom cen sprzyja także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Wskazywano przy tym, że istotnie podwyższona dynamika cen dotyczy coraz szerszej grupy dóbr i usług, czemu towarzyszy wzrost inflacji bazowej. Zwracano przy tym uwagę, że inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

W odniesieniu do perspektyw inflacji w Polsce członkowie Rady podkreślali, że w 2022 r. inflacja pozostanie istotnie podwyższona, do czego – oprócz czynników wcześniej podwyższających dynamikę cen – przyczynią się ekonomiczne skutki rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. Jednocześnie w ocenie Rady w kolejnych latach inflacja – choć będzie wyższa niż wcześniej oczekiwano – będzie się stopniowo obniżać. Przyczyni się do tego wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, które w ocenie Rady będzie spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że w obecnych warunkach występuje podwyższona niepewność dotycząca przyszłego kształtowania się inflacji, co jest związane m.in. ze zmianami cen surowców, wpływem agresji Rosji przeciw Ukrainie na koniunkturę na świecie i w Polsce, a także od czynników regulacyjnych oddziałujących na ceny.

Członkowie Rady ocenili, że wobec powyższych uwarunkowań, w tym silniejszego od oczekiwań wzrostu dynamiki cen, który podwyższa oczekiwaną ścieżkę inflacji w kolejnych kwartałach – oraz biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymywanie się relatywnie korzystnej koniunktury w kraju – nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy kontynuować podwyższanie stóp procentowych NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 1,00 pkt proc., tj. do poziomu 4,50% i ustaleniu następującego poziomu

pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,00%; stopa depozytowa 4,00%; stopa redyskontowa weksli 4,55%; stopa dyskontowa weksli 4,60%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 maja 2022 r.

Na posiedzeniu Rady wskazywano, że w I kw. 2022 r. koniunktura w gospodarce światowej pozostawała relatywnie korzystna, choć negatywnie oddziaływały na nią utrzymujące się zaburzenia w handlu międzynarodowym, w tym związane z kolejnymi falami pandemii w Chinach, a także wysokie ceny surowców. Członkowie Rady podkreślali, że agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie przyczyniła się do nasilenia tych czynników, a także do istotnego wzrostu niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się sytuacji makroekonomicznej na świecie oraz pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych. W efekcie w części gospodarek wzrost aktywności w I kw. spowolnił, a prognozy PKB zostały obniżone. Jednocześnie zaznaczano, że choć w Stanach Zjednoczonych PKB w I kw. br. był niższy niż w poprzednim kwartale, to dalszy wzrost popytu krajowego wskazywał na utrzymywanie się dobrej koniunktury w tej gospodarce. Podkreślano, że w strefie euro w I kw. 2022 r. utrzymał się wzrost PKB, do czego przyczynił się między innymi wzrost aktywności – po jej spadku w IV kw. ub.r. – w gospodarce niemieckiej.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że w ostatnim czasie dynamika cen w wielu krajach nadal rosła, osiągając najwyższe poziomy od dekad. Jednocześnie prognozy dynamiki cen na najbliższe kwartały były wyraźnie podwyższane. Głównym źródłem wzrostu inflacji na świecie

pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym. Wpływ tych czynników na procesy inflacyjne w ostatnim czasie nasilił się w związku z rosyjską agresją na Ukrainę. W szczególności ponownie wzrosły ceny ropy naftowej i to pomimo decyzji o rozpoczęciu sprzedaży zapasów ropy przez Stany Zjednoczone. Jednocześnie europejskie ceny węgla i gazu są kilkakrotnie wyższe niż przed rokiem. Towarzyszył temu silny wzrost cen surowców rolnych, przez co indeks cen surowców rolnych kształtował się na najwyższym poziomie w historii. Członkowie Rady zaznaczali, że oprócz wskazanych czynników w kierunku wzrostu inflacji w części gospodarek oddziałują także rosnące koszty pracy.

Na posiedzeniu podkreślano, że inflacja HICP w strefie euro w kwietniu br. – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła 7,5%. Jednocześnie w części gospodarek tego obszaru walutowego dynamika cen była dwucyfrowa. Także w Stanach Zjednoczonych inflacja utrzymuje się na wysokim poziomie. Podkreślano przy tym, że zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro notowany jest wzrost inflacji bazowej, który odpowiada za istotną część inflacji cen konsumpcyjnych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w warunkach silnego wzrostu inflacji na świecie wiele banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną, choć decyzje głównych banków centralnych nie są jednolite. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych zakończyła skup netto aktywów i w maju po raz drugi podniosła stopy procentowe. EBC z kolei utrzymuje ujemną stopę depozytową, choć zmniejsza skalę skupu aktywów. Jednocześnie rynki finansowe spodziewają się podwyżek stóp procentowych w strefie euro w dalszej części br. Podkreślano, że banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej

kontynuowały w ostatnim czasie podwyższanie stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że według dostępnych danych w I kw. br. utrzymała się dobra koniunktura. Podkreślano, że – pomimo rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, która wpłynęła na pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych – dane za marzec wskazały na dalszy istotny wzrost aktywności gospodarczej. W szczególności sprzedaż detaliczna wzrosła realnie o 9,6%, co było częściowo wspierane przez napływ uchodźców. Z kolei produkcja przemysłowa zwiększyła się w marcu o 17,3% r/r. Wyraźnie wzrosła także produkcja budowlano-montażowa.

Na posiedzeniu wskazywano, że sytuacja pracowników na krajowym rynku pracy pozostaje korzystna. Utrzymuje się systematyczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, przybywa ofert pracy, a bezrobocie jest historycznie niskie. Wskazywano, że wzrost płac w marcu przyspieszył do 12,4% r/r. Zwracano przy tym uwagę, że po części do wysokiej dynamiki wynagrodzeń przyczynił się jej wyraźny wzrost w górnictwie oraz transporcie. Zaznaczano także, że choć wynagrodzenia rosną obecnie w szybkim tempie, to przedsiębiorstwa odczuwają pewne wyhamowanie wzrostu presji płacowej, przy czym pozostaje ona wysoka. Jednocześnie wskazywano, że do złagodzenia tej presji, przynajmniej w części branż, powinna przyczynić się stopniowa aktywizacja zawodowa uchodźców.

Na posiedzeniu członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymywania się korzystnej koniunktury, choć prognozowane jest stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego. Wskazywano, że w kwietniu nieznacznie poprawiły się – po wyraźnym spadku w marcu – nastroje konsumentów. Oceniano, że negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego oddziaływać będzie wzrost cen surowców i części produktów, który

wpływa na wzrost kosztów przedsiębiorstw i ogranicza realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Wskazywano, że do osłabienia dynamiki aktywności gospodarczej przyczynić się będzie także ograniczenie eksportu do Rosji i Ukrainy oraz prognozowane spowolnienie wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej. Jednocześnie krajową koniunkturę wspierać będzie dodatkowy popyt konsumpcyjny związany z napływem uchodźców, a także wydatki niezbędne, by zapewnić im dostęp do części usług. Wskazywano, że wzrost popytu w gospodarce oraz koniunkturę będą wspierały także działania w zakresie polityki fiskalnej, w tym m.in. obniżenie stawki podatku PIT oraz planowane zwiększenie nakładów na obronę narodową.

Członkowie Rady zaznaczali przy tym, że perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obarczone są obecnie znaczną niepewnością związaną z wpływem agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie. Wskazywano, że jednym z czynników niepewności jest dalsze kształtowanie się cen surowców oraz decyzje dotyczące importu nośników energii, w tym potencjalnego embarga na import rosyjskiej ropy. W tym kontekście członkowie Rady zwracali uwagę, że wstrzymane zostały bezpośrednio dostawy gazu ziemnego z Rosji do Polski. Podkreślano jednak, że – ze względu na dostępne możliwości techniczne pozyskania gazu z innych źródeł oraz relatywnie wysokie wypełnienie magazynów gazu w Polsce – według obecnych prognoz nie powinno to mieć istotnego, negatywnego wpływu na krajową aktywność gospodarczą w najbliższych kwartałach.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w kwietniu 2022 r. do 12,3% r/r, do czego przyczynił się głównie silny wzrost cen żywności związany w znacznej mierze ze wzrostem cen surowców rolnych na rynkach światowych w następstwie zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie.

Zaznaczano, że w kierunku wzrostu cen żywności dodatkowo oddziaływał prawdopodobnie także zwiększony popyt generowany przez napływ do Polski uchodźców z Ukrainy. Jednocześnie zwracano uwagę, że w kierunku istotnie podwyższonej inflacji nadal oddziałuje wcześniejszy wzrost cen surowców energetycznych oraz regulowanych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Dynamika cen, szczególnie towarów, jest także istotnie podbijana przez zaburzenia w handlu międzynarodowym – nasilane nie tylko przez wojnę w Ukrainie, ale też zamknięcia fabryk i portów w Chinach w związku z pandemią – a także wysokie koszty transportu. Członkowie Rady zaznaczali, że wzrostom cen sprzyja także trwające ożywienie gospodarcze, w tym wzrost popytu stymulowany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. Wskazywano, że istotnie podwyższona dynamika cen dotyczy coraz szerszej grupy dóbr i usług, przez co zwiększa się także inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. Jednocześnie jednak niektórzy członkowie Rady wskazywali, że przewidywana luźniejsza polityka fiskalna będzie działać proinflacyjnie.

W odniesieniu do perspektyw inflacji w Polsce członkowie Rady podkreślali, że w nadchodzących kwartałach inflacja pozostanie istotnie podwyższona ze względu na dalsze oddziaływanie czynników obecnie podwyższających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. W ocenie Rady w kolejnych latach inflacja – choć będzie wyższa niż wcześniej oczekiwano – będzie się stopniowo obniżać. Przyczyni się do tego oczekiwane wygaśnięcie części globalnych szoków podbijających obecnie dynamikę cen, a także podwyższenie stóp procentowych NBP. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, które w ocenie Rady będzie spójne z fundamentami polskiej

gospodarki. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się wysoka niepewność dotycząca przyszłego kształtowania się inflacji, co jest związane m.in. ze zmianami cen surowców, wpływem agresji Rosji przeciw Ukrainie na koniunkturę na świecie i w Polsce, a także czynnikami regulacyjnymi oddziałującymi na ceny.

Członkowie Rady ocenili, że wobec powyższych uwarunkowań, w tym silniejszego od oczekiwań wzrostu dynamiki cen, który podwyższa oczekiwaną ścieżkę inflacji w kolejnych kwartałach – oraz biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymywanie się relatywnie korzystnej koniunktury w kraju – nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy kontynuować podwyższanie stóp procentowych NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt proc., tj. do poziomu 5,25% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 5,75%; stopa depozytowa 4,75%; stopa redyskontowa weksli 5,30%; stopa dyskontowa weksli 5,35%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 czerwca 2022 r.

Podczas dyskusji na posiedzeniu Rady omawiano sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki. Wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej spowalnia. Zaznaczano, że w ostatnich miesiącach nastąpiło wyraźne pogorszenie koniunktury w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, przy wciąż relatywnie korzystnej koniunkturze w największych gospodarkach rozwiniętych. Członkowie Rady podkreślali, że aktywność gospodarczą na świecie wciąż ograniczają wysokie ceny surowców i komponentów produkcji, utrzymujące się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie.

Zwracano uwagę, że w strefie euro w I kw. odnotowano umiarkowane tempo wzrostu PKB, co wynikało – z jednej strony – ze stopniowego łagodzenia pandemicznych restrykcji w tej gospodarce oraz – z drugiej strony – z utrzymujących się zaburzeń w łańcuchach podaży, nasilonych w ostatnich miesiącach przez wojnę w Ukrainie i politykę zero-covid w Chinach. Jednocześnie nadal poprawiała się sytuacja na rynku pracy strefy euro, gdzie bezrobocie obniżyło się do bardzo niskiego poziomu. Także w Stanach Zjednoczonych utrzymała się korzystna sytuacja na rynku pracy, co przekładało się na przyspieszenie dynamiki płac. Zaznaczano, że mimo spadku PKB w I kw., tempo wzrostu konsumpcji i inwestycji prywatnych w gospodarce amerykańskiej było dodatnie, a w kwietniu przyspieszyła zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa.

Członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost inflacji na świecie, która w wielu krajach osiąga najwyższe poziomy od dekad. W szczególności zaznaczano, że w strefie euro w maju inflacja mierzona wskaźnikiem HICP wzrosła do 8,1% (przy czym w części gospodarek

tego obszaru walutowego dynamika cen była dwucyfrowa), a w Stanach Zjednoczonych, choć w kwietniu inflacja CPI nieznacznie się obniżyła, to wciąż była historycznie wysoka.

Podkreślano, że nadal głównym źródłem wzrostu dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym, nasilone przez efekty wojny. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na ogłoszone częściowe europejskie embargo na rosyjską ropę, które wypłynęło na notowania cen tego surowca, oraz na decyzję krajów OPEC o zwiększeniu tempa dostaw, która powinna z kolei nieco łagodzić napięcia na rynku ropy.

Podkreślano, że cena ropy naftowej przez ostatni rok wzrosła o ponad 50%, a przez ostatnie dwa lata o prawie 200%. Także europejskie ceny węgla i gazu są kilkukrotnie wyższe. Zaznaczano ponadto, że konsekwencją szoku na rynku surowców energetycznych oraz wojny w Ukrainie jest także silny wzrost cen na rynkach rolnych.

Wskazywano, że w wielu gospodarkach relatywnie wysoki zagregowany popyt, finansowany w części z oszczędności nagromadzonych w czasie pandemii, a w części z rosnących dochodów, przy bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy, sprzyja transmisji szoków podażowych na inflację. W efekcie – jak zaznaczano – rośnie również inflacja bazowa. Jednocześnie prognozy inflacji na najbliższe kwartały są wyraźnie podwyższone.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że w warunkach silnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną. W szczególności Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych zakończyła skup netto aktywów i podwyższa stopy procentowe, natomiast EBC utrzymywał dotychczas ujemne stopy procentowe, zmniejszając jednak skalę skupu aktywów. Banki centralne wielu gospodarek, w

tym w Europie Środkowo-Wschodniej, kontynuowały podwyższanie stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że – według wstępnego szacunku GUS – wzrost PKB w I kw. br. wyniósł 8,5% r/r, jednak dane o jego strukturze wskazują, że duży wkład do wzrostu miał przyrost zapasów, a dynamiki konsumpcji i inwestycji obniżyły się. Oceniono, że znaczący przyrost zapasów wynikał prawdopodobnie z gromadzenia przez firmy surowców i półproduktów ze względu na niepewność dotyczącą ich przyszłych cen oraz silne zaburzenia w sieciach dostaw.

Członkowie Rady zaznaczali ponadto, że dostępne dane za II kw. sygnalizują utrzymanie się korzystnej koniunktury, choć dynamika aktywności gospodarczej stopniowo się obniża. Zwracano w szczególności uwagę, że wzrost produkcji przemysłowej w kwietniu nieco spowolnił, a PMI dla przemysłu w maju spadł poniżej poziomu 50 punktów. Wyraźnie słabsze dane zanotowano też w budownictwie, gdzie nastąpiło istotne spowolnienie wzrostu produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie bardzo znacząco wzrosła sprzedaż detaliczna w kwietniu, co – z jednej strony – było skutkiem napływu uchodźców i związanych z pandemią efektów bazy, a – z drugiej strony – wciąż rosnących dochodów gospodarstw domowych. Podkreślano bowiem, że sytuacja na krajowym rynku pracy jest nadal bardzo dobra, co potwierdzają dane BAEL za I kw. br. oraz napływające dane miesięczne. W kwietniu wciąż rosło zatrudnienie, czemu towarzyszył dalszy spadek bezrobocia i wyraźny wzrost wynagrodzeń.

Członkowie Rady oceniali, że perspektywy polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach pozostają relatywnie korzystne, choć spodziewane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego. Wskazywano przy tym, że prognozy sytuacji makroekonomicznej, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obciążone są wysoką

niepewnością. Zwracano uwagę, że negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego nadal oddziaływać będzie wzrost cen surowców i części produktów, który powoduje wzrost kosztów przedsiębiorstw i ogranicza dynamikę realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Do osłabienia dynamiki aktywności gospodarczej przyczyniać się będzie także prognozowane spowolnienie wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej. Podkreślano, że pełniejsza analiza średniookresowego scenariusza dla polskiej gospodarki będzie możliwa w lipcu, kiedy opracowana zostanie projekcja inflacji i PKB.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce wzrosła w maju 2022 r. do 13,9% r/r. Podkreślano, że podwyższona inflacja – podobnie jak w innych krajach – wynika głównie z silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych, który jest w znacznej części konsekwencją rosyjskiej agresji wobec Ukrainy. Innymi globalnymi czynnikami oddziałującymi na ceny konsumpcyjne są zaburzenia w łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu międzynarodowego. Czynnikiem podwyższającym inflację w Polsce są ponadto wcześniejsze wzrosty regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. W efekcie – jak wskazywali członkowie Rady – w maju roczna dynamika cen energii w Polsce wyniosła 33%, a cen żywności ponad 13%. Jednocześnie wzrostowi cen sprzyja wysoki popyt pozwalający przenosić przedsiębiorstwom wzrost kosztów na ceny finalne, przez co także rośnie inflacja bazowa. W przeciwnym kierunku oddziałuje natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Analizując perspektywy kształtowania się inflacji w Polsce członkowie Rady podkreślali, że w nadchodzących kwartałach inflacja pozostanie istotnie podwyższona ze względu na dalsze oddziaływanie czynników obecnie podbijających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską

agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Podkreślano przy tym, że wciąż utrzymuje się wysoka niepewność dotycząca przyszłego kształtowania się inflacji, co jest związane m.in. ze zmianami cen surowców, wpływem wojny w Ukrainie na koniunkturę globalną i krajową, a także z czynnikami regulacyjnymi oddziałującymi na ceny, w tym decyzji co do obowiązywania rozwiązań zawartych w Tarczy Antyinflacyjnej. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny będzie przyczyniać się do stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Obniżaniu inflacji powinno sprzyjać także umocnienie złotego, które w ocenie Rady będzie spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że przewidywana luźniejsza polityka fiskalna będzie działać proinflacyjnie.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że zapowiadane przez rząd działania osłonowe skierowane do kredytobiorców hipotecznych, w tym w zakresie wprowadzenia tzw. wakacji kredytowych, będą utrudniać dążenie do trwałego obniżenia inflacji. Jednocześnie zwracali także uwagę, że planowane zmiany w zakresie stawek referencyjnych, mogą – w zależności od przyjętych rozwiązań – osłabiać działanie mechanizmu transmisji monetarnej.

W kontekście dyskusji nad uwarunkowaniami makroekonomicznymi, członkowie Rady ocenili, że nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy kontynuować podwyższanie stóp procentowych NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,00% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 6,50%; stopa depozytowa 5,50%; stopa redyskontowa weksli 6,05%; stopa dyskontowa weksli 6,10%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 lipca 2022 r.

Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc., tj. do poziomu 6,50%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 7,00%; stopa depozytowa 6,00%; stopa redyskontowa weksli 6,55%; stopa dyskontowa weksli 6,60%.

W II kw. br. koniunktura w największych gospodarkach rozwiniętych była relatywnie korzystna. Jednocześnie jednak w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, dynamika aktywności gospodarczej wyraźnie się pogorszyła. W ostatnim okresie nasilają się także sygnały wyraźnego pogarszania perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, utrzymujące się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie.

Inflacja na świecie nadal rośnie, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy od dekad. Jednocześnie w dalszym ciągu podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały. Głównym źródłem wzrostu dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych

łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym, nasilone przez efekty wojny. W części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także wysoka dynamika popytu i rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa.

W warunkach silnego wzrostu inflacji wiele banków centralnych w ostatnim okresie zacieśniało politykę pieniężną. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC zakończył skup netto aktywów. Banki centralne wielu gospodarek, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, kontynuowały podwyższanie stóp procentowych.

W Polsce dostępne dane miesięczne wskazują, że koniunktura w II kw. br. pozostawała korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się. Towarzyszy temu rekordowo niska stopa bezrobocia oraz wyraźny wzrost wynagrodzeń. W kolejnych kwartałach prognozowane jest dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, a perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obciążone są znaczną niepewnością.

Inflacja w Polsce – według wstępnych danych GUS – wzrosła w czerwcu 2022 r. do 15,6% r/r. Wysoka inflacja wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Inflacja jest także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu w handlu międzynarodowym. Jednocześnie wzrostowi cen w Polsce sprzyja utrzymujący się wysoki popyt pozwalający przenosić przedsiębiorstwom wzrost kosztów na ceny finalne. Inflację ogranicza natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. W nadchodzących kwartałach oczekiwane jest utrzymanie się

oddziaływania czynników obecnie podwyższających dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Jednocześnie podwyższanie stóp procentowych NBP wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby także umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Rada zapoznała się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 czerwca 2022 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 13,2-15,4% w 2022 r. (wobec 9,3-12,2% w projekcji z marca 2022 r.), 9,8-15,1% w 2023 r. (wobec 7,0-11,0%) oraz 2,2-6,0% w 2024 r. (wobec 2,8-5,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9-5,5% w 2022 r. (wobec 3,4-5,3% w projekcji z marca 2022 r.), 0,2-2,3% w 2023 r. (wobec 1,9-4,1%) oraz 1,0-3,5% w 2024 r. (wobec 1,4-4,0%).

Rada oceniła, że utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Aby ograniczyć to ryzyko, a więc dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższenie stóp procentowych NBP będzie także oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych.

Dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, w tym od wpływu agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na polską gospodarkę.

NBP będzie podejmował wszelkie niezbędne działania w celu zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej, w tym przede wszystkim w celu ograniczenia ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji. NBP może stosować interwencje na rynku walutowym, w szczególności w celu ograniczenia niezgodnych z kierunkiem prowadzonej polityki pieniężnej wahań kursu złotego.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – lipiec 2022*.

4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2022 r. do IV kw. 2024 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2022 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2022 r. (*cut-off date*).

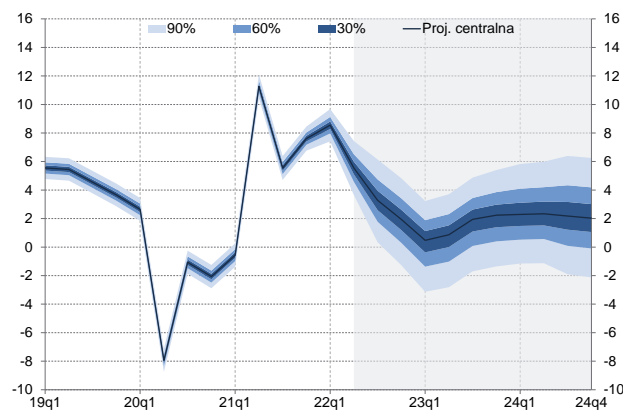
4.1 Synteza

Scenariusz centralny bieżącej projekcji jest w istotnym stopniu determinowany przez makroekonomiczne skutki agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie obejmujące w szczególności dalszy silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Na funkcjonowanie wielu gospodarek na świecie, w tym gospodarki polskiej, negatywnie wpływa ograniczenie przez Rosję dostaw gazu do Europy, znaczny wzrost niepewności wpływający na decyzje podmiotów gospodarczych dotyczące alokacji zasobów, a także będące skutkiem rosyjskiej agresji zaburzenia w handlu z Ukrainą, Rosją i Białorusią.

Na krajowe procesy cenotwórcze w 2022 r. nadal oddziałują również wysokie koszty uprawnień do emisji CO₂ oraz przedłużające się napięcia w globalnych sieciach dostaw, które nasiliły się w ostatnim okresie. W warunkach silnej odbudowy popytu w gospodarce po okresie obowiązywania istotnych obostrzeń wprowadzonych w związku z wybuchem pandemii powyższe ograniczenia podażowe skutkują niezbilansowaniem wielu rynków, prowadząc do nasilenia presji cenowej i wyraźnego wzrostu inflacji CPI w 2022 r. Skalę wzrostu inflacji cen energii i żywności w br. ogranicza przy tym oddziaływanie Tarczy Antyinflacyjnej.

W latach 2023-2024, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br., inflacja CPI obniży się, jednak niemal do końca horyzontu projekcji nie powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. Za stopniowym obniżaniem się inflacji przemawia spowolnienie wzrostu łącznego popytu w gospodarce, ograniczenie presji kosztowej ze strony rynku pracy, założone stopniowe obniżanie się cen surowców na rynkach światowych oraz

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

ustępowanie cenowych efektów napięć w sieciach dostaw.

Po okresie silnej odbudowy aktywności gospodarczej w 2021 r., tempo wzrostu PKB w horyzoncie projekcji wyraźnie obniży się. W najbliższych kwartałach krajowa koniunktura będzie pozostawać nadal pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego, który przyczynia się jednocześnie do wyraźnego wzrostu cen. W dalszym horyzoncie projekcji w coraz większym stopniu niekorzystnie na krajową aktywność gospodarczą będzie oddziaływać oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020. Skalę obniżenia dynamiki krajowego PKB będą przy tym łagodzić zmiany polityki fiskalnej wprowadzone w ramach Tarczy Antyinflacyjnej, Polskiego Ładu, planowane podniesienie wydatków na obronę narodową oraz zwiększony napływ migrantów do Polski z Ukrainy.

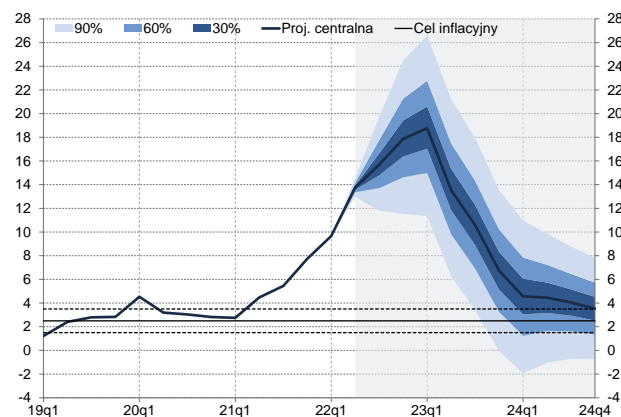
Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w największym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. Dodatkowym istotnym źródłem ryzyka dla inflacji jest możliwe przedłużenie okresu obowiązywania Tarczy Inflacyjnej. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej w horyzoncie projekcji oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyka dla inflacji CPI (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

Wzrost cen surowców i silniejsze zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw, będące konsekwencją agresji Rosji przeciw Ukrainie,

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

przyczyniły się do obniżenia dynamiki PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych w II kw. br. Czynniki te, w tym ostatnia decyzja Rosji o zmniejszeniu dostaw gazu do Europy Zachodniej, będą ograniczać aktywność gospodarczą także w kolejnych kwartałach, na co nałoży się zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne (Tabela 4.1, Wykres 4.3). W konsekwencji wzrost PKB w największych gospodarkach rozwiniętych w horyzoncie projekcji wyraźnie spowolni.

W br. oczekuje się również istotnego spowolnienia aktywności ekonomicznej w głównych gospodarkach wschodzących. W szczególności silne restrykcje epidemiczne negatywnie wpływają na funkcjonowanie sektora przemysłowego w Chinach, zakłócając międzynarodowy transport towarów. Gospodarka rosyjska znajduje się w recesji, do czego przyczyniają się sankcje nałożone na ten kraj po agresji zbrojnej przeciw Ukrainie. W porównaniu z krajami rozwiniętymi, gospodarki wschodzące mają mniejsze możliwości wsparcia aktywności gospodarczej przez ekspansywną politykę fiskalną, przy jednoczesnej konieczności silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w warunkach wysokiej inflacji.

Inflacja i rynki surowców

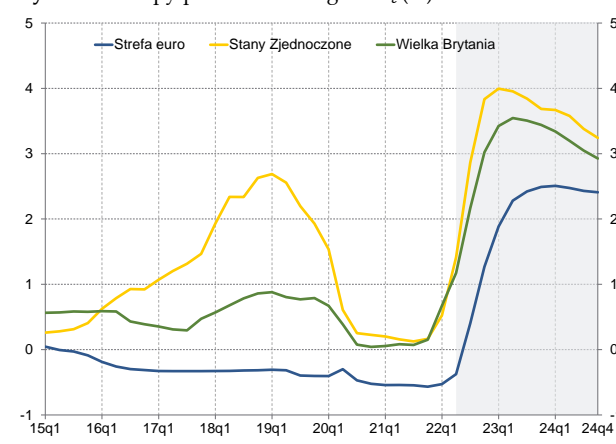
Obawy o dostępność surowców energetycznych w następstwie rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, w tym w efekcie sankcji na import węgla i ropy naftowej oraz ograniczenia dostaw gazu ziemnego przez Rosję, spowodowały silny wzrost notowań tych surowców na rynkach światowych (Wykres 4.4). Na wysoki poziom cen surowców energetycznych ma wpływ także ich niedostateczna podaż z innych kierunków, przy szybkiej odbudowie popytu na energię po kryzysie wywołanym pandemią. Na ceny gazu ziemnego dodatkowo oddziałują niskie zapasy tego surowca w Europie i dotychczasowa polityka klimatyczna Unii Europejskiej nakierowana na ograniczenie emisji CO₂, skutkująca zwiększonym

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja lipcowa na tle marcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



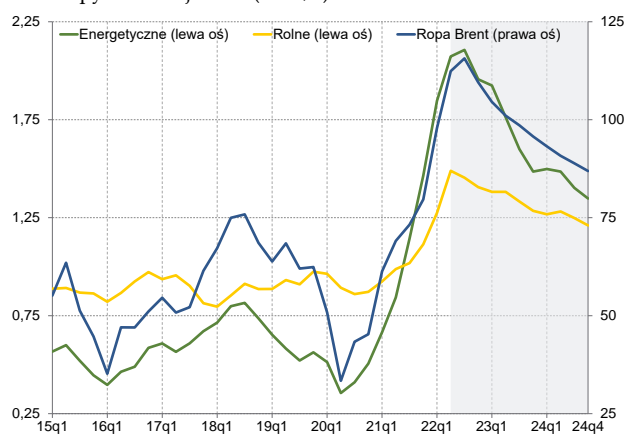
Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

zapotrzebowaniem na mniej emisyjne źródła energii. Notowania kontraktów terminowych wskazują, że w perspektywie najbliższych kwartałów ceny surowców energetycznych na rynkach światowych zaczną się stopniowo obniżać. W całym horyzoncie projekcji będą one jednak przewyższać poziom sprzed wybuchu pandemii⁵⁸ (Wykres 4.4). Scenariusz spadku cen ropy naftowej w dalszym horyzoncie projekcji wspiera spodziewane zwiększenie wydobycia w krajach OPEC oraz Stanach Zjednoczonych, oddziałujące w kierunku przywrócenia równowagi między podażą i popytem. Obniżeniu cen ropy będzie sprzyjać także zwiększanie wykorzystania odnawialnych źródeł energii.

W warunkach ograniczonej podaży, zwiększonego popytu i rosnących kosztów produkcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych już przed rosyjską agresją przeciw Ukrainie kształtowały się na wysokim poziomie (Wykres 4.4). Rosyjska agresja przyczyniła się do ich dodatkowego, istotnego wzrostu. W szczególności dotyczy to pszenicy, która wyraźnie podrożała na skutek obaw o jej podaż i możliwości transportu z Rosji i Ukrainy, które są kluczowymi eksporterami tego zboża. Ceny wielu surowców rolnych podwyższają przy tym wysokie ceny ropy naftowej i gazu ziemnego wpływające na koszty transportu, energii elektrycznej oraz ceny nawozów sztucznych. W dalszym horyzoncie projekcji, wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych oraz ograniczeniem skali zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji, ceny produktów rolnych na rynkach światowych powinny się stopniowo obniżać (Wykres 4.4).

W I połowie br. w gospodarce światowej odnotowano dalsze przyspieszenie dynamiki cen konsumpcyjnych oraz cen producenta. Przyczyniły się do tego wzrosty cen surowców oraz niedobory towarów wynikające z

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz cena ropy naftowej Brent (USD/b)



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.

⁵⁸ Prognoza światowych cen ropy naftowej, gazu ziemnego oraz węgla kamiennego jest oparta na notowaniach kontraktów terminowych na dostawy tych surowców na giełdzie ICE w Londynie.

przedłużających się zakłóceń w globalnych sieciach dostaw, przy wciąż wysokim popycie na dobra trwałe i usługi (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*, Wykres 4.5). W dalszym horyzoncie projekcji, wraz ze stopniowym wygasaniem czynników podwyższających inflację oraz spowolnieniem tempa wzrostu aktywności gospodarczej, średnioroczna dynamika cen będzie się stopniowo obniżać (Wykres 4.5).

Niepewność

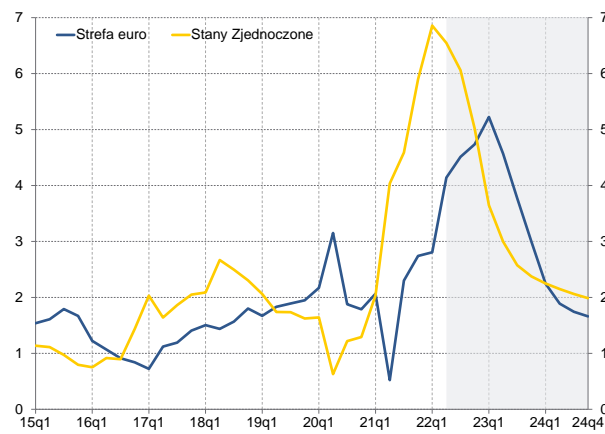
W Europie i na świecie cały czas utrzymuje się znaczące ryzyko geopolityczne związane z agresją Rosji przeciw Ukrainie. Działania wojenne, wzrost napięcia politycznego i sankcje gospodarcze nakładane na Rosję zaburzają funkcjonowanie światowej gospodarki oraz kształtowanie się cen i podaży surowców energetycznych i rolnych. Szersze omówienie tych ryzyk zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

4.3 Gospodarka polska w latach 2022-2024

Założenia dotyczące rozwoju pandemii i zakresu restrykcji administracyjnych

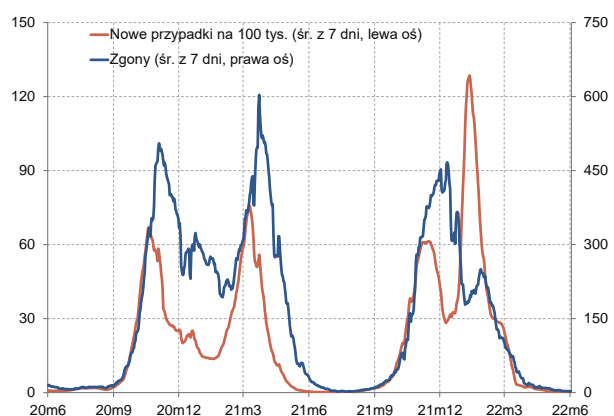
Ze względu na wyraźną poprawę sytuacji epidemicznej w Polsce, 28 marca br. zniesiono większość obostrzeń związanych z pandemią, łącznie z obowiązkiem kwarantanny i izolacji, a trwający ponad dwa lata stan epidemii zastąpiono w maju br. stanem zagrożenia epidemicznego (Wykres 4.6). W świetle tych wydarzeń, utrzymano założenie z poprzedniej rundy progностycznej, że przyszłe wzrosty zachorowań na COVID-19 i ewentualne powroty części obostrzeń nie będą już w istotnym stopniu wpływać na wielkość popytu i możliwość jego realizacji w krajowej gospodarce.

Wykres 4.5 Zmiana deflatora wartości dodanej (t/r, %)



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 4.6 Nowe przypadki zachorowań na 100 tys. w Polsce oraz liczba zgonów



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Europejskie Centrum ds. Zapobiegania i Kontroli Chorób, obliczenia NBP.

Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI

Prognozowana ścieżka krajowego wzrostu gospodarczego oraz inflacji CPI będzie w najbliższych latach pod istotnym wpływem szeregu wprowadzanych zmian legislacyjnych. Działania te mają charakter trwałej lub tymczasowej ekspansji fiskalnej, która jedynie w części ograniczana jest efektem wygasania realizowanych w 2021 r. wydatków na wsparcie gospodarstw domowych i firm w walce ze skutkami pandemii COVID-19 (Tabela 4.2).

W bieżącej projekcji przyjęto, że rozwiązania podatkowe uchwalone w ramach Tarczy Antyinflacyjnej będą obowiązywać do końca października br. Dotyczy to w szczególności zniesienia akcyzy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych, obniżenia stawki akcyzy na paliwa silnikowe oraz zmniejszenia stawki VAT na podstawowe produkty żywnościowe, energię elektryczną, ciepłą, gaz i paliwa. W tym horyzoncie sprzedaż paliw będzie również zwolniona z podatku od sprzedaży detalicznej. Istotnym źródłem niepewności projekcji pozostaje możliwość wydłużenia przez rząd okresu obowiązywania tych rozwiązań.

Ocenia się, że w wyniku bezpośredniego oddziaływania Tarczy Antyinflacyjnej tempo wzrostu cen konsumenta w 2022 r. obniży się w ujęciu średniorocznym o 3,2 pkt proc. względem scenariusza nieuwzględniającego tego pakietu oraz wzrośnie w podobnej skali w 2023 r. Koszt ustaw uchwalonych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej dla finansów publicznych, obejmujących wspomniane zmiany podatkowe oraz wypłatę dodatków osłonowych i rekompensat dla sprzedawców gazu, jest szacowany na 1,5% PKB.

Na scenariusz projekcji istotnie wpływa również wdrożenie programu Polski Ład, w ramach którego od stycznia i lipca 2022 r. wprowadzono szereg zmian w polskim systemie podatkowym.

Tabela 4.2 Koszt wybranych zmian legislacyjnych w 2022 r. dla sektora finansów publicznych oraz sektora bankowego (w % PKB)

Koszt wybranych zmian legislacyjnych w 2022 r. dla sektora finansów publicznych (w % PKB)	
Polski Ład	1,0
Tarcza Antyinflacyjna*	1,5
Wsparcie dla obywateli Ukrainy	0,4
Łączny koszt powyższych zmian dla SFP	2,9
dla sektora bankowego (w % PKB)	
Ustawa o finansowaniu społecznościowym dla przedsiębiorstw gospodarczych i pomocy kredytobiorcom**	0,3 – 0,5

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

*) Tarcza Antyinflacyjna razem z dopłatami do węgla i dla rolników do nawozów.

**) Koszty dla sektora bankowego uwzględniają: straty odsetkowe z tytułu czasowego zawieszenia spłaty kredytu (uzależnione od liczby kredytobiorców, którzy z tej możliwości skorzystają), wpłaty na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców oraz utworzenie systemu ochrony instytucjonalnej dla banków komercyjnych.

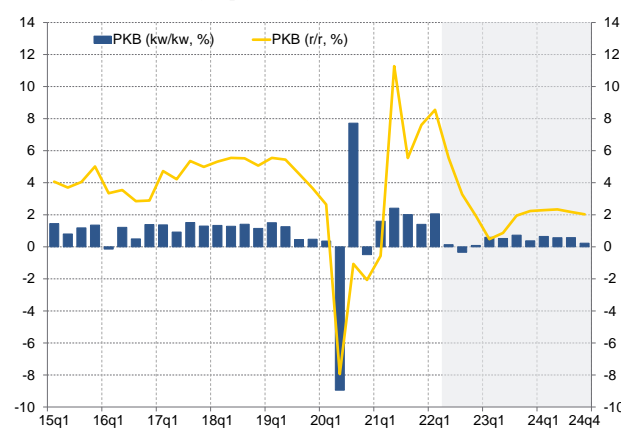
Zmiany te obejmują podatek od osób fizycznych i prawnych oraz składkę zdrowotną, powiększając deficyt finansów publicznych o 1,0% PKB w 2022 r. i o kolejne 0,5% PKB w 2023 r. Nowe przepisy przyczyniają się do poprawy sytuacji finansowej większości gospodarstw domowych, zwłaszcza tych o niższych oraz średnich dochodach, a więc o wyższej skłonności do konsumpcji. Zmiany te, wraz ze zwiększonymi w ramach Rodzinnego Kapitału Opiekuńczego transferami dla rodzin, korzystnie oddziałują na ścieżkę spożycia gospodarstw domowych w horyzoncie projekcji. Jednocześnie wdrażane w ramach Polskiego Ładu wsparcie dla zakupów mieszkań poprzez gwarantowanie wkładu własnego oraz spłaty części kredytu, wpłynie pozytywnie na inwestycje mieszkaniowe.

Rosyjska agresja zbrojna przyczyniła się do silnego napływu uchodźców z Ukrainy do Polski, w wyniku czego rząd polski podjął decyzję o przeznaczeniu środków publicznych na pomoc dla nich (zgodnie z założeniami rządu z Programu Konwergencji pomoc ta osiągnie w br. poziom 0,4% PKB). Wsparcie to jest przeznaczone na transfery socjalne dla uchodźców, wydatki związane z ich edukacją, zakwaterowaniem, wyżywieniem i opieką zdrowotną, a także na świadczenia dla osób prywatnych zapewniających im zakwaterowanie. Założono przy tym, że część uchodźców pozostanie w Polsce na dłużej, co będzie wiązało się z utrzymaniem części tych wydatków również w 2023 r.

Następstwem rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie jest także przyjęcie w marcu br. ustawy o obronie Ojczyzny zakładającej zwiększenie liczebności armii i modernizację sił zbrojnych. Planowane jest zwiększenie wydatków na obronę narodową do 3% PKB od 2023 r. z ok. 2% obecnie, co przyczyni się do wzrostu w nadchodzących latach spożycia i inwestycji publicznych.

Istotna z punktu widzenia projekcji, choć nie stanowiąca obciążenia dla finansów publicznych,

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



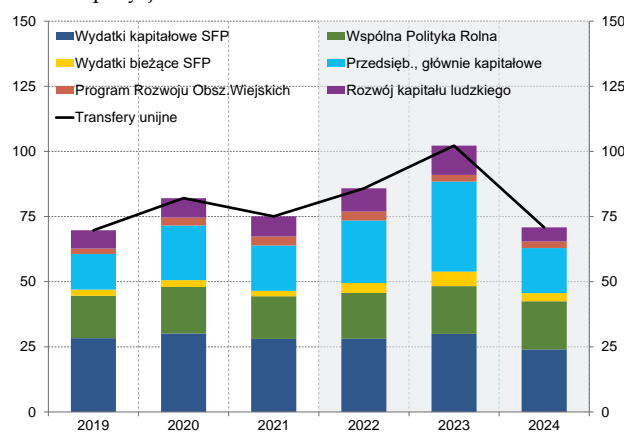
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

jest również uchwalona w czerwcu br. ustawa o finansowaniu społecznym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom, m.in. zezwalająca na zawieszenie spłaty łącznie ośmiu rat kredytów hipotecznych w 2022 i 2023 r. Nowe przepisy przełożą się na przejściowy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, stanowiąc jednocześnie wyraźne obciążenie dla sektora bankowego. Przy skrajnym założeniu, że wszyscy uprawnieni kredytobiorcy skorzystaliby z zawieszenia spłaty kredytu, koszt tej ustawy dla sektora bankowego sięgałby 0,5% PKB w 2022 r. i 0,3% PKB w 2023 r. (Tabela 4.2).

Aktywność gospodarcza

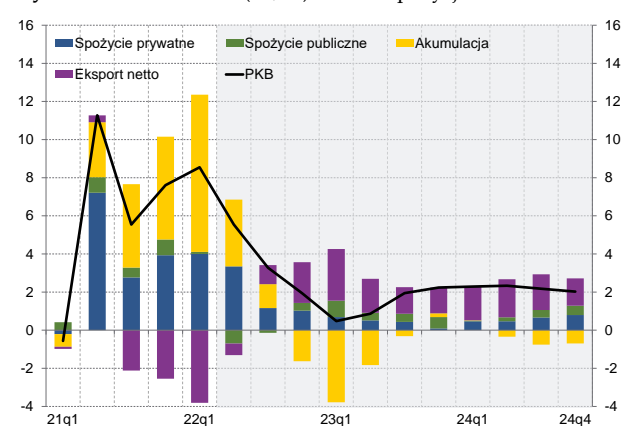
Po okresie silnej odbudowy aktywności ekonomicznej, tempo wzrostu PKB w Polsce w latach 2022-2024 wyraźnie się obniży. (por. Wykres 4.7, Wykres 4.9). W najbliższych kwartałach krajowa koniunktura będzie pod wpływem negatywnego szoku podażowego będącego efektem nałożenia skutków agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie na wcześniejsze wzrosty cen surowców energetycznych na rynkach światowych i uprawnień do emisji CO₂ oraz zaburzenia w łańcuchach dostaw. Powyższe czynniki oddziałują na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce bezpośrednio oraz pośrednio poprzez oczekiwane spowolnienie aktywności w strefie euro i innych głównych gospodarkach. Niekorzystnie na ścieżkę PKB w 2024 r. wpływa także oczekiwany istotny spadek napływu funduszy europejskich po zakończeniu wydatkowania środków z perspektywy UE na lata 2014-2020 (Wykres 4.8). Skalę obniżenia dynamiki krajowego PKB będą natomiast łagodzić zmiany polityki fiskalnej. Obejmują one rozwiązania wprowadzone w ramach Tarczy Antyinflacyjnej i Polskiego Ładu oraz planowane podniesienie wydatków na obronę narodową. Pozytywnie na krajową koniunkturę wpływa również zwiększony napływ migrantów do Polski z Ukrainy w połączeniu ze wzrostem wydatków publicznych

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



Źródło: obliczenia NBP.

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



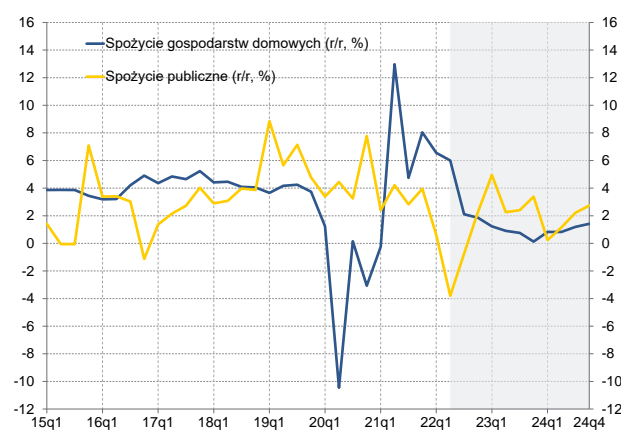
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

na wsparcie dla nich (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

W najbliższych latach oczekiwany jest wyraźny spadek dynamiki spożycia sektora gospodarstw domowych względem wysokich wartości notowanych w ub.r. i na początku br. (Wykres 4.10). Wydatki konsumentów ograniczać będzie przewidywana wysoka inflacja CPI zmniejszająca siłę nabywczą ludności, pogorszenie nastrojów związane z agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie oraz dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP zwiększające skłonność do oszczędzania. Z drugiej strony, ścieżkę spożycia prywatnego w najbliższych kwartałach podnosić będą wydatki konsumpcyjne nowych migrantów z Ukrainy⁵⁹, finansowane zarówno ze środków własnych, jak i przyznaných im świadczeń rodzinnych. Korzystnie na perspektywy wzrostu konsumpcji będą także oddziaływać zmiany podatkowe wynikające z wdrożenia programu Polski Ład, a w br. dodatkowo czasowa obniżka podatków pośrednich i dodatki osłonowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej. Spożycie gospodarstw domowych wspierać będzie także wprowadzona przez rząd możliwość tymczasowego zawieszenia spłat kredytu w bieżącym i przyszłym roku (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

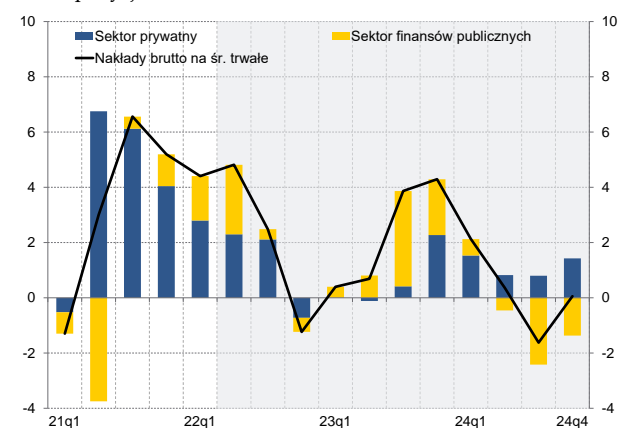
Dynamika inwestycji prywatnych pozostanie w horyzoncie projekcji pod silnym negatywnym wpływem bezpośrednich i pośrednich skutków agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, kształtując się średnio na poziomie zbliżonym do 1% r/r (Wykres 4.11). W najbliższych kwartałach nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw będzie ograniczać utrzymujący się podwyższony poziom niepewności, wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz zwiększona zmienność kursu walutowego. Negatywnie na tę kategorię będą

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

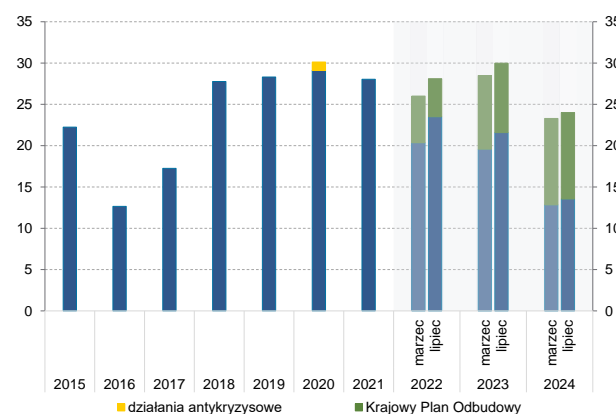
⁵⁹ Wydatki uchodźców z Ukrainy będą zwiększać spożycie prywatne ze względu na prawdopodobną ich klasyfikację przez GUS jako rezydentów.

oddziaływać również przedłużające się zaburzenia w łańcuchach dostaw, wyraźne spowolnienie w otoczeniu gospodarczym Polski oraz odpływ z krajowego rynku pracy pracowników ukraińskich zatrudnionych w budownictwie. Jednocześnie czynnikiem obniżającym prywatne nakłady inwestycyjne będą rozłożone w czasie efekty wcześniejszych podwyżek stóp procentowych NBP ograniczających dostępność i zwiększających bieżący koszt kredytu. Negatywny wpływ powyższych czynników będzie w części neutralizowany przez potrzebę zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego przedsiębiorstw wynikającą z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niskiego stopnia automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnących kosztów pracy.

Ścieżka inwestycji publicznych w projekcji lipcowej jest natomiast zdeterminowana poziomem absorpcji funduszy unijnych (Wykres 4.12) oraz przyszłymi zakupami sprzętu wojskowego w ramach planowanego zwiększenia wydatków na obronność (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). W konsekwencji w 2023 r. nastąpi wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych, a następnie ich spadek w 2024 r. w ślad za obniżeniem transferów kapitałowych z UE wraz z zakończeniem wydawania środków z perspektywy finansowej na lata 2014-2020 (Wykres 4.11).

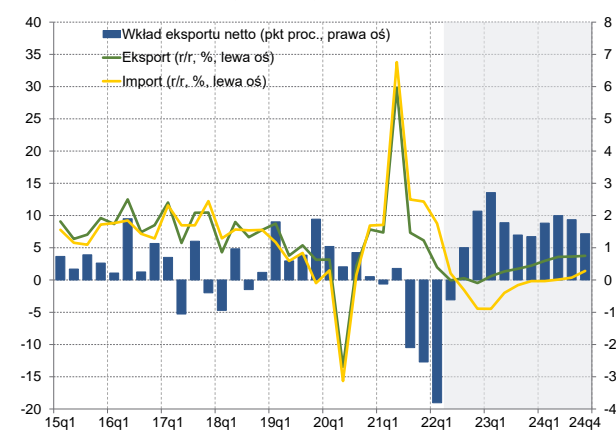
Nakładane na Rosję i Białoruś sankcje oraz rosyjskie działania wojenne na terenie Ukrainy silnie obniżyły polski eksport do tych krajów. Negatywny wpływ tych czynników będzie się utrzymywał również w kolejnych kwartałach, a sprzedaż za granicę będzie dodatkowo ograniczała spadek popytu ze strony głównych gospodarek światowych (Wykres 4.13). Jednocześnie jednak, ze względu na wyraźne wyhamowanie dynamiki popytu krajowego i silniejszą cykliczną reakcję importu niż eksportu, w latach 2023-2024 kontrybucja eksportu netto do

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrostu PKB ulegnie poprawie, kształtując się na dodatnim poziomie.

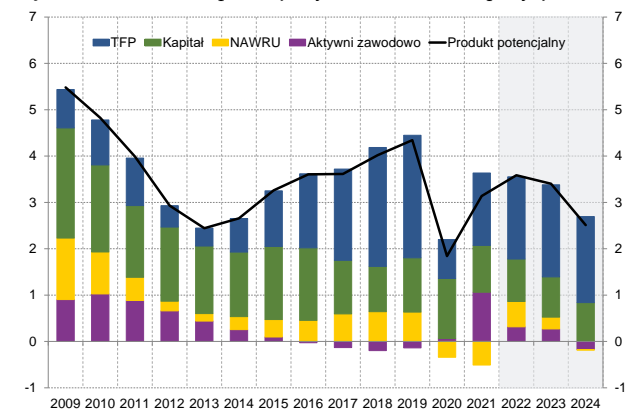
Produkt potencjalny i luka popytowa

Wraz z ustępowaniem negatywnego wpływu pandemii na produktywność polskiej gospodarki, tempo wzrostu potencjalnego PKB w latach 2022-2023 przejściowo wzrosło. W 2024 r. efekt popandemicznej odbudowy zdolności produkcyjnych w dużym stopniu wygaśnie, a tempo wzrostu potencjału ponownie się obniży (Wykres 4.14).

Do przyspieszenia dynamiki potencjału krajowej gospodarki w latach 2022-2023 przyczyni się wzrost dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP) oraz spadek stopy bezrobocia równowagi (NAWRU). Obie kategorie nie powrócą jednak do poziomów sprzed pandemii COVID-19. Produktywność krajowej gospodarki wciąż będzie bowiem ograniczona przez zaburzenia w globalnych sieciach dostaw potęgowanych przez skutki zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie i prowadzoną przez Chiny politykę *zero-covid*. Potencjał produkcyjny krajowej gospodarki zwiększa natomiast rosnąca aktywność zawodowa. W tym samym kierunku będzie oddziaływać rozłożone w czasie przełożenie na podaż pracy napływu uchodźców z Ukrainy⁶⁰, bilansując negatywny wpływ jednoczesnego odpływu migrantów (głównie mężczyzn) z niektórych branż.

W wyniku wysokiego wzrostu gospodarczego w 2021 r. oraz I kw. 2022 r. luka popytowa w br. osiągnie poziom 1,7% potencjalnego PKB (Wykres 4.16). W kolejnych latach spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej przełoży się na ponowne obniżenie luki popytowej, która w latach 2023-2024 będzie już ujemna. Taki kształt luki popytowej oznacza, że czynniki popytowe, które obecnie oddziałują w kierunku wyższej inflacji CPI,

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



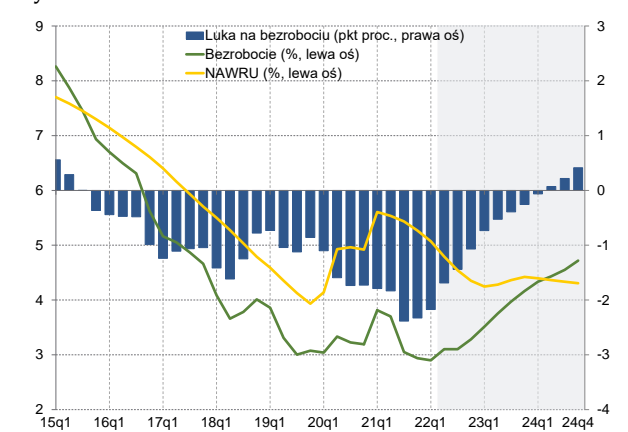
Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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, $L F_t^{trend}$ – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

Wykres 4.15 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁶⁰ Napływ imigrantów z Ukrainy – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL. W konsekwencji, w projekcji przyjęto, że będzie on odzwierciedlony we wzroście TFP.

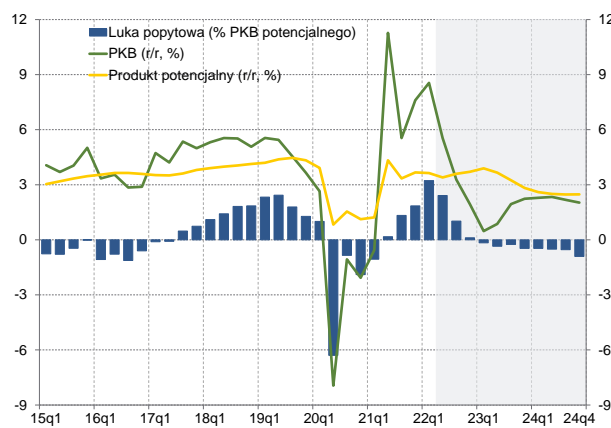
w dalszym horyzoncie będą przyczyniać się do jej spadku.

Rynek pracy

W I kw. br. sytuacja na rynku pracy ulegała dalszej poprawie – w ujęciu rocznym wyraźnie wzrosła liczba osób pracujących, a obniżyła się liczba bezrobotnych i biernych zawodowo (Wykres 4.15, Wykres 4.17)⁶¹. Badania ankietowe NBP⁶² wskazują, że plany przedsiębiorstw odnośnie do przyszłego zatrudnienia uległy pogorszeniu, ale wciąż pozostają na wysokim poziomie na tle danych historycznych. Oczekuje się zatem, że w najbliższych miesiącach utrzyma się korzystna sytuacja na rynku pracy, ale w dalszym horyzoncie projekcji, wraz z silnym spowolnieniem krajowej aktywności gospodarczej, popyt na pracę obniży się. W kierunku spadku liczby pracujących będzie oddziaływała również obniżająca się od 2023 r. stopa aktywności zawodowej będąca pod negatywnym wpływem procesów demograficznych (Wykres 4.18). Niekorzystny wpływ zmian struktury wiekowej ludności na rynek pracy będzie natomiast w części bilansowany przez pozytywny efekt obniżenia obciążeń podatkowych w ramach Polskiego Ładu. Oczekiwany w horyzoncie projekcji wzrost zatrudnienia imigrantów z Ukrainy będzie również łagodzić spadek krajowego zasobu pracy, choć – ze względu na metodykę badania – będzie w jedynie ograniczonym stopniu odzwierciedlony w statystykach BAEL.

W I kw. br. przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej wzrosło o 9,7% r/r. Można oczekiwać, że w warunkach odczuwalnych w wielu branżach niedoborów kadrowych oraz podwyższonego tempa wzrostu cen, w 2022 r. dynamika wynagrodzeń utrzyma się na wysokim poziomie (Wykres 4.19). Wskazują na to wyniki

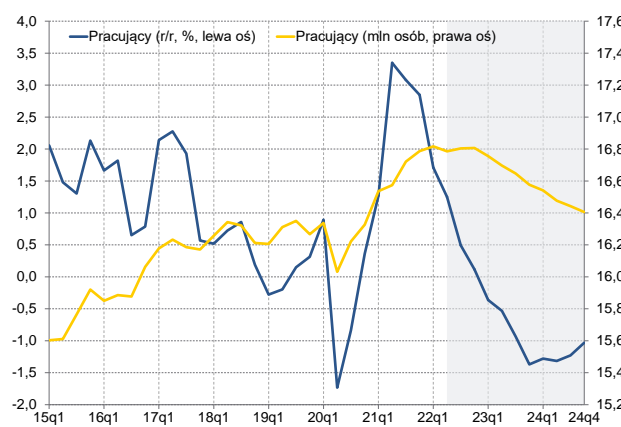
Wykres 4.16 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁶¹ W projekcji wykorzystano szeregi historyczne BAEL przeliczone przez GUS zgodnie z nową metodyką badania obowiązującą od początku 2021 r. Pomimo rewizji, szeregi zatrudnienia, aktywności zawodowej i bezrobocia zachowują nieciągłość w I kw. 2021 r., ponieważ przeliczenie nie uwzględnia wpływu zmian w konstrukcji samej ankiety, jak również zmian w sposobie przeprowadzania wywiadów oraz rekrutacji respondentów.

⁶² Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2022 r.

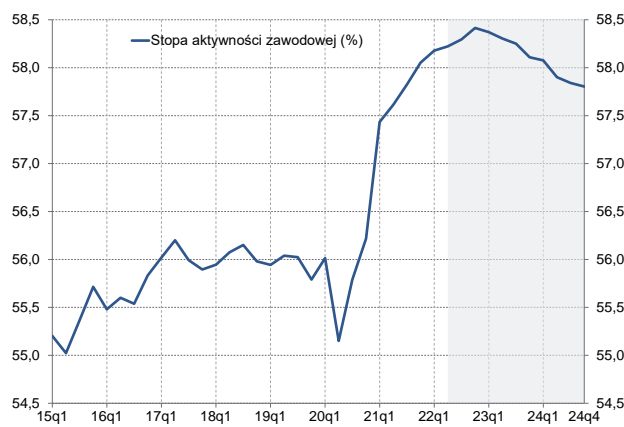
badań przedsiębiorstw, zgodnie z którymi znaczący odsetek przedsiębiorstw planuje wzrost płac w II kw. 2022 r., przy utrzymaniu wysokiej planowanej średniej wysokości podwyżki⁶³. Z drugiej strony, presję płacową w horyzoncie projekcji będzie łagodzić napływ uchodźców z Ukrainy, którzy stopniowo będą znajdować zatrudnienie na polskim rynku pracy. W latach 2023-2024, wraz z obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego, wzrostem stopy bezrobocia i spadkiem stopy inflacji, dynamika wynagrodzeń obniży się.

Inflacja CPI

Procesy cenotwórcze wciąż znajdują się pod wpływem silnego negatywnego szoku podażowego wzmocnionego przez skutki zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie. Wyraża się on przez wysokie ceny surowców energetycznych oraz rolnych na rynkach światowych, podwyższone ceny uprawnień do emisji CO₂ oraz przedłużające się napięcia w globalnych sieciach dostaw. Na obserwowany obecnie wysoki poziom inflacji wpływają także – choć w mniejszym stopniu – czynniki o charakterze popytowym. Powiązane są one z silną odbudową aktywności gospodarczej po okresie pandemii COVID-19, co znajduje odzwierciedlenie w dodatniej luce popytowej (2,4% potencjalnego PKB w II kw. 2022 r.).

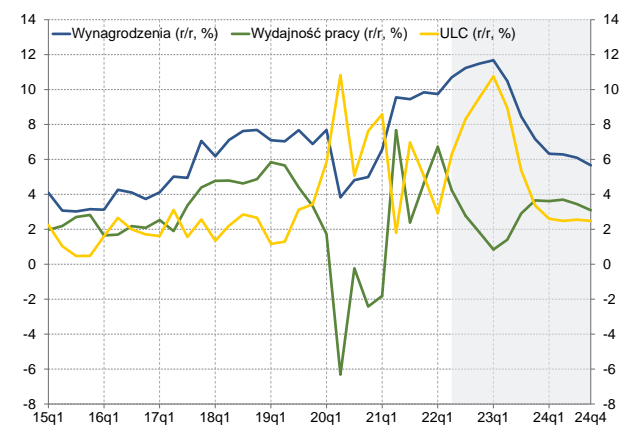
W konsekwencji powyższych uwarunkowań dwucyfrowy poziom inflacji utrzyma się także w 2023 r. W dalszym horyzoncie – wraz ze spowolnieniem dynamiki PKB – roczne tempo wzrostu indeksu CPI obniży się. Przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie (w tym przy stopie referencyjnej równej 6,0%) inflacja CPI prawie w całym horyzoncie projekcji nie powróci jednak do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. Inflacja osiągnie górną granicę tego przedziału dopiero w

Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

⁶³ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, kwiecień 2022 r.

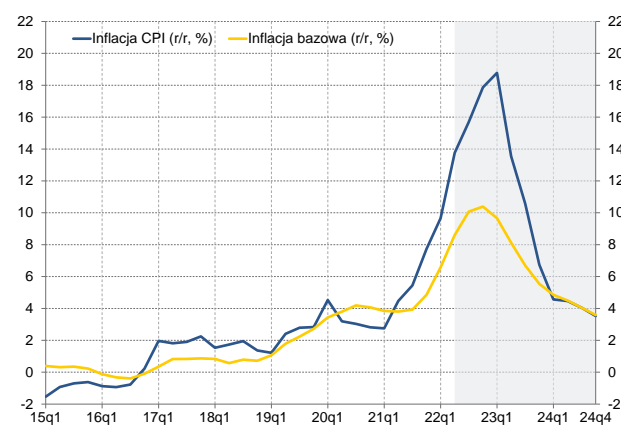
IV kw. 2024 r. (Wykres 4.20, Wykres 4.21). Obecny okres najwyższej od wielu lat inflacji zwiększa bowiem jej persystencję poprzez wzrost oczekiwań inflacyjnych przekładających się na silniejszą presję płacową oraz zwiększoną akceptację dla wzrostu cen.

Silny wzrost ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będący skutkiem rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie przekłada się w br. zarówno na krajowe ceny paliw do prywatnych środków transportu, jak i wyższe rachunki za gaz i energię elektryczną dla gospodarstw domowych (Wykres 4.23). W tym samym kierunku oddziałują podwyżki stawki opłaty mocowej oraz kogeneracyjnej od stycznia br. oraz podwyższony poziom cen uprawnień do emisji CO₂. Wzrost regulowanych cen energii (tj. taryf na gaz ziemny, energię elektryczną i ciepłą) jest natomiast w br. w części ograniczany przez oddziaływanie Tarczy Antyinflacyjnej (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

Rekordowy wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych oraz narastająca presja kosztowa po wybuchu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie skutkuje w br. również wysoką inflacją cen żywności i napojów bezalkoholowych na rynku krajowym (Wykres 4.23). Szybko rośnie dynamika cen żywności przetworzonej w ślad za rosnącymi kosztami energii i pracy w przetwórstwie spożywczym oraz zbóż paszowych. Wysokie ceny środków produkcji, zwłaszcza nawozów oraz energii, sprzyjają również dynamicznemu wzrostowi cen żywności nieprzetworzonej. Wpływ powyższych czynników na inflację cen żywności, podobnie jak w przypadku cen energii, przejściowo łagodzi obniżenie stawki VAT na produkty żywnościowe w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

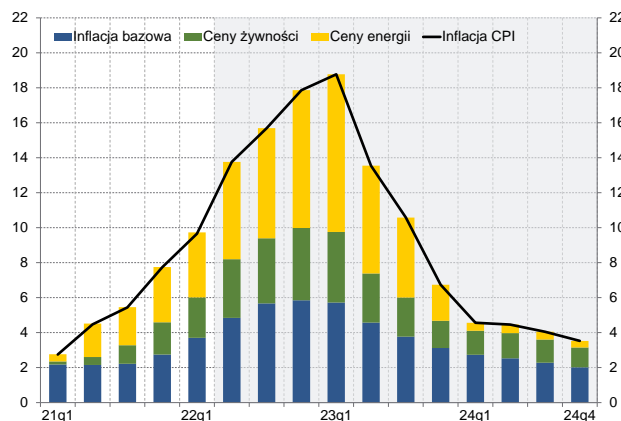
W warunkach popandemicznej odbudowy popytu w gospodarce zjawisko rozlewania się zewnętrznych szoków cenowych na rynku energii i żywności na pozostałe kategorie cen znacznie

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



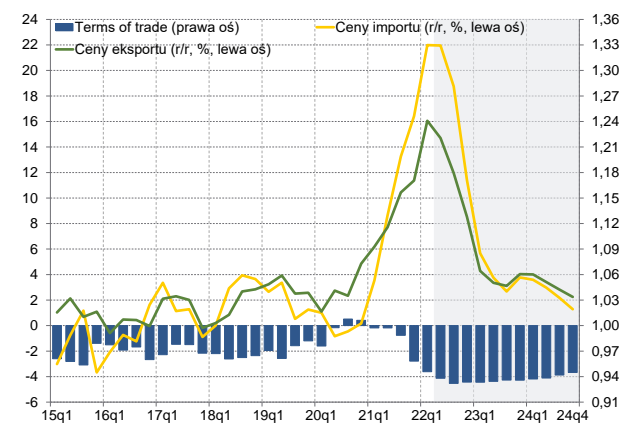
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

przyspieszyło, co znalazło odzwierciedlenie w wyraźnym wzroście wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 4.20). Narastaniu presji cenowej sprzyjają utrzymujące się ograniczenia podażowe i zaburzenia w transporcie międzynarodowym. Wpływ tych czynników na krajową inflację uległ nasileniu na skutek zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie oraz kolejnych ognisk COVID-19 w Chinach, skutkując wysoką dynamiką cen importu (Wykres 4.22).

W dalszym horyzoncie projekcji, wraz z wygasaniem wpływu czynników podwyższających jej poziom w br., inflacja CPI zacznie się obniżać. Prawie w całym horyzoncie projekcji będzie ona jednak przekraczać 3,5% r/r, osiągając górną granicę przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP dopiero w IV kw. 2024 r.

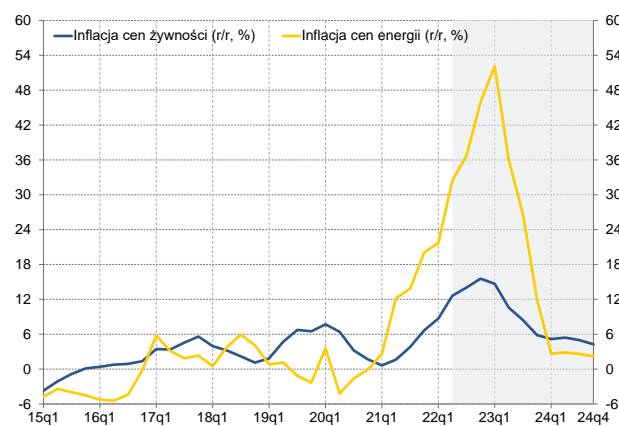
Za stopniowym spadkiem inflacji przemawia – obok spowolnienia wzrostu zagregowanego popytu w gospodarce, czego wyrazem jest obniżenie się luki popytowej – zakładane obniżenie cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych w latach 2023-2024. Ceny tych surowców wciąż będą jednak przewyższać poziom sprzed pandemii. Ze względu na proces taryfikacji i dostosowanie do wcześniejszych wzrostów cen surowców i uprawnień do emisji CO2 spadek dynamiki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych będzie rozłożony w czasie. Roczną inflację cen energii – i żywności – w 2023 r. podwyższać będzie przy tym efekt bazy tych kategorii związany z jedynie przejściowym oddziaływaniem Tarczy Antyinflacyjnej na poziom cen w br. Spadkowa tendencja inflacji CPI w horyzoncie projekcji będzie wspierana przez stopniowe ustępowanie napięć w sieciach dostaw i spowolnienie inflacji za granicą oraz obniżającą się dynamikę kosztów związanych z zatrudnieniem.

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji marcowej przyczyniły się do podwyższenia prognozy inflacji CPI w latach 2022-2023, nie zmieniając jednocześnie istotnie przewidywań dla ostatniego roku projekcji. Oczekiwane tempo wzrostu PKB zostało natomiast podwyższone w br. oraz uległo rewizji w dół w latach 2023-2024, przy mniejszej skali korekt niż w przypadku inflacji CPI (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27). Na zmianę oczekiwań pomiędzy rundami prognostycznymi w istotnym stopniu wpłynął przebieg agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie i jego oddziaływania na gospodarkę (na etapie zamknięcia poprzedniej projekcji działania wojenne były prowadzone dopiero od kilkunastu dni).

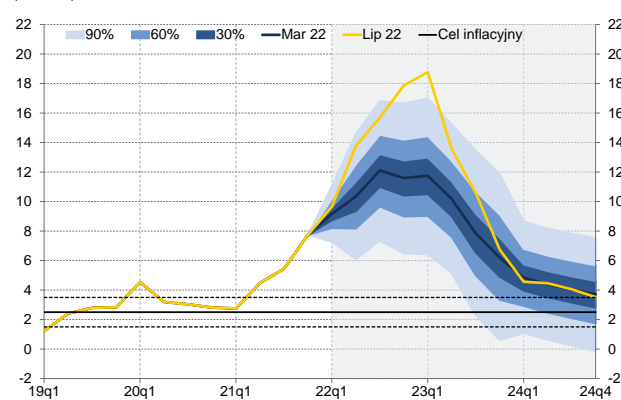
Korekta w górę inflacji CPI w latach 2022-2023 obejmuje wszystkie jej główne komponenty. W kierunku wyższych cen energii oddziałuje wprowadzony ustawą z 13 kwietnia br. zakaz importu do Polski węgla z Rosji i Białorusi oraz przyjęta 13 maja br. przez polski rząd uchwała dotycząca wypowiedzenia porozumienia o dostawach rosyjskiego gazu z Rosji. Polska *de facto* przestała importować gaz ziemny z Rosji już od 27 kwietnia br., po jednostronnym zerwaniu przez Gazprom Kontraktu Jamalskiego, który miał wygasnąć z końcem 2022 r. Kontynuacja agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, skutkująca silnym ograniczeniem podaży części dóbr rolnych na rynkach światowych, wpłynęła jednocześnie na podniesienie prognozy inflacji cen żywności. Rewizja ta jest również efektem dalszego wzrostu kosztów produkcji rolnej, obejmujących wyższe ceny zbóż paszowych i nawozów sztucznych (których Rosja i Białoruś są istotnymi eksporterami) oraz energii. Rosnące koszty produkcji oraz ceny importu dóbr i usług

Tabela 4.3 Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2022	2023	2024
PKB (r/r, %)			
VII 2022	4,7	1,4	2,2
III 2022	4,4	3,0	2,7
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2022	14,2	12,3	4,1
III 2022	10,8	9,0	4,2

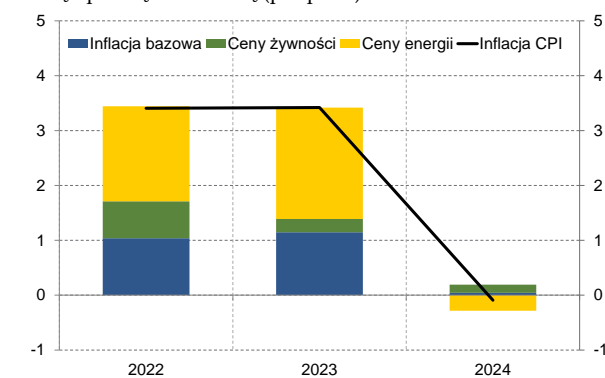
Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.24 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

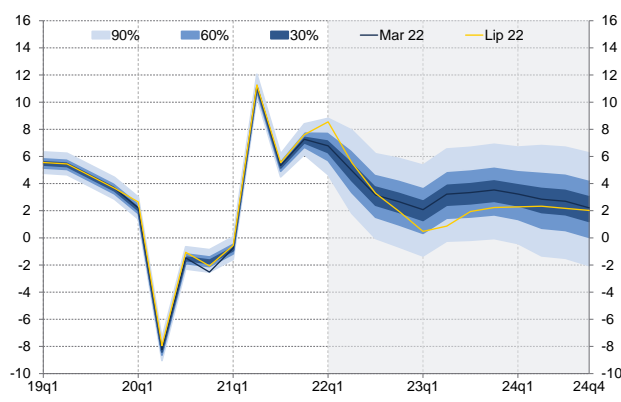
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

przekładają się również na korektę w górę inflacji bazowej w latach 2022-2023.

Silniejsze od oczekiwań spowolnienie krajowej aktywności gospodarczej w latach 2023-2024, odzwierciedlone w szybszym obniżaniu luki popytowej, przełoży się na spadek dynamiki cen konsumenta i powrót ścieżki inflacji w 2024 r. do poziomu bliskiego wartościom z projekcji marcowej.

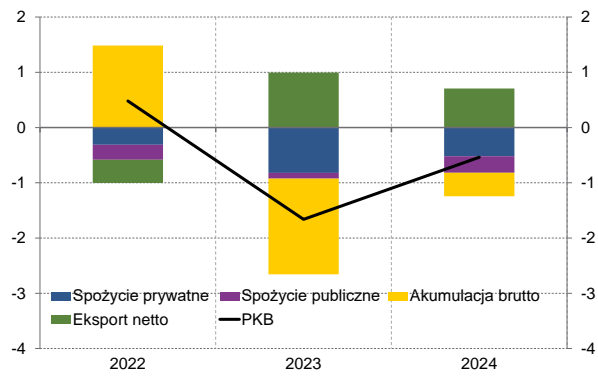
Prognoza krajowego wzrostu gospodarczego kształtuje się w latach 2023-2024 poniżej poziomu z poprzedniej rundy prognostycznej pomimo lepszych od oczekiwań danych o koniunkturze na początku br. Przemawia za tym struktura wzrostu PKB za I kw. br., z rekordowo wysokim (najwyższym w historii dostępnych danych) przyrostem zapasów, który w kolejnych kwartałach w sposób naturalny ulegnie obniżeniu. W kierunku spadku dynamiki krajowego PKB będzie oddziaływać również silniejsze od oczekiwań spowolnienie aktywności gospodarczej za granicą powiązane z intensyfikacją zaburzeń podażowych oraz wydłużonym okresem podwyższonej inflacji w gospodarce światowej. Rewizja prognozy PKB dla Niemiec jest przy tym relatywnie większa niż dla pozostałych krajów strefy euro z powodu istotniejszej roli przemysłu w tej gospodarce i silniejszego uzależnienia od importu rosyjskiego gazu. Do korekty w dół ścieżki krajowego wzrostu gospodarczego przyczynia się także wyższa inflacja ograniczająca tempo wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, przekładając się na niższą dynamikę konsumpcji prywatnej. W kierunku obniżenia prognozy PKB oddziałują także podwyżki stóp procentowych NBP, które miały miejsce po zamknięciu poprzedniej projekcji. Podwyżki te wpływają na ograniczenie dynamiki spożycia prywatnego poprzez wzrost relatywnej ceny bieżącej konsumpcji względem przyszłej, w tym obniżenie dostępności i wzrost kosztu kredytu. Analogiczny mechanizm substytucji międzyokresowej występuje w przypadku

Wykres 4.26 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

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

inwestycji i zapasów ze względu na zwiększenie kosztu pozyskania kapitału. Wyższa ścieżka inflacji, przyczyniając się do obniżenia stóp procentowych w ujęciu realnym, osłabia jednak ich negatywny wpływ na wzrost krajowego popytu.

Skalę rewizji w dół dynamiki PKB będą łagodzić liczne zmiany legislacyjne wprowadzone od zamknięcia projekcji marcowej. Obejmują one korektę programu Polski Ład, wsparcie dla kredytobiorców, planowane podniesienie wydatków na obronę narodową, wzrost wydatków publicznych na pomoc dla uchodźców oraz przedłużenie rządowej Tarczy Antyinflacyjnej (por. pkt. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce jest w największym stopniu uzależniona od skali zaburzeń w funkcjonowaniu światowej gospodarki wywołanych agresją zbrojną Rosji przeciw Ukrainie. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostają konsekwencje dalszego prowadzenia przez Chiny restrykcyjnej polityki epidemicznej zwalczania pandemii COVID-19. Bilans czynników niepewności wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się aktywności gospodarczej poniżej ścieżki centralnej oraz na zbliżony do symetrycznego rozkład ryzyk dla inflacji CPI w horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

Agresja zbrojna Rosji przeciw Ukrainie

Dalszy przebieg agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, związana z nią niepewność oraz konsekwencje sankcji stanowią najważniejsze ryzyko dla globalnej i krajowej aktywności gospodarczej oraz procesów inflacyjnych.

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%)
22q2	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00
22q3	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
22q4	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
23q1	0,00	0,00	0,00	0,49	0,00
23q2	0,00	0,01	0,01	0,49	0,01
23q3	0,02	0,03	0,05	0,49	0,03
23q4	0,10	0,15	0,22	0,50	0,11
24q1	0,22	0,30	0,40	0,50	0,18
24q2	0,19	0,28	0,39	0,50	0,20
24q3	0,19	0,30	0,43	0,50	0,24
24q4	0,22	0,35	0,50	0,50	0,28

Źródło: obliczenia NBP.

Ze względu na istotne uzależnienie gospodarki europejskiej od surowców energetycznych wydobywanych w Rosji, zmiany wielkości importu z tego kierunku mają kluczowe znaczenie dla kształtowania się ich cen na rynkach wewnętrznych. W szczególności nagłe odcięcie dostaw gazu ziemnego do Europy

Zachodniej mogłoby spowodować recesję w strefie euro, w tym w gospodarce niemieckiej⁶⁴, istotnie hamując globalny wzrost gospodarczy. Szybkie przywrócenie przez Rosję pełnego przesyłu gazu ziemnego gazociągiem *Nord Stream 1* oddziaływałoby natomiast w kierunku wyższego od przyjętego w projekcji wzrostu gospodarczego na świecie. Odmierna od założonej w projekcji ścieżka cen surowców energetycznych przekładałaby się na zmianę krajowych cen energii, a pośrednio – również pozostałych głównych komponentów inflacji.

Wysoka niepewność dotyczy również skali produkcji i możliwości eksportu surowców rolnych (w tym pszenicy, kukurydzy, roślin oleistych) z terytorium Ukrainy. Rosyjska agresja ograniczyła areał upraw, część sprzętu rolniczego została zniszczona, a niska dostępność nawozów i ich wysoka cena dodatkowo zmniejszają plony. Przyszły poziom produkcji roślinnej wpływać będzie nie tylko na ich ceny na rynkach światowych, ale przełoży się także – z uwagi na dostępność pasz – na notowania cen mięsa i produktów mlecznych.

Jednocześnie dalszy przebieg rosyjskiej agresji zbrojnej ma kluczowy wpływ na możliwość importu z Rosji oraz z Ukrainy wielu innych surowców, w tym metali wykorzystywanych w przemyśle samochodowym, takich jak platyna, pallad i nikiel. Dostępność tych surowców ma istotne znaczenie dla przyszłej skali zaburzeń w globalnych sieciach podaży i cen w handlu światowym.

Eskalacja lub przedłużenie trwania rosyjskiej agresji zbrojnej oznaczałoby zatem zwiększenie zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz wyższe ceny

surowców, a w konsekwencji wzrost inflacji w gospodarce światowej. Taka sytuacja prowadziłaby do pogorszenia globalnej koniunktury gospodarczej. W Polsce w warunkach podwyższonej niepewności ograniczeniu uległyby inwestycje przedsiębiorstw oraz konsumpcja gospodarstw domowych. Pogorszenie uwarunkowań handlu zagranicznego wpłynęłoby na spadek eksportu oraz wzrost cen importu, obniżając jednocześnie saldo rachunku bieżącego.

Szybkie zakończenie agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie doprowadziłoby do spadku cen importu surowców energetycznych, zmniejszenia zakłóceń w łańcuchach dostaw oraz obniżenia awersji do ryzyka w Europie Środkowo-Wschodniej. Tym samym nastąpiłaby poprawa koniunktury w kraju i za granicą.

Dalszy przebieg pandemii koronawirusa na świecie

Ryzykiem dla aktywności gospodarczej nadal pozostaje także przyszły przebieg pandemii, choć jego bezpośredni wpływ ogranicza się w głównej mierze do obszaru Chin, gdzie obowiązuje rygorystyczna polityka tzw. *zero COVID*⁶⁵. Konsekwencją zwiększonego zakresu *lockdownów* w Chinach byłoby nasilenie się zaburzeń ciągłości globalnych łańcuchów dostaw, co przyczyniłoby się do obniżenia światowego wzrostu gospodarczego oraz wyższej inflacji. Jeżeli jednak w okresie jesienno-zimowym nastąpiłyby ponowny silny wzrost ciężkich przypadków zachorowań na świecie w wyniku pojawienia się nowych mutacji koronawirusa to zwiększenie zakresu restrykcji epidemicznych mogłoby dotknąć również część krajów rozwiniętych.

⁶⁴ Szacunki Komisji Europejskiej wskazują, że w przypadku wstrzymania dostaw gazu z Rosji, strefa euro zanotowałaby silną, choć krótkotrwałą recesję (https://ec.europa.eu/info/system/files/economy-finance/ip173_en.pdf).

⁶⁵ Prawdopodobieństwo odejścia w najbliższych miesiącach od dotychczasowej polityki epidemicznej jest niskie ze

względem na mający się odbyć w listopadzie br. zjazd Komunistycznej Partii Chin. Według szacunków naukowców z Shanghai's Fudan University odejście od tej polityki skutkowałoby gwałtownym wzrostem hospitalizacji przekraczającym 16-krotnie liczbę dostępnych łóżek szpitalnych.

W przypadku złagodzenie polityki epidemicznej w Chinach lub wprowadzenie na rynek skutecznego leku na COVID, możliwe byłoby natomiast ograniczenie negatywnego wpływu pandemii na globalny wzrost gospodarczy. Taki scenariusz prowadziłyby do poprawy funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw, zwłaszcza jeżeli nastąpiłby jednoczesny wzrost dostępności materiałów i półproduktów oraz spadek ich cen.

Szybsza odbudowa aktywności gospodarczej w strefie euro

W strefie euro, w najbliższych kwartałach, wysoka inflacja może skłonić konsumentów do szybszego niż w scenariuszu centralnym wydatkowania oszczędności zgromadzonych w okresie pandemii. Można oceniać, że skumulowane nadmiarowe oszczędności gospodarstw domowych z lat 2020-2021, po uwzględnieniu inflacji, wyniosły na początku 2022 r. 5,9% PKB strefy euro. W scenariuszu centralnym przyjęto natomiast, zgodnie ze wskazaniami literatury, że środki te jedynie w części będą wykorzystane na bieżącą konsumpcję. Dodatkowo dotychczasowe niedobory podaży mogą w większym niż założono w projekcji stopniu skłonić firmy do wprowadzenia mechanizmów dzięki którym dostosują się do zmienionego otoczenia gospodarczego (np. poprzez realokację produkcji, zmianę dostawców, technologii wytwarzania czy zmiany w zarządzaniu zapasami). Wzrost popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w strefie euro przyczyniłby się również do poprawy koniunktury w Polsce.

Polityka fiskalna rządu i krajów strefy euro oraz transfery UE

W kierunku osłabienia krajowej aktywności gospodarczej w horyzoncie projekcji mogłoby z kolei oddziaływać dalsze przesunięcie w czasie wypłaty środków z unijnego instrumentu pomocy finansowej *Next Generation EU*.

Rozpoczęcie wypłat uzależnione jest bowiem od terminu wdrożenia przez Polskę wymaganych przez KE warunków, tzw. „kamieni milowych”.

Poprawie koniunktury gospodarczej w strefie euro – a pośrednio i w Polsce – względem scenariusza centralnego projekcji sprzyjałoby natomiast silniejsze niż założono pro wzrostowe oddziaływanie środków z instrumentu *Next Generation EU* oraz wydatków publicznych na infrastrukturę energetyczną. Dodatkowo, szybsze od zakładanego rozpoczęcie wykorzystania przez Polskę funduszy UE z perspektywy 2021-2027 również mogłoby się przyczynić do wyższej ścieżki krajowego wzrostu PKB.

Utrzymująca się podwyższona inflacja w Polsce może skłonić rząd do wydłużenia obowiązywania Tarczy Antyinflacyjnej na kolejne miesiące bieżącego i przyszłego roku. Takie działania obniżyłyby ścieżkę inflacji w 2023 r., przyczyniając się jednocześnie do jej wyższego poziomu w 2024 r.

Tabela 4.5 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2021				2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,7	4,5	5,4	7,7	9,7	13,8	15,7	17,9	18,8	13,5	10,6	6,7	4,6	4,5	4,1	3,5	5,1	14,2	12,3	4,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)	3,8	3,8	3,9	4,9	6,6	8,6	10,1	10,4	9,7	8,1	6,7	5,5	4,9	4,5	4,0	3,6	4,1	8,9	7,5	4,2
Ceny żywności (% r/r)	0,6	1,6	3,8	6,7	8,7	12,6	14,0	15,6	14,7	10,6	8,4	5,9	5,2	5,4	5,0	4,3	3,2	12,7	9,8	5,0
Ceny energii (% r/r)	2,6	12,2	13,8	20,1	21,7	32,5	36,7	46,0	52,1	36,0	26,7	12,0	2,7	2,9	2,6	2,2	12,1	33,9	30,9	2,6
PKB (% r/r)	-0,6	11,3	5,5	7,6	8,5	5,5	3,3	1,9	0,5	0,9	1,9	2,2	2,3	2,3	2,2	2,0	5,9	4,7	1,4	2,2
Popyt krajowy (% r/r)	-0,5	11,8	8,2	10,9	13,2	6,6	2,4	-0,2	-2,3	-1,0	0,6	0,9	0,6	0,4	0,3	0,6	7,6	5,2	-0,5	0,5
 Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	-0,2	13,0	4,7	8,0	6,6	6,0	2,1	1,9	1,2	0,9	0,8	0,1	0,8	0,8	1,2	1,4	6,1	4,1	0,8	1,1
 Spożycie publiczne (% r/r)	2,4	4,2	2,8	4,0	0,6	-3,8	-0,8	2,3	5,0	2,3	2,4	3,4	0,2	1,2	2,2	2,7	3,4	0,1	3,2	1,6
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	-1,3	3,0	6,6	5,2	4,3	4,8	2,5	-1,2	0,4	0,7	3,9	4,3	2,1	0,4	-1,6	0,1	3,8	2,6	2,3	0,2
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	-0,1	0,4	-2,1	-2,5	-3,8	-0,6	1,0	2,1	2,7	1,8	1,4	1,3	1,8	2,0	1,9	1,4	-1,2	-0,2	1,8	1,8
 Eksport (% r/r)	7,4	29,8	7,3	6,1	2,0	-0,1	0,3	-0,5	0,6	1,3	1,7	2,2	3,0	3,6	3,6	3,8	11,8	0,5	1,5	3,5
 Import (% r/r)	8,6	33,8	12,5	12,2	8,8	1,0	-1,6	-4,5	-4,5	-2,0	-0,8	-0,2	-0,2	0,1	0,4	1,4	15,9	0,9	-1,9	0,4
Wynagrodzenia (% r/r)	6,6	9,6	9,4	9,8	9,7	10,7	11,2	11,5	11,7	10,5	8,5	7,2	6,3	6,3	6,1	5,7	8,9	10,8	9,4	6,1
Pracujący (% r/r)	1,3	3,3	3,1	2,8	1,7	1,3	0,5	0,1	-0,4	-0,5	-0,9	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,0	2,6	0,9	-0,8	-1,2
Stopa bezrobocia (%)	3,8	3,7	3,1	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3	3,5	3,8	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	3,4	3,1	3,9	4,5
NAWRU (%)	5,6	5,5	5,4	5,3	5,1	4,8	4,5	4,4	4,2	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	5,5	4,7	4,3	4,3
Stopa aktywności zawodowej (%)	57,4	57,6	57,8	58,1	58,2	58,2	58,3	58,4	58,4	58,3	58,3	58,1	58,1	57,9	57,8	57,8	57,7	58,3	58,3	57,9
Wydajność pracy (% r/r)	-1,8	7,7	2,4	4,6	6,7	4,2	2,8	1,8	0,8	1,4	2,9	3,7	3,6	3,7	3,4	3,1	3,2	3,8	2,2	3,5
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	8,6	1,8	7,0	5,1	2,9	6,3	8,3	9,5	10,7	9,0	5,4	3,4	2,6	2,5	2,6	2,5	5,5	6,8	7,0	2,5
Produkt potencjalny (% r/r)	1,2	4,3	3,3	3,7	3,6	3,4	3,6	3,7	3,9	3,7	3,2	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	3,1	3,6	3,4	2,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,1	0,2	1,3	1,8	3,2	2,4	1,0	0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	0,6	1,7	-0,3	-0,6
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,92	0,99	1,02	1,11	1,27	1,49	1,45	1,41	1,38	1,38	1,33	1,29	1,27	1,28	1,25	1,21	1,01	1,41	1,35	1,25
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,67	0,84	1,14	1,46	1,85	2,07	2,11	1,96	1,92	1,76	1,60	1,49	1,50	1,49	1,40	1,35	1,03	2,00	1,69	1,43
Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)	2,1	0,4	2,1	2,8	3,1	4,3	4,6	4,6	4,8	4,3	3,6	2,9	2,3	2,0	1,9	1,8	1,9	4,1	3,9	2,0
PKB za granicą (% r/r)	-1,5	14,8	4,2	4,5	5,3	3,0	1,4	1,1	0,7	0,9	1,1	1,4	1,8	1,9	1,8	1,7	5,2	2,6	1,0	1,8
Saldo rachunku bieżącego (% PKB)	2,8	1,9	0,9	-0,7	-2,8	-3,9	-4,3	-3,7	-2,7	-2,0	-1,6	-1,4	-1,1	-0,7	-0,2	0,1	-0,7	-3,7	-1,4	0,1
WIBOR 3M (%)	0,21	0,21	0,22	1,53	3,50	6,16	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	6,20	0,54	5,51	6,20	6,20

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

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2022 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

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

5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie styczeń – kwiecień 2022 r.

■ Data: 4 stycznia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2022 zmieniająca uchwałę w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	E. Gatnar
	G. M. Ancyparowicz		Ł. J. Hardt
	C. Kochalski		K. Zubelewicz
	J. J. Kropiwnicki		
	E. M. Łon		
	R. Sura		
	J. Żyżyński		

■ Data: 4 stycznia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt. proc., tj. do poziomu 2,25% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 2,75%,
- stopa depozytowa 1,75%,
- stopa redyskontowa weksli 2,30%,
- stopa dyskontowa weksli 2,35%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	E. M. Łon
	G. M. Ancyparowicz		J. Żyżyński
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		

■ Data: 4 stycznia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2022 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	E. M. Łon
	G. M. Ancyparowicz		J. Żyżyński
	E. Gatnar		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	J. J. Kropiwnicki		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		

■ Data: 4 stycznia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej do 3,50%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	E. Gatnar	Przeciw:	A. Glapiński
	Ł. J. Hardt		G. M. Ancyparowicz
	K. Zubelewicz		C. Kochalski
			J. J. Kropiwnicki
			E. M. Łon
			R. Sura
			J. Żyżyński

■ Data: 4 stycznia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o ustalenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na poziomie oprocentowania stopy depozytowej NBP.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: E. Gatnar

Ł. J. Hardt

J. J. Kropiwnicki

K. Zubelewicz

Przeciw: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

C. Kochalski

E. M. Łon

R. Sura

J. Żyżyński

■ Data: 8 lutego 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt. proc., tj. do poziomu 2,75% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 3,25%,
- stopa depozytowa 2,25%,
- stopa redyskontowa weksli 2,80%,
- stopa dyskontowa weksli 2,85%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński

G. M. Ancyparowicz

Ł. J. Hardt

C. Kochalski

L. Kotecki

P. Litwiniuk

R. Sura

K. Zubelewicz

J. Żyżyński

Przeciw: E. M. Łon

■ Data: 8 lutego 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2022 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	E. M. Łon
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

■ Data: 8 lutego 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej do 3,50%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński	Przeciw:	E. M. Łon
	G. M. Ancyparowicz		
	Ł. J. Hardt		
	C. Kochalski		
	L. Kotecki		
	P. Litwiniuk		
	R. Sura		
	K. Zubelewicz		
	J. Żyżyński		

■ Data: 8 lutego 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2022 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński G. M. Ancyparowicz Ł. J. Hardt C. Kochalski L. Kotecki P. Litwiniuk R. Sura K. Zubelewicz J. Żyżyński	Przeciw:	E. M. Łon
------------	--	-----------------	-----------

■ Data: 8 marca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 0,75 pkt. proc., tj. do poziomu 3,50% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 4,00%,
- stopa depozytowa 3,00%,
- stopa redyskontowa weksli 3,55%,
- stopa dyskontowa weksli 3,60%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński I. K. Dąbrowski W. S. Janczyk C. Kochalski L. Kotecki P. Litwiniuk R. Sura H. J. Wnorowski J. Żyżyński	Przeciw:	nikt nie głosował
------------	---	-----------------	-------------------

■ Data: 8 marca 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2022 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Glapiński I. K. Dąbrowski W. S. Janczyk C. Kochalski L. Kotecki P. Litwiniuk R. Sura H. J. Wnorowski J. Żyżyński	Przeciw:	nikt nie głosował
------------	---	-----------------	-------------------

■ Data: 6 kwietnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2022 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2021 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 kwietnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy referencyjnej NBP o 1,00 pkt. proc., tj. do poziomu 4,50% oraz o równoległe podwyższenie pozostałych stóp procentowych NBP do następujących poziomów:

- stopa lombardowa 5,00%,
- stopa depozytowa 4,00%,
- stopa redyskontowa weksli 4,55%,
- stopa dyskontowa weksli 4,60%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: P. Litwiniuk

■ Data: 6 kwietnia 2022 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2022 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: P. Litwiniuk

www.nbp.pl

