



NARODOWY  
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Raport o inflacji – listopad 2024 r.

Warszawa, 2024 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W rozdziale 1 i 2 *Raportu* zostały uwzględnione dane dostępne do 28 października 2024 r., z kolei projekcja inflacji i PKB, przedstawiona w rozdziale 4, została sporządzona z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 października 2024 r.

---

# Spis treści

---

Synteza	5
<b>1. Otoczenie polskiej gospodarki</b>	<b>9</b>
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	11
1.3 Światowe rynki surowców	13
1.4 Polityka pieniężna za granicą	15
1.5 Światowe rynki finansowe	16
<b>2. Gospodarka krajowa</b>	<b>19</b>
2.1 Ceny dóbr i usług	19
2.2 Popyt i produkcja	22
2.3 Sektor finansów publicznych	24
2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	26
2.5 Rynek pracy	28
2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów	30
2.7 Pieniądz i kredyt	31
2.8 Bilans płatniczy	32
<b>3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2024 r.</b>	<b>35</b>
<b>4. Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>45</b>
4.1 Synteza	46
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	48
4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026	51
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	59
4.5 Źródła niepewności projekcji	61
<b>5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2024 r.</b>	<b>67</b>

---



# Synteza

Od publikacji *Raportu o inflacji – lipiec 2024 r.* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona. Roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. w strefie euro – a także w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej – była niska. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, trwała stagnacja. Jednocześnie wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych był relatywnie szybki. Na globalną koniunkturę nadal negatywnie oddziaływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz szoków podaźowych z poprzednich lat. Z kolei w kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływały wciąż korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz niższa inflacja, wspierająca wzrost realnych wynagrodzeń.

Globalna inflacja istotnie się obniżyła w ostatnim okresie. Przyczynił się do tego przede wszystkim spadek inflacji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w pobliże celów inflacyjnych tamtejszych banków centralnych, a także obniżenie się dynamiki cen w części gospodarek wschodzących. W kierunku niższej inflacji na świecie oddziaływały przede wszystkim spadek dynamiki cen energii, a także – w mniejszym stopniu – spadek inflacji bazowej, która jednak w wielu gospodarkach była nadal podwyższona. Dynamika cen usług – w warunkach podwyższonej dynamiki nominalnych wynagrodzeń – kształtowała się nadal powyżej wieloletnich średnich, choć w części gospodarek nieznacznie się obniżyła. Z kolei dynamika cen towarów przemysłowych była niska w związku z osłabionym popytem i nadal ograniczoną presją kosztową, widoczną w niskiej rocznej dynamice cen produkcji w przemyśle.

Ceny surowców energetycznych w ostatnim okresie były niższe niż rok wcześniej, natomiast ceny surowców rolnych były nieznacznie wyższe. Jednocześnie w przypadku obu grup towarowych ceny kształtowały się powyżej średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19, do czego przyczyniały się utrzymujące się ograniczenia podaźowe na części rynków, w tym związane z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę, oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

W związku ze spadkiem inflacji w pobliże celów inflacyjnych, wiele banków centralnych na świecie obniżyło w ostatnim okresie stopy procentowe. Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z kwotowań instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobny dalszy spadek stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w horyzoncie roku, a następnie ich stabilizację powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii.

Rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach rozwiniętych ukształtowały się na podobnym poziomie jak pod koniec czerwca br., przy czym pozostały wyższe niż średnio w latach poprzedzających pandemię. Jednocześnie kurs dolara amerykańskiego – w porównaniu do poziomu z końca czerwca br. – był słabszy wobec euro i walut gospodarek wschodzących oraz zbliżony wobec walut gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

W Polsce od lutego do czerwca 2024 r. inflacja CPI kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego), po czym wzrosła do 4,9% we wrześniu br. (wobec 2,6% w czerwcu br.). Wzrost inflacji wynikał przede

wszystkim z częściowego odmrożenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej oraz – choć w wyrażnie mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. We wrześniu br. wzrosła także inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Jak wskazują dane o sprzedaży detalicznej z ostatnich miesięcy – pomimo wciąż wysokiej dynamiki nominalnych wynagrodzeń, w tym związanej z podwyżkami płac w sektorze publicznym – obniżyła się dynamika popytu konsumpcyjnego na towary, co ograniczało tempo wzrostu ich cen, przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Jednocześnie ograniczająco na dynamikę CPI w ostatnich miesiącach oddziaływały relatywnie niska presja kosztowa – związana z wciąż obniżającymi się cenami produkcji sprzedanej przemysłu – oraz mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego wobec głównych walut.

W I połowie 2024 r. trwało ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce. Z kolei napływające dane dotyczące III kw. br. sygnalizują, że prawdopodobnie nastąpiło w tym okresie spowolnienie rocznej dynamiki PKB, w tym konsumpcji. W II kw. br. wzrost PKB przyspieszył do 3,2% r/r (z 2,0% r/r w I kw. br.). Największą dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB w II kw. br. – podobnie jak w I kw. br. – miał wzrost konsumpcji prywatnej. Wyraźnie dodatni wkład do dynamiki PKB miało także spożycie publiczne. Po spadku w I kw. br., w II kw. wzrosły w ujęciu rocznym również inwestycje, zwłaszcza publiczne. Z kolei ograniczająco na dynamikę PKB oddziaływał wkład zmiany zapasów. W II kw. br. wkład eksportu netto był ujemny po raz pierwszy od dwóch lat.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2024 r. wyniósł 66,2 mld zł (3,9% PKB) wobec deficytu 35,8 mld zł (2,2% PKB) w tym samym okresie 2023 r. Wyraźne pogorszenie wyniku jest m.in. rezultatem zmian w wydatkach sektora na świadczenia społeczne pieniężne (przede wszystkim zwiększenie wysokości świadczenia wychowawczego z 500 zł do 800 zł) oraz kosztów związanych z zatrudnieniem (podwyżki wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej oraz nauczycieli, nauczycieli przedszkolnych i akademickich). Do wzrostu deficytu w analizowanym okresie przyczyniły się także wyższe niż rok wcześniej koszty obsługi zadłużenia (o 0,4 pkt proc. PKB) oraz nakłady brutto na środki trwałe (o 0,7 pkt proc. PKB). Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB wyniesie 54,6% na koniec 2024 r. wobec 49,7% na koniec 2023 r.

Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych w II kw. 2024 r. poprawiła się w stosunku do poprzedniego kwartału, jednak zagregowany wynik finansowy brutto był wciąż wyraźnie niższy niż przed rokiem. W ujęciu kwartalnym rentowność tego sektora się poprawiła, choć była nadal niższa niż rok wcześniej, a jego płynność pozostała relatywnie wysoka.

Sytuacja na rynku pracy w ostatnim okresie była nadal dobra, w tym utrzymywała się niska stopa bezrobocia i wysoka dynamika nominalnych wynagrodzeń. Jednocześnie liczba pracujących była wysoka i relatywnie stabilna, przy czym dane dotyczące jej dynamiki są mieszane. Roczna dynamika realnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej w II kw. br. była historycznie wysoka, natomiast dane z sektora przedsiębiorstw za III kw. wskazują na obniżenie się dynamiki wynagrodzeń realnych w związku ze wzrostem inflacji.

Rentowności polskich obligacji skarbowych – podobnie jak rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych – ukształtowały się pod koniec października w pobliżu poziomu z końca czerwca br. Jednocześnie kurs złotego wobec głównych walut – po wcześniejszym umocnieniu – był pod koniec października podobny jak pod koniec czerwca br.

Dynamika agregatu M3 w III kw. 2024 r. wyniosła 8,2% r/r (wobec 8,5% r/r w II kw. br.). Jednocześnie zadłużenie kredytowe zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw wzrosło w ujęciu rocznym silniej niż w II kw. br.

Saldo rachunku bieżącego oraz pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W II kw. 2024 r. dodatnie saldo rachunku bieżącego obniżyło się. W kierunku niższego salda oddziaływało przede wszystkim pogorszenie salda obrotów towarowych. Obniżyło się również saldo usług. Z kolei saldo dochodów pierwotnych wzrosło, jednak pozostało ujemne.

*Raport* ma następującą strukturę: w rozdziale 1. przedstawiono analizę sytuacji ekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* w okresie lipiec – wrzesień 2024 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie 2024 r. umieszczono w rozdziale 3. W rozdziale 5. znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2024 r.

W rozdziale 4. Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 października 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2024 r. (wobec 3,1 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 4,2 – 6,6% w 2025 r. (wobec 3,9 – 6,6%) oraz 1,4 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,3 – 4,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,1% w 2024 r. (wobec 2,3 – 3,7% w projekcji z lipca br.), 2,4 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,8 – 4,8%) oraz 1,7 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,3%). W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obciążona znaczną niepewnością związaną z kształtowaniem się cen nośników energii dla gospodarstw domowych, które w istotnym stopniu zależą od działań regulacyjnych. Wskazane przedziały rozpięte są wokół ścieżki centralnej scenariusza zakładającego – zgodnie z obecnie obowiązującym stanem prawnym – dalsze uwolnienie cen nośników energii dla gospodarstw domowych na początku 2025 r. Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej w 2025 r. jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej tej ścieżki.





# 1. Otoczenie polskiej gospodarki

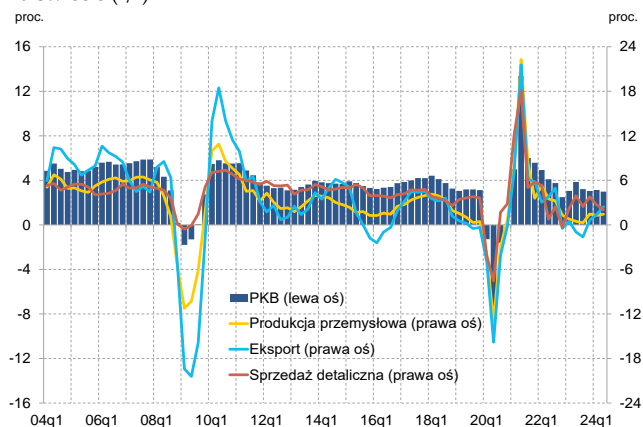
## 1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostawała osłabiona (Wykres 1.1). Roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. w strefie euro – a także w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej – była niska. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, trwała stagnacja. Jednocześnie wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych był relatywnie szybki.

Na globalną koniunkturę nadal negatywnie oddziaływały skutki wcześniejszego zacieśnienia warunków finansowania oraz szoków podaży z poprzednich lat. Z kolei w kierunku wyższej dynamiki aktywności oddziaływały nadal korzystna sytuacja na rynkach pracy oraz niższa inflacja, wspierająca wzrost realnych wynagrodzeń. Towarzyszyło temu stopniowe ożywienie światowego eksportu towarów, po jego wcześniejszym spadku<sup>1</sup>. Dynamika aktywności w światowym, a zwłaszcza europejskim, przemyśle pozostała przy tym niska i wyraźnie słabsza niż w sektorze usług.

W strefie euro dynamika PKB w II kw. 2024 r. wyniosła 0,6% r/r (wobec 0,5% r/r w I kw. br.<sup>2</sup>; Wykres 1.2). W kierunku wzrostu PKB oddziaływała poprawa salda handlu

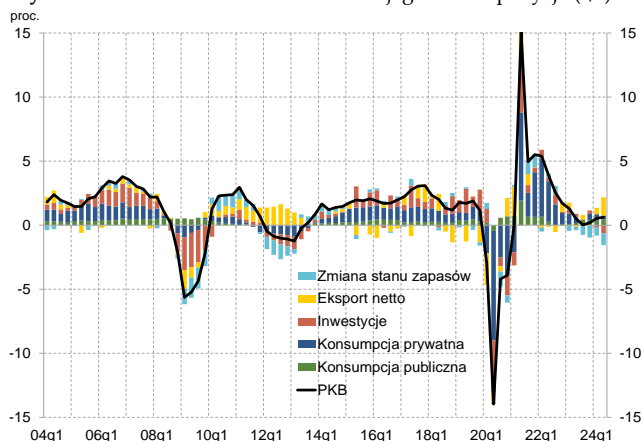
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



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

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

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

<sup>1</sup> Czynnikiem ryzyka dla światowego handlu pozostaje jego dalsza fragmentacja, której źródłami są m.in. wzrost napięć geopolitycznych oraz podwyżki cel w handlu między głównymi gospodarkami. W ostatnich miesiącach znaczne podwyżki cel na import towarów z Chin ogłosiły Stany Zjednoczone i Kanada (m.in. na stal, aluminium i pojazdy elektryczne) oraz Unia Europejska (na samochody elektryczne). Chiny podjęły działania odwetowe, m. in. podwyżki cel na import brandy z UE oraz ograniczenia eksportu niektórych pierwiastków rzadkich do gospodarek rozwiniętych. Ponadto, zarówno gospodarki rozwinięte, jak i Chiny prowadzą względem siebie szereg postępowań dotyczących dumpingu oraz subsydiowania krajowych producentów.

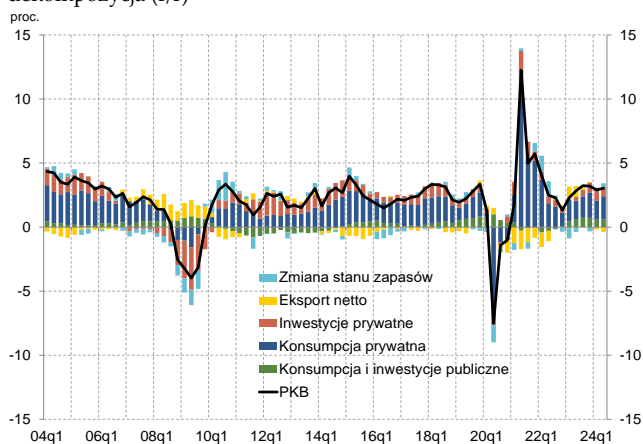
<sup>2</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w strefie euro w II kw. 2024 r. wzrósł o 0,2% kw/kw wobec 0,3% kw/kw w I kw. 2024 r.

zagranicznego, a także wzrost konsumpcji prywatnej i publicznej. Z kolei inwestycje i zmiana stanu zapasów obniżyły dynamikę PKB (Wykres 1.2). Wskaźniki koniunktury bieżącej w III kw. br. wskazują na utrzymującą się słabą aktywność w przemyśle i budownictwie, której towarzyszy wzrost aktywności w sektorze usług. Sytuacja na rynku pracy w strefie euro pozostawała korzystna. Zatrudnienie w II kw. 2024 r. wzrosło o 0,9% r/r (wobec 1,1% r/r w I kw. 2024 r.), a stopa bezrobocia w lipcu i sierpniu 2024 r. ponownie kształtowała się na najniższym poziomie w historii strefy euro (6,4%). Wzrost wynagrodzeń nominalnych był nadal wyraźnie wyższy od historycznej średniej i wyniósł w II kw. br. 4,5% r/r. Jednocześnie koniunktura gospodarcza w strefie euro jest zróżnicowana między największymi gospodarkami. W szczególności gospodarka Niemiec pozostawała bliska stagnacji od końca 2022 r. (dynamika PKB w II kw. 2024 r. wyniosła 0,0% r/r), przy szybszym wzroście PKB w Hiszpanii (3,1% r/r w II kw. 2024 r.), Francji (1,0% r/r) i Włoszech (0,6% r/r).

W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w II kw. 2024 r. wyniosła 3,0% r/r (wobec 2,9% r/r w I kw. br.; Wykres 1.3)<sup>3</sup>. Podobnie jak w I kw. 2024 r. dynamika PKB w II kw. 2024 r. była wspierana przez wzrost popytu wewnętrznego, zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Sytuacja na rynku pracy w III kw. br. była korzystna. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w zbliżonym tempie do odnotowanego w II kw., a stopa bezrobocia po przejściowym wzroście obniżyła się we wrześniu do 4,1%, tj. poziomu odnotowanego pod koniec II kw. Jednocześnie dynamika płac nominalnych była nadal relatywnie wysoka (4,0% r/r we wrześniu).

W Chinach dynamika PKB spowolniła do 4,7% r/r w II kw. 2024 r. (wobec 5,3% r/r w I kw. br.).

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



Źródło: dane Bureau of Economic Analysis, obliczenia NBP.

<sup>3</sup> W ujęciu kwartalnym PKB w Stanach Zjednoczonych w II kw. 2024 r. wzrósł o 3,0% kw/kw saar wobec 1,6% kw/kw saar w I kw. 2024 r.

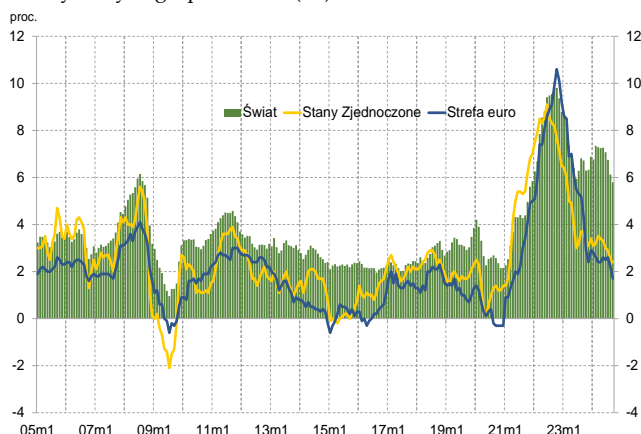
W porównaniu z I kw. br. zmniejszył się dodatni wkład konsumpcji do wzrostu gospodarczego, wzrósł natomiast dodatni wkład inwestycji oraz utrzymał się wysoki wkład eksportu netto. W III kw. br. wzrost PKB wyniósł 4,6% r/r<sup>4</sup>. W porównaniu z II kw. br. zmniejszył się dodatni wkład konsumpcji do wzrostu gospodarczego, wkład inwestycji nie zmienił się, zwiększył się natomiast dodatni wkład eksportu netto. Wzrost aktywności gospodarczej nadal ograniczała utrzymująca się dekonjunktura na rynku nieruchomości.

W gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro<sup>5</sup> dynamika PKB w II kw. 2024 r. obniżyła się do 0,9% r/r (wobec 1,3% r/r w I kw. 2024 r.)<sup>6</sup>. Wzrost gospodarczy w II kw. br. wspierany był głównie przez konsumpcję prywatną, a także – w mniejszym stopniu – przez spożycie publiczne. Dynamikę PKB najsilniej obniżał natomiast eksport netto, odzwierciedlając odbudowę popytu konsumpcyjnego oraz słabą koniunkturę wśród głównych partnerów handlowych, przede wszystkim w Niemczech. W II kw. br. ujemne były również wkłady inwestycji oraz zmiany stanu zapasów do wzrostu PKB. Sytuacja na rynku pracy pozostawała korzystna. Zatrudnienie w II kw. 2024 r. wzrosło średnio o 1,8% r/r (wobec 1,9% r/r w I kw. br.), a stopa bezrobocia w lipcu i sierpniu 2024 r. kształtowała się na niskim poziomie (średnio 4,4% wobec 4,3% w II kw. br.). Dynamika nominalnych wynagrodzeń pozostawała wysoka (średnio 10,9% r/r w II kw. br.).

## 1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* globalna inflacja istotnie się obniżyła (Wykres 1.4). Przyczynił się do tego przede wszystkim spadek

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



Źródło: dane LSEG Datastream, MFW, obliczenia NBP.

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

<sup>4</sup> Z kolei w ujęciu kwartalnym dynamika PKB w Chinach wyniosła 1,5% kw/kw w I kw. br., 0,5% kw/kw w II kw. br. i 0,9% kw/kw w III kw. br.

<sup>5</sup> Analizowana grupa krajów obejmuje Czechy, Węgry i Rumunię.

<sup>6</sup> Z kolei w ujęciu kwartalnym dynamika PKB w gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w II kw. 2024 r. wzrosła do 0,2% kw/kw wobec 0,1% kw/kw w I kw. 2024 r.

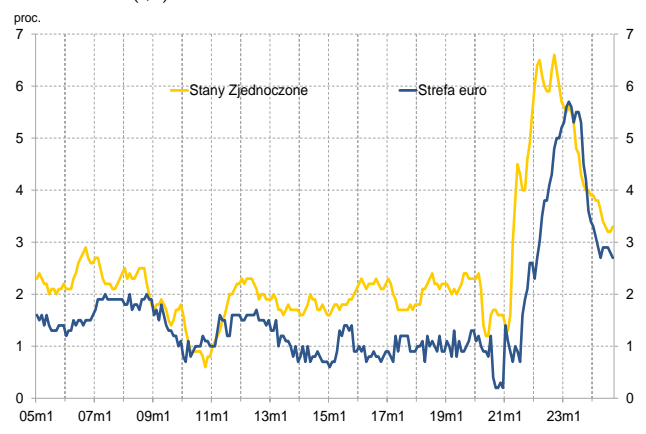
inflacji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w pobliże celów inflacyjnych tamtejszych banków centralnych, a także obniżenie dynamiki cen w części gospodarek wschodzących. W Chinach presja inflacyjna pozostawała niska.

W kierunku obniżenia inflacji na świecie oddziaływały przede wszystkim spadek dynamiki cen energii, a także – w mniejszym stopniu – spadek inflacji bazowej, która jednak w wielu gospodarkach była nadal podwyższona (Wykres 1.5). Dynamika cen usług – w warunkach podwyższonej dynamiki nominalnych wynagrodzeń – kształtowała się nadal powyżej wieloletnich średnich, choć w części gospodarek nieznacznie się obniżyła. Z kolei dynamika cen towarów przemysłowych była niska w związku z osłabionym popytem i nadal ograniczoną presją kosztową, widoczną w niskiej rocznej dynamice cen produkcji w przemyśle (Wykres 1.6).

W strefie euro inflacja HICP we wrześniu 2024 r. wyniosła 1,7% r/r (wobec 2,6% r/r w maju 2024 r.). Spadek inflacji wynikał głównie z obniżenia się dynamiki cen energii, która we wrześniu wyniosła -6,1% r/r (wobec 0,3% r/r w maju br.). Nieznacznie obniżyła się także inflacja bazowa, choć pozostała wyższa od wieloletniej średniej (wyniosła we wrześniu 2,7% r/r wobec 2,9% r/r w maju br.). Na spadek inflacji bazowej wpłynęły zarówno niższa dynamika cen towarów przemysłowych, jak i niewielki spadek dynamiki cen usług, która pozostała jednak podwyższona (3,9% r/r we wrześniu br.).

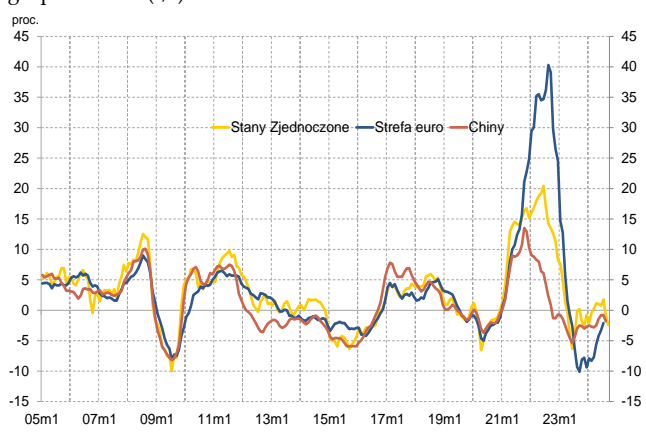
W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI we wrześniu 2024 r. obniżyła się do 2,4% r/r (względem 3,3% r/r w maju 2024 r.), co wynikało głównie ze spadku dynamiki cen energii w tym okresie<sup>7</sup>. Inflacja bazowa CPI we wrześniu br. wyniosła 3,3% r/r (wobec 3,4% r/r w maju 2024 r.). Dynamika cen usług pozostawała podwyższona (4,7% r/r), mimo pewnego spadku od maja br.

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



Źródło: dane Eurostat, Bureau of Labor Statistics.  
Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych.

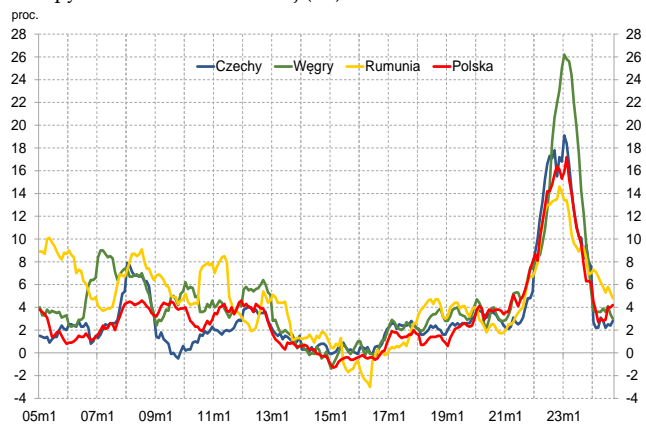
**Wykres 1.6** Wskaźniki inflacji cen produkcji w wybranych gospodarkach (r/r)



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

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

**Wykres 1.7** Zharmonizowane wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (HICP) w wybranych gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat.

<sup>7</sup> Z kolei inflacja PCE – do której odnosi się cel Rezerwy Federalnej dotyczący inflacji – wyniosła 2,2% r/r w sierpniu 2024 r.

Natomiast roczna dynamika cen towarów była nadal ujemna.

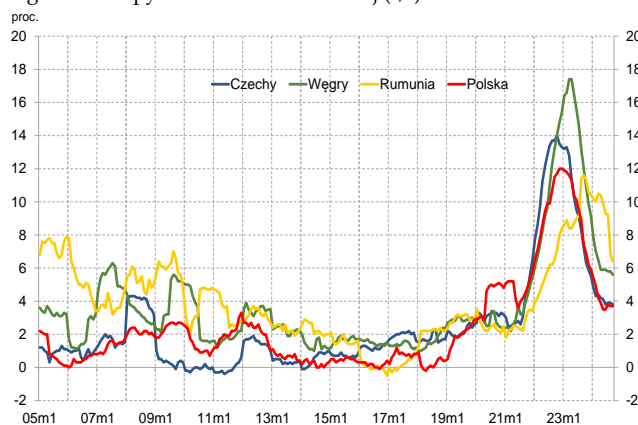
Spośród gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro inflacja HICP we wrześniu 2024 r. była niższa niż w maju br. na Węgrzech (3,0% r/r wobec 3,9% r/r w maju) i w Rumunii (4,8% r/r wobec 5,8% r/r w maju; Wykres 1.7). Natomiast w Czechach inflacja HICP kształtowała się we wrześniu na takim samym poziomie jak w maju br. (2,8% r/r)<sup>8</sup>. W każdej z wymienionych gospodarek dynamika cen energii obniżyła się względem maja br. Spadła również inflacja z wyłączeniem cen żywności, alkoholu, wyrobów tytoniowych i energii (Wykres 1.8), choć pozostała ona podwyższona w warunkach utrzymywania się dynamiki cen usług powyżej wieloletniej średniej (średnio 7,1% r/r we wrześniu br.). Jednocześnie dynamika cen żywności wzrosła.

### 1.3 Światowe rynki surowców

Ceny surowców energetycznych w ostatnim okresie były niższe niż rok wcześniej, natomiast ceny surowców rolnych<sup>9</sup> były nieznacznie wyższe. Jednocześnie w przypadku obu grup towarowych ceny kształtowały się powyżej średnich poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19<sup>10</sup>, do czego przyczyniały się utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków, w tym związane z rosyjską agresją zbrojną na Ukrainę, oraz napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie.

Średnia cena ropy naftowej Brent w październiku br. była o 8% niższa niż w czerwcu br. i o 14% niższa niż przed rokiem (Wykres 1.9). Spadkowi ceny ropy naftowej sprzyjał słabszy popyt na paliwa związany z relatywnie niską dynamiką

**Wykres 1.8** Zharmonizowane wskaźniki inflacji cen dóbr konsumpcyjnych (HICP) z wyłączeniem cen żywności, alkoholu, wyrobów tytoniowych i energii w wybranych gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat.

**Wykres 1.9** Cena baryłki ropy naftowej Brent



Źródło: dane Bloomberg.

<sup>8</sup> Inflacja CPI obniżyła się w tym okresie na Węgrzech (do 3,0% r/r we wrześniu wobec 4,0% r/r w maju br.) i Rumunii (4,6% r/r we wrześniu wobec 5,1% r/r w maju br.), natomiast w Czechach pozostała na niezmiennym poziomie (2,6% r/r).

<sup>9</sup> Średnie ceny surowców energetycznych w październiku 2024 r. obliczono na podstawie danych do 25 października 2024 r. Z kolei indeks cen surowców rolnych uwzględnia dane do 24 października 2024 r.

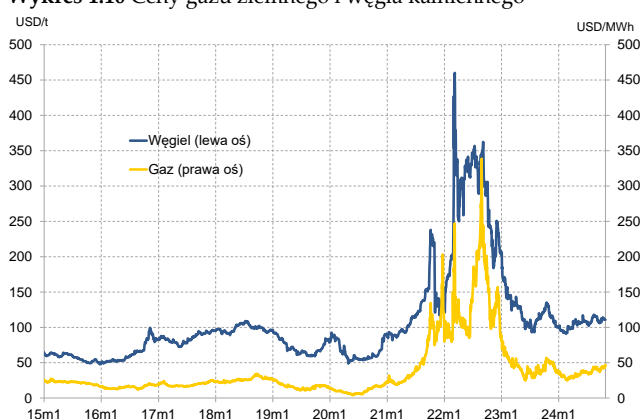
<sup>10</sup> Ceny ropy naftowej, gazu i węgla w październiku 2024 r. kształtowały się na poziomie odpowiednio o 32%, 120% i 48% wyższym od średnich poziomów z lat 2015-2019. Z kolei ceny surowców rolnych w październiku 2024 r. były o 41% wyższe od analogicznej średniej.

aktywności w wielu gospodarkach na świecie (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), a także – w ostatnim okresie – oczekiwanie na stopniowy wzrost limitów produkcji w ramach OPEC+. Na początku października br. cena ropy naftowej przejściowo silnie wzrosła, co było skutkiem nasilenia napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i związanych z tym obaw o ciągłość dostaw ropy z tego regionu. W dalszym ciągu ograniczająco na podaż ropy oddziałuje stosowanie limitów produkcji przez OPEC+ oraz utrzymywanie sankcji nałożonych na Rosję.

Ceny gazu ziemnego i węgla wzrosły od czerwca br. odpowiednio o 18% i 3%, ale nadal były niższe niż przed rokiem (odpowiednio o 12% i 14%; Wykres 1.10). Wzrost cen gazu ziemnego w ostatnich miesiącach był związany głównie z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie, które zwiększały obawy o dostępność tego surowca oraz oddziaływały w kierunku wyższych kosztów transportu skroplonego gazu ziemnego (LNG) ze względu na konieczność wykorzystywania znacznie dłuższych morskich szlaków dostaw. Ograniczająco na poziom cen surowca wpływał natomiast wysoki stan zapasów i relatywnie niski popyt w Europie przy znacznej produkcji energii elektrycznej ze źródeł odnawialnych. Kształtowanie się cen gazu ziemnego w dużej mierze wpływało również na ceny węgla i uprawnień do emisji gazów cieplarnianych<sup>11</sup>.

Indeks cen surowców rolnych NBP w październiku br. był o 2% niższy niż w czerwcu br., ale o 1% wyższy niż przed rokiem (Wykres 1.11). W ostatnich miesiącach wzrosły przede wszystkim ceny produktów nabiałowych ze względu na wyższy popyt i ograniczoną podaż w Europie. Spadły natomiast głównie ceny wieprzowiny w UE w związku ze stopniową

**Wykres 1.10** Ceny gazu ziemnego i węgla kamiennego



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

**Wykres 1.11** Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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

odbudową produkcji i osłabieniem popytu importowego.

#### 1.4 Polityka pieniężna za granicą

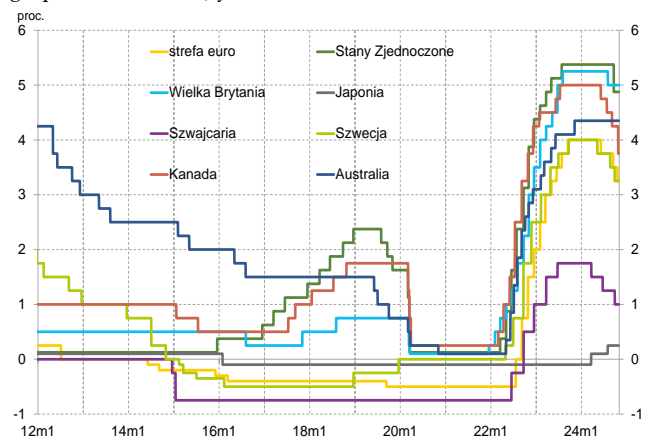
W związku ze spadkiem inflacji w pobliże celów inflacyjnych, wiele banków centralnych na świecie obniżyło w ostatnim okresie stopy procentowe (por. rozdz. 1.2 *Ceny dóbr i usług za granicą*; Wykres 1.12, Wykres 1.13). Oczekiwania uczestników rynków finansowych implikowane z kwotowań instrumentów finansowych wskazują na prawdopodobny dalszy spadek stóp procentowych w większości gospodarek rozwiniętych w horyzoncie roku, a następnie ich stabilizację powyżej poziomów sprzed wybuchu pandemii COVID-19 (Wykres 1.14).

Od początku czerwca br. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył stopę depozytową w trzech krokach po 0,25 pkt proc. – obecnie wynosi ona 3,25% (wcześniej, tj. od września 2023 r. do czerwca 2024 r. EBC utrzymywał stopę depozytową na poziomie 4,00%). Oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na prawdopodobne dalsze obniżki stóp procentowych EBC w najbliższych kwartałach.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) we wrześniu obniżyła przedział dla stopy *fed funds* o 0,50 pkt proc. – obecnie wynosi on 4,75-5,00%. Była to pierwsza obniżka stóp procentowych Fed po okresie ich utrzymywania na niezmiennym poziomie od lipca 2023 r. Uczestnicy rynków finansowych oczekują obniżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w nadchodzących kwartałach.

W ostatnich miesiącach również wiele banków centralnych innych gospodarek rozwiniętych obniżyło stopy procentowe, w tym banki Kanady, Nowej Zelandii, Szwajcarii, Szwecji oraz Wielkiej Brytanii. Natomiast banki centralne Australii i Norwegii utrzymywały stopy procentowe na

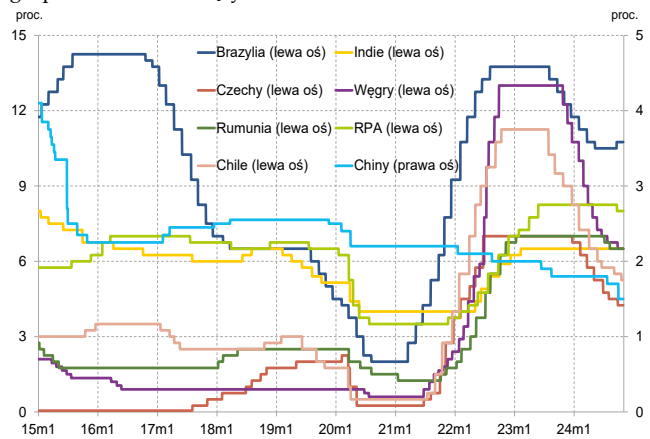
**Wykres 1.12** Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

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

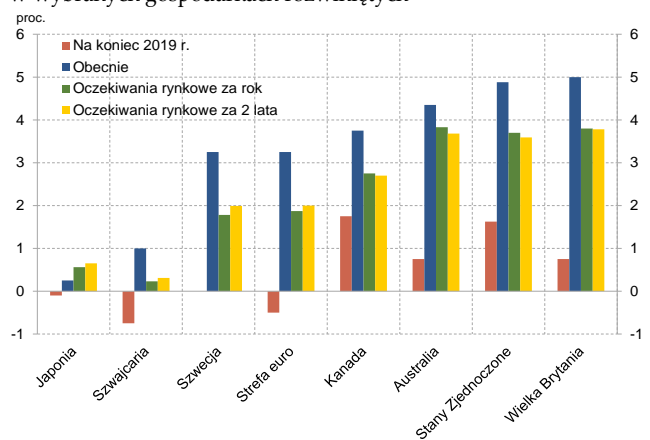
**Wykres 1.13** Stopy procentowe wybranych banków centralnych gospodarek wschodzących



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Brazylii – *Selic Rate*; dla Indii – stopa *repo*; dla Chin – stopa *reverse repo 7D*; dla Czech – stopa *repo 2W*; dla Rumunii – *Policy rate*; dla Węgry – *base rate*; dla RPA – stopa *repo*; dla Chile – *monetary policy interest rate*.

**Wykres 1.14** Poziom stóp procentowych banków centralnych w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Źródło: dane Bloomberg.

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

niezmienionym poziomie. Z kolei Bank Japonii ponownie podwyższył stopy procentowe.

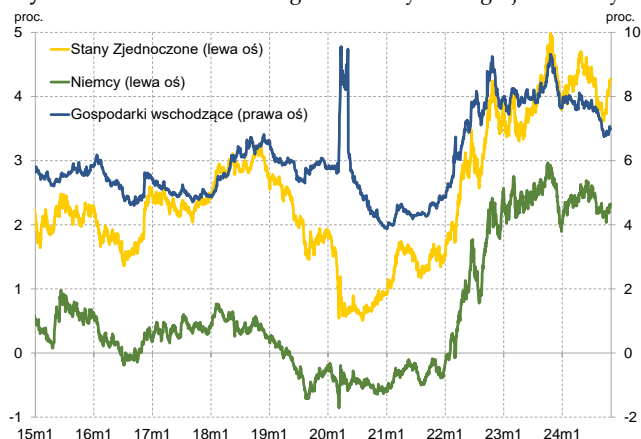
W regionie Europy Środkowo-Wschodniej od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* banki centralne Czech, Węgier oraz Rumunii obniżyły stopy procentowe, przy czym w październiku br. na Węgrzech i w Rumunii zdecydowano o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Natomiast spośród pozostałych gospodarek wschodzących część banków centralnych obniżyła stopy procentowe (m.in. w Chinach i RPA), część utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie (m.in. w Indiach i Turcji), a niektóre podwyższyły stopy procentowe (m.in. w Brazylii i Rosji).

## 1.5 Światowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach korzystnie na nastroje na światowych rynkach finansowych wpływało w szczególności poluzowanie polityki pieniężnej w największych gospodarkach rozwiniętych w związku ze spadkiem inflacji (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływały napięcia geopolityczne, a także obawy o perspektywy koniunktury gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, które przyczyniły się do przejściowego wzrostu zmienności na globalnych rynkach finansowych na początku sierpnia br.

W tych uwarunkowaniach rentowności obligacji skarbowych w gospodarkach rozwiniętych ukształtowały się na podobnym poziomie jak pod koniec czerwca br., przy czym pozostały wyższe niż średnio w latach poprzedzających pandemię COVID-19 (Wykres 1.15). Jednocześnie indeksy giełdowe na świecie wzrosły i w wielu gospodarkach rozwiniętych były w pobliżu najwyższego poziomu w historii (Wykres 1.16). Pod koniec października kurs dolara amerykańskiego – w porównaniu do poziomu z końca czerwca br. – był słabszy wobec euro i walut gospodarek wschodzących oraz zbliżony

**Wykres 1.15** Rentowności długoterminowych obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

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

**Wykres 1.16** Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

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

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



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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



wobec walut gospodarek regionu Europy  
Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.17).



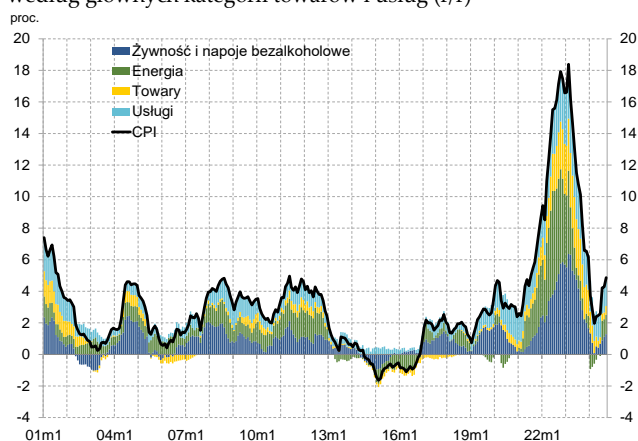
## 2. Gospodarka krajowa

### 2.1 Ceny dóbr i usług

W Polsce od lutego do czerwca 2024 r. inflacja CPI kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego), po czym wzrosła do 4,9% we wrześniu br. (wobec 2,6% w czerwcu br.; Wykres 2.1). Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z częściowego odmrożenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej oraz – choć w wyraźnie mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. We wrześniu br. wzrosła także inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Jak wskazują dane o sprzedaży detalicznej z ostatnich miesięcy – pomimo wciąż wysokiej dynamiki nominalnych wynagrodzeń, w tym związanej z podwyżkami płac w sektorze publicznym – obniżyła się dynamika popytu konsumpcyjnego na towary, co ograniczało tempo wzrostu ich cen, przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja* oraz rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Jednocześnie ograniczająco na dynamikę CPI w ostatnich miesiącach oddziaływały relatywnie niska presja kosztowa – związana z wciąż obniżającymi się cenami produkcji sprzedanej przemysłu – oraz mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego wobec głównych walut (por. rozdz. 2.6 *Rynki finansowe i ceny aktywów*).

Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych zwiększyła się z 2,5% r/r w czerwcu br. do 4,7% r/r we wrześniu br. W kierunku wzrostu rocznej dynamiki cen żywności w tym okresie oddziaływały rozłożony w czasie wpływ

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



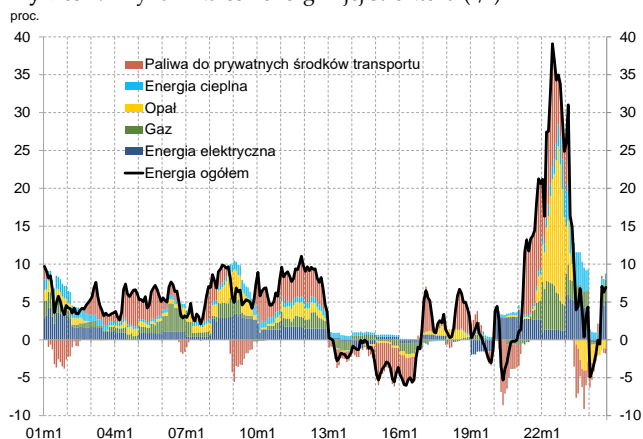
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

przywrócenia 5% stawki VAT na podstawowe produkty spożywcze od kwietnia br., a także dodatnie efekty bazy spowodowane nasileniem się konkurencji cenowej na krajowym rynku detalicznym od lipca 2023 r. oraz wyraźnie niższe tegoroczne krajowe zbiory części warzyw i owoców.

Dynamika cen energii wzrosła z -0,6% r/r w czerwcu br. do 7,1% r/r w lipcu br. (Wykres 2.2) na skutek wyższej rocznej dynamiki cen nośników energii (wzrost z -1,6% w czerwcu do 10,1% w lipcu) spowodowanej wzrostem przeciętnych rachunków za energię elektryczną (o 19,9% m/m), gaz ziemny (o 20,0% m/m) i energię ciepłą (o 0,3% m/m) w wyniku częściowego odmrożenia cen od lipca br.<sup>12</sup> W sierpniu br. roczna dynamika cen energii przejściowo obniżyła się do 6,3% głównie wskutek spadku cen paliw do prywatnych środków transportu, z kolei we wrześniu br. ponownie wzrosła (do 6,9%), do czego przyczynił się efekt bazy związany z wprowadzeniem we wrześniu ub.r. zwiększonego limitu zużycia energii elektrycznej gwarantującego rozliczanie rachunków według zamrożonych stawek.

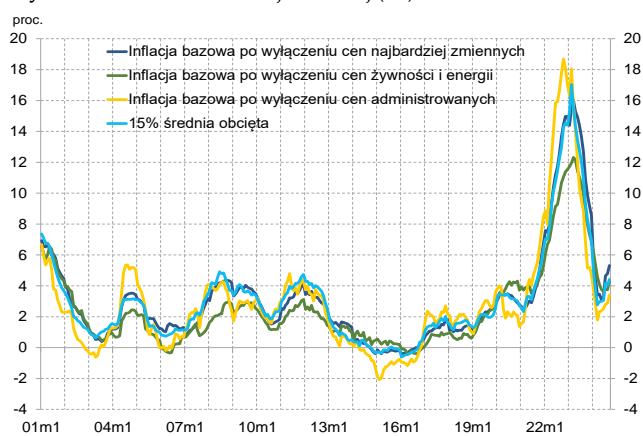
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła z 3,6% r/r w czerwcu do 4,3% r/r we wrześniu br. (Wykres 2.3), na co złożyły się wyższe roczne dynamiki cen zarówno towarów nieżywnościowych (wzrost z 1,4% w czerwcu do 2,0% we wrześniu), jak i usług (wzrost z 6,1% w czerwcu do 6,8% we wrześniu). Inflacja cen towarów nieżywnościowych zwiększyła się głównie pod wpływem efektu bazy związanego ze spadkiem cen artykułów medycyno-

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

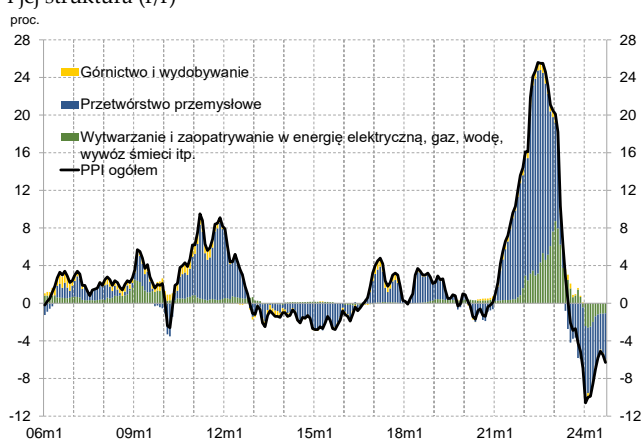
<sup>12</sup> Na podstawie *Ustawy z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego* od 1 lipca 2024 r. nastąpił wzrost maksymalnej ceny netto energii elektrycznej jako towaru dla gospodarstw domowych do 500 zł/MWh (wobec obowiązujących 412 zł/MWh do 1,5 MWh limitu zużycia oraz 693 zł/MWh powyżej tego limitu), odmrożono taryfy dystrybucyjne na energię elektryczną, a także zawieszono pobieranie opłaty mocy do grudnia 2024 r. Jednocześnie Prezes URE zatwierdził nowe taryfy na sprzedaż energii elektrycznej, które mają obowiązywać do końca 2025 r. W przypadku cen gazu nastąpiło odmrożenie taryf dystrybucyjnych i zniesiono cenę maksymalną, a Prezes URE zatwierdził nowe taryfy na sprzedaż gazu ziemnego, które mają obowiązywać do końca czerwca 2025 r. Ustawa wprowadziła również nowe ceny maksymalne dla ciepła sieciowego, a także rekompensaty dla wybranych gospodarstw domowych w formie bonu energetycznego.

farmaceutycznych we wrześniu 2023 r. w wyniku rozszerzenia programu bezpłatnych leków refundowanych. Z kolei wzrost inflacji cen usług nastąpił na skutek wyższych rocznych dynamik cen usług w zakresie rekreacji i kultury (efekt słabszego niż przeciętnie sezonowego spadku cen turystyki zorganizowanej oraz wzrostu opłat radiowo-telewizyjnych we wrześniu br. przy dodatnich efektach bazy), a także łączności (wzrost cen usług telefonii we wrześniu br. oraz wygaśnięcie efektów promocji cenowych w zakresie usług internetowych we wrześniu ub.r.). Pozostałe miary inflacji bazowej również były we wrześniu br. wyższe niż w czerwcu br.<sup>13</sup>

W ostatnich miesiącach ceny produkcji sprzedanej przemysłu nadal się obniżały w ujęciu rocznym (dynamika wyniosła -6,3% r/r we wrześniu br. wobec -7,0% r/r w maju br.; Wykres 2.4), a spadek cen odnotowano w większości działów przemysłu. Wciąż najszybciej obniżały się ceny dóbr energetycznych, co oddziaływało ograniczająco na dynamikę cen produkcji na dalszych etapach łańcucha tworzenia wartości. Obniżały się także – choć w wyrażnie mniejszym stopniu – ceny dóbr konsumpcyjnych uwzględnianych w PPI.

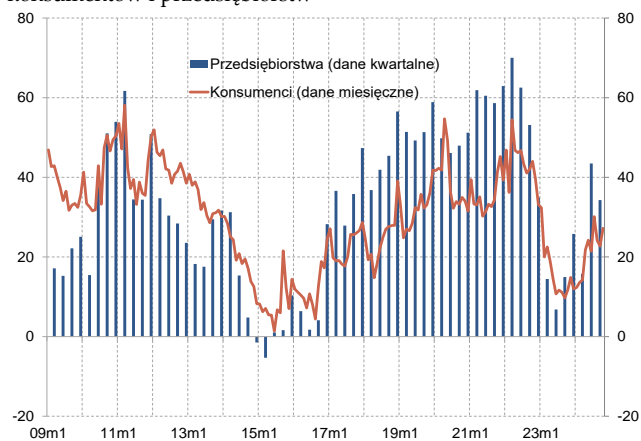
W październiku 2024 r. statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych konsumentów była wyższa niż w czerwcu br. (Wykres 2.5), co sugeruje przesunięcie oczekiwań konsumentów w kierunku wyższej – w stosunku do postrzeganej obecnie – dynamiki cen<sup>14</sup>. Nadal jednak statystyka bilansowa była niższa od wieloletniej średniej. Z kolei statystyka bilansowa oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw w III kw. br. obniżyła się, wskazując na przesunięcie oczekiwań

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



Źródło: dane GUS, Eurostat.

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



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

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

<sup>13</sup> We wrześniu br. inflacja po wyłączeniu cen administrowanych wyniosła 3,4% r/r, 15% średnia obciąża wyniosła 4,4% r/r, a inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 5,3% r/r.

<sup>14</sup> Na wzrost statystyki bilansowej oczekiwań inflacyjnych konsumentów w październiku zauważalny wpływ miały opinie respondentów z województw dotkniętych we wrześniu 2024 r. przez powódź.

przedsiębiorstw w kierunku niższej – w stosunku do bieżącej – dynamiki cen.

Zgodnie z wynikami Ankiety Makroekonomicznej NBP z września br. oczekiwania inflacyjne zewnętrznych ekspertów w horyzoncie 4 kwartałów obniżyły się wyraźnie względem poprzedniego kwartału, przy nieznacznym wzroście prognoz w horyzoncie 8 kwartałów (Tabela 2.1). Z kolei prognozy analityków rynkowych ankietowanych w październiku br. przez Reuters wskazują na spadek oczekiwań inflacyjnych w obydwu horyzontach. Zgodnie z tymi prognozami inflacja – po przejściowym wzroście w IV kw. br. i I kw. 2025 r. – obniży się do 2,7% r/r w IV kw. 2026 r. (Wykres 2.6).

## 2.2 Popyt i produkcja

W I połowie 2024 r. trwało ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce. Z kolei napływające dane dotyczące III kw. br. sygnalizują, że prawdopodobnie nastąpiło w tym okresie spowolnienie rocznej dynamiki PKB, w tym konsumpcji.

W II kw. br. wzrost PKB przyspieszył do 3,2% r/r (z 2,0% r/r w I kw. br., Wykres 2.7). Największą dodatnią kontrybucję do wzrostu PKB w II kw. br. – podobnie jak w I kw. br. – miał wzrost konsumpcji prywatnej. Również spożycie publiczne miało wyraźnie dodatni wkład do dynamiki PKB. Po spadku w I kw. br., w II kw. wzrosły w ujęciu rocznym również inwestycje, zwłaszcza publiczne. Z kolei ograniczająco na dynamikę PKB oddziaływał wkład zmiany zapasów. W II kw. br. wkład eksportu netto był ujemny po raz pierwszy od dwóch lat.

Dynamika spożycia gospodarstw domowych w II kw. br. była podobna jak w poprzednim kwartale (4,7% r/r wobec 4,6% r/r w I kw. br.; Wykres 2.8). Relatywnie wysokiej dynamice konsumpcji sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie oraz silny wzrost nominalnych wynagrodzeń, co w warunkach

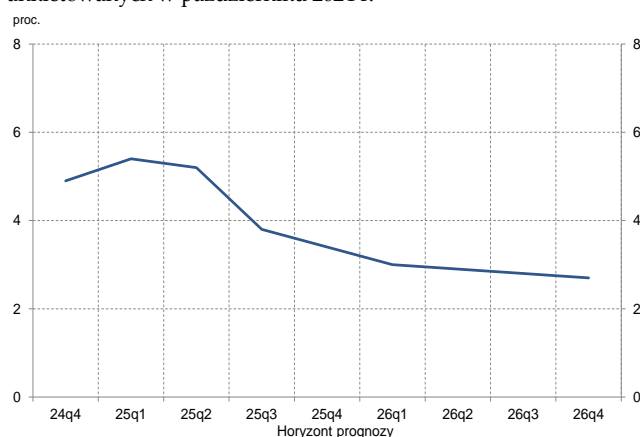
**Tabela 2.1** Oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

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

Źródło: dane NBP i LSEG Datastream.

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

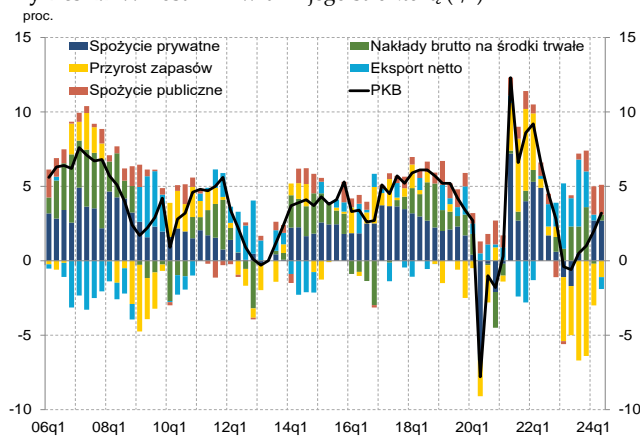
**Wykres 2.6** Prognozy inflacji według analityków rynkowych ankietowanych w październiku 2024 r.



Źródło: dane LSEG Datastream.

Mediana prognoz analityków ankietowanych przez agencję Reuters.

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



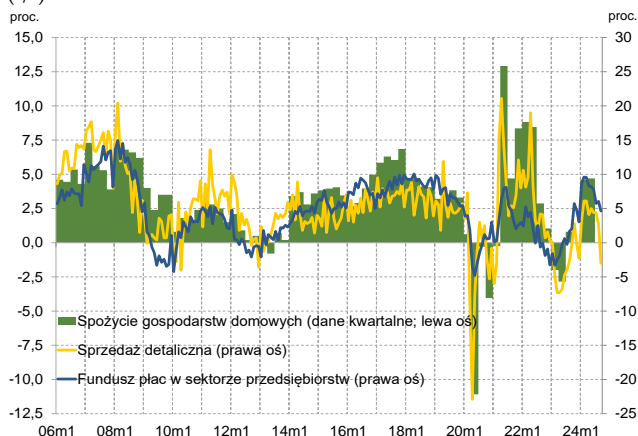
Źródło: dane GUS, NBP.

niższej niż w poprzednich kwartałach inflacji przełożyło się na rekordowo wysoki wzrost płac w ujęciu realnym (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Dynamika konsumpcji w II kw. br. była przy tym istotnie niższa niż realna dynamika funduszu płac. Jednocześnie w II kw. wskaźniki nastrojów konsumenckich obniżyły się w porównaniu z I kw. 2024 r., lecz były nadal wyższe niż średnio w ubiegłym roku (Wykres 2.9).

Nakłady brutto na środki trwałe w II kw. br. zwiększyły się o 2,7% r/r (wobec spadku o 1,8% r/r w I kw. br.), do czego przyczynił się wzrost inwestycji publicznych oraz – w znacznie mniejszym stopniu – inwestycji mieszkaniowych, przy niższych niż przed rokiem inwestycjach przedsiębiorstw (Wykres 2.10). Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP<sup>15</sup>, ograniczająco na inwestycje przedsiębiorstw wpływały relatywnie niskie wykorzystanie zdolności wytwórczych, utrzymujące się nadwyżki zapasów oraz obniżenie prognoz popytu. Według sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa zmniejszyły nakłady we wszystkich głównych kategoriach, tj. nakłady na maszyny i urządzenia oraz środki transportu, a także inwestycje budowlane. Niska aktywność inwestycyjna dotyczyła większości głównych branż, w tym przetwórstwa przemysłowego oraz transportu.

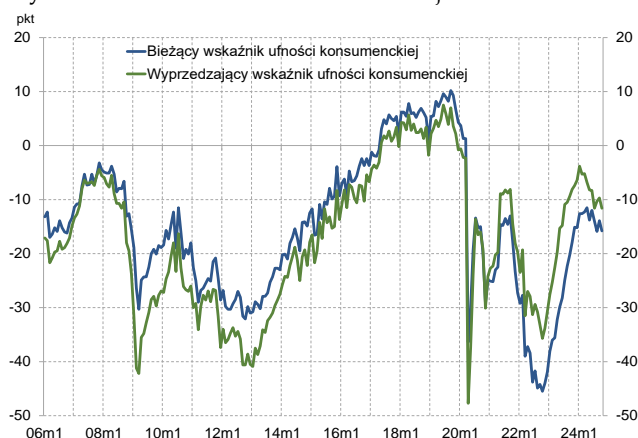
Wkład eksportu netto do rocznej dynamiki PKB w II kw. 2024 r. spadł poniżej zera po raz pierwszy od dwóch lat (wyniósł -0,8 pkt proc. wobec 0,4 pkt proc. w I kw. br.), przy silniejszym wzroście importu niż eksportu. Dynamika eksportu, pomimo wzrostu w II kw. br., była nadal istotnie niższa od wieloletniej średniej, w związku z osłabioną koniunkturą w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski, zwłaszcza w Niemczech. Wyższej niż w I kw. br. dynamice importu sprzyjał silniejszy wzrost popytu krajowego. Dane o nominalnej wartości

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



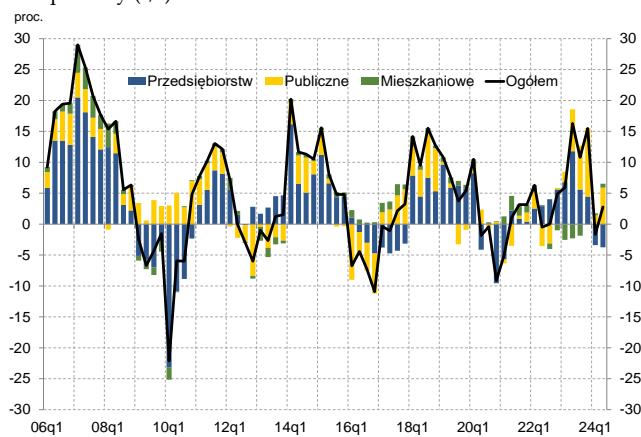
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.9** Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>15</sup> Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, lipiec 2024 r.

handlu towarami<sup>16</sup> wskazują, że w II kw. br. roczna dynamika eksportu była ujemna (choć wyższa niż w I kw. br.; Wykres 2.11), do czego najsilniej przyczynił się spadek eksportu do strefy euro. Także nominalna wartość importu towarów była mniejsza niż rok wcześniej, do czego przyczynił się głównie spadek importu dóbr pośrednich.

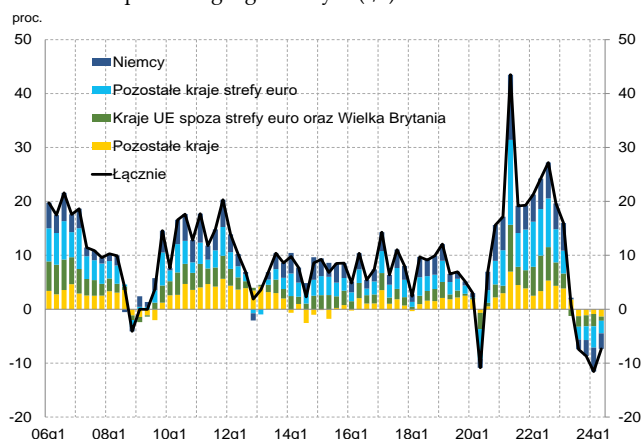
Dynamika wartości dodanej brutto (WDB) w polskiej gospodarce wzrosła do 2,2% r/r w II kw. br. (wobec 1,7% r/r w I kw. br.; Wykres 2.12). Podobnie jak w poprzednim kwartale, największy wkład do wzrostu WDB miały usługi rynkowe. Dodatni, ale niższy wkład miały również usługi nierynkowe i przemysł, a ujemną kontrybucję do dynamiki WDB miało budownictwo.

Napływające dane sygnalizują, że w III kw. 2024 r. prawdopodobnie nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej w III kw. br. wyraźnie się obniżyła i była ujemna (wyniosła -1,5% r/r wobec 4,8% r/r w II kw. br.), przy pewnym pogorszeniu nastrojów konsumenckich<sup>17</sup>. Z kolei wzrost produkcji przemysłowej był niski i nieco słabszy niż w poprzednim kwartale (wyniósł 0,6% r/r w III kw. wobec 0,8% r/r w II kw.). Jednocześnie utrzymywał się wyraźny spadek produkcji budowlano-montażowej (dynamika wyniosła -6,9% r/r w III kw. wobec -6,0% r/r w II kw. br.)<sup>18</sup>.

### 2.3 Sektor finansów publicznych

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w I połowie 2024 r. wyniósł 66,2 mld zł (3,9% PKB), wobec deficytu 35,8 mld zł (2,2% PKB) w tym samym

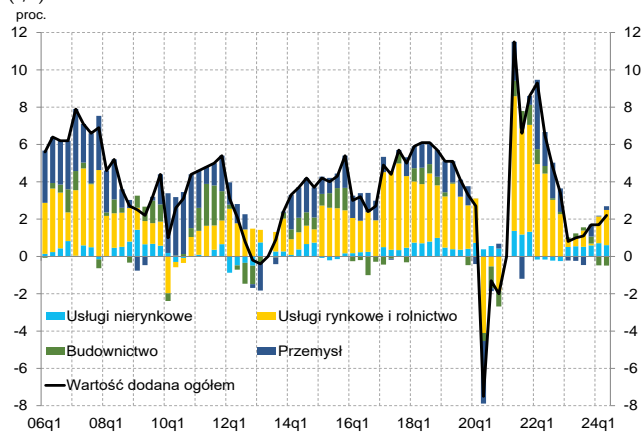
Wykres 2.11 Dynamika nominalnej wartości eksportu oraz jej struktura w podziale geograficznym (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Nominalna dynamika polskiego eksportu towarów w złotych.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>17</sup> Wskaźniki ufności konsumenckiej GUS pogorszyły się również według danych za październik, na co zauważalny wpływ miały opinie respondentów z województw dotkniętych we wrześniu 2024 r. przez powódź.

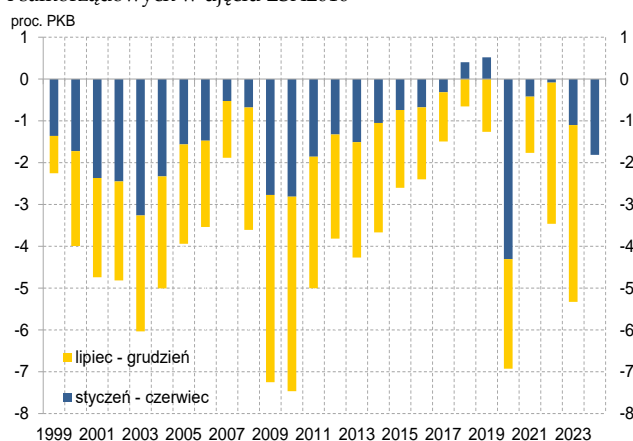
<sup>18</sup> Dynamika kwartalna produkcji budowlano-montażowej obliczona na podstawie dynamik miesięcznych.



okresie 2023 r. (Wykres 2.13)<sup>19</sup>. Wyraźne pogorszenie wyniku jest m.in. rezultatem zmian w wydatkach sektora na świadczenia społeczne pieniężne (przede wszystkim zwiększenie wysokości świadczenia wychowawczego z 500 zł do 800 zł) oraz kosztów związanych z zatrudnieniem (podwyżki wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej oraz nauczycieli, nauczycieli przedszkolnych i akademickich). Do wzrostu deficytu w analizowanym okresie przyczyniły się także wyższe niż rok wcześniej koszty obsługi zadłużenia (o 0,4 pkt proc. PKB) oraz nakłady brutto na środki trwałe (o 0,7 pkt proc. PKB).

Według danych MF, w okresie styczeń-wrzesień br. w budżecie państwa wystąpił deficyt w wysokości 107,3 mld zł, wobec deficytu 34,7 mld zł w tym samym okresie 2023 r. Pogorszenie wyniku jest w głównej mierze rezultatem wysokiego wzrostu wydatków, przy niższym od zakładanego wzroście dochodów podatkowych i niepodatkowych budżetu państwa (o 10,1% r/r, wobec planowanego w ustawie budżetowej wzrostu o 18,9% r/r w całym br.). W okresie styczeń-wrzesień br. dochody z VAT były wyższe o 19,9% r/r. Dochody budżetu państwa z podatku PIT w okresie styczeń-wrzesień br. były wyższe o 22,0% r/r<sup>20</sup>. Było to efektem relatywnie wysokiej dynamiki płac, wzrostu efektywnej stawki PIT oraz mniejszej kwoty zwrotów w ramach rozliczenia rocznego. Dochody budżetu państwa z CIT były z kolei niższe o 16,6% r/r, przede wszystkim w związku z niższym niż przed rokiem zagregowanym wynikiem finansowym sektora przedsiębiorstw niefinansowych oraz mniejszej niż w ub.r. skali dopłat podatku w ramach rozliczenia rocznego (por. rozdz. 2.4 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*). W okresie styczeń-wrzesień br. wydatki budżetu państwa wzrosły o 25,4% r/r, m.in. za sprawą wyższej subwencji ogólnej dla JST (o 22,7% r/r,

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



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Wynik sektora za poszczególne półrocza odniesiony do rocznego PKB. PKB za 2024 r. na podstawie jesiennej notyfikacji fiskalnej.

<sup>19</sup> Wynik sektora za I półrocze odniesiony do PKB w I półroczu, wartości nieodsezonowane.

<sup>20</sup> Z kolei łączne dochody budżetu państwa i samorządów z tego tytułu wzrosły o 29,7% r/r.

przede wszystkim w związku z podwyższeniem wynagrodzeń nauczycieli), podwyżek płac dla państwowej sfery budżetowej o 20%<sup>21</sup>, wyższych kosztów programu „Rodzina 800+” (wzrost o 57,1% r/r), a także przeniesienia od 2024 r. finansowania tzw. 13-tych i 14-tych emerytur z Funduszu Solidarnościowego do budżetu.

Zgodnie z szacunkiem rządowym zawartym w jesiennej notyfikacji fiskalnej, wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w 2024 r. wyniesie -5,7% PKB, wobec -5,3% PKB w 2023 r. Wzrost deficytu jest w istotnej mierze związany ze wspomnianym wzrostem wydatków sektora na świadczenia społeczne pieniężne oraz wynagrodzenia pracowników sektora finansów publicznych. W bieżącym roku następuje również dalszy wzrost nakładów na obronę narodową, a także inwestycji samorządowych finansowanych ze środków krajowych. Natomiast w kierunku niższego deficytu oddziałują mniejsze niż w 2023 r. koszty finansowania działań osłonowych podjętych w związku z m.in. wcześniejszym wzrostem cen surowców.

Zgodnie z jesienną notyfikacją fiskalną dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA2010) w relacji do PKB na koniec 2024 r. wyniesie 54,6%, wobec poziomu 49,7% PKB na koniec 2023 r.

## **2.4 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw**

W II kw. 2024 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych<sup>22</sup> poprawiła się w stosunku do poprzedniego kwartału, jednak zagregowany wynik finansowy brutto był wciąż wyraźnie niższy niż przed rokiem (jego dynamika

---

<sup>21</sup> Wydatki bieżące jednostek budżetowych na wynagrodzenia i pochodne od wynagrodzeń w okresie styczeń-sierpień 2024 r. były wyższe o 23,1% r/r.

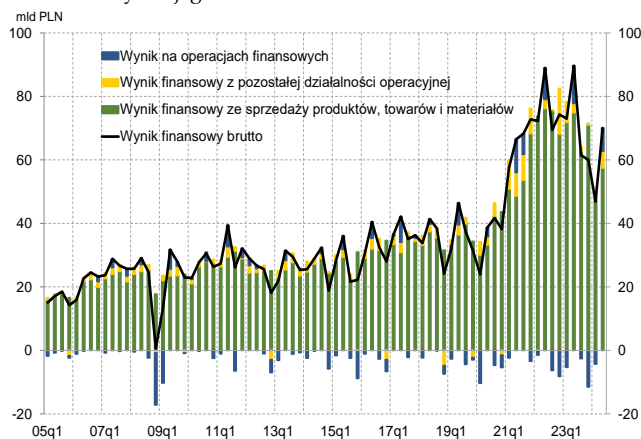
<sup>22</sup> Dane przedstawione w rozdziale dotyczą podmiotów objętych sprawozdaniem GUS F-01, w których liczba pracujących wynosi 50 lub więcej osób.

wyniosła -21,9% r/r w II kw. wobec -35,8% r/r w I kw. br.; Wykres 2.14)<sup>23</sup>.

W II kw. br. utrzymał się także spadek – choć płytszy niż w I kw. – wyniku na sprzedaży produktów, towarów i materiałów (dynamika wyniosła -23,2% r/r wobec -33,4% r/r w I kw. br.). Do zmniejszenia skali spadku wyniku przyczynił się płytszy spadek przychodów ze sprzedaży (dynamika wyniosła -4,4% r/r w II kw. br. wobec -6,2% r/r w I kw. br.; Wykres 2.15), zarówno w przypadku sprzedaży krajowej (-3,5% r/r wobec -4,8% r/r w I kw. br.), jak i zagranicznej (-7,1% r/r wobec -10,3% r/r w I kw. br.). W ujęciu branżowym zmniejszyła się skala spadku przychodów związanych ze sprzedażą w przemyśle i budownictwie, czemu towarzyszyło spowolnienie wzrostu przychodów w usługach. Jednocześnie w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w II kw. br. spowolnił spadek kosztów związanych ze sprzedażą (dynamika wyniosła -3,2% wobec -4,6% w I kw. br.; Wykres 2.15). Przyczynił się do tego płytszy niż przed kwartałem spadek kosztów surowców i materiałów (dynamika wyniosła -9,2% r/r wobec -17,8% r/r w I kw. br.) oraz zużytej energii (-13,3% r/r wobec -18,1% r/r w I kw. br.). Pogłębił się natomiast spadek kosztów towarów zakupionych do dalszej odsprzedaży (dynamika wyniosła -8,6% r/r w II kw. br. wobec -6,0% r/r w I kw. br.) oraz spowolnił wzrost kosztów pracy (do 10,1% r/r z 13,0% r/r).

Jednocześnie w kierunku poprawy wyniku finansowego brutto w II kw. br. oddziaływał wzrost wyniku na pozostałej działalności operacyjnej (o 77,1% r/r wobec spadku o 48,9% r/r w I kw. br.), m.in. dzięki wyższym wpływom z tytułu dotacji. W przeciwnym kierunku wpływało natomiast pogorszenie wyniku na operacjach finansowych w porównaniu do II kw. ub.r.

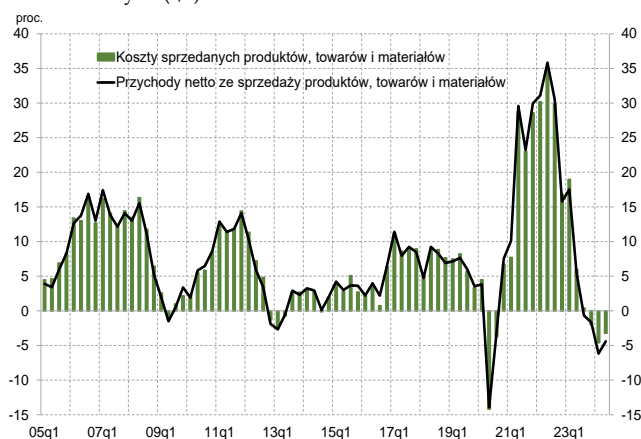
**Wykres 2.14** Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw niefinansowych i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>23</sup> W II kw. 2024 r. wynik finansowy brutto wyniósł 70,0 mld zł wobec 46,9 mld zł w I kw. 2024 r. i 89,6 mld zł w II kw. 2023 r.

W tych warunkach rentowność sektora przedsiębiorstw w II kw. br. poprawiła się względem poprzedniego kwartału, choć pozostała niższa niż rok wcześniej (Tabela 2.2). W ujęciu kwartalnym wzrosły wskaźniki rentowności sprzedaży (do 4,8% z 3,9%) oraz obrotu netto (do 4,8% z 2,8%). Wzrost również odsetek firm rentownych oraz firm o rentowności powyżej 5%. Poprawa rentowności wystąpiła w większości sekcji gospodarki, w szczególności w sektorze usługowym.

Mimo niższego niż przed rokiem wyniku finansowego, w II kw. 2024 r. płynność sektora przedsiębiorstw pozostała relatywnie wysoka. Zarówno wskaźniki płynności, jak i udział przedsiębiorstw z bezpiecznym poziomem płynności kształtowały się powyżej długookresowych średnich. W większości sekcji gospodarki wskaźniki płynności pozostały wysokie, w tym w przetwórstwie, transporcie i budownictwie.

Wyniki badań ankietowych NBP<sup>24</sup> wskazują, że w III kw. br. kondycja ekonomiczna przedsiębiorstw – na tle ocen historycznych – była nadal osłabiona. Przedsiębiorstwa spodziewają się jednak jej poprawy zarówno w IV kw. br., jak i w perspektywie rocznej.

## 2.5 Rynek pracy

W ostatnim okresie sytuacja na rynku pracy była nadal dobra, w tym utrzymywała się niska stopa bezrobocia i wysoka dynamika nominalnych wynagrodzeń. Jednocześnie liczba pracujących była wysoka i relatywnie stabilna, przy czym dane dotyczące jej dynamiki są mieszane.

Dane GUS wskazują na dalszy spadek liczby pracujących według BAEL w II kw. 2024 r., a w sektorze przedsiębiorstw (SP) na spadek zarówno w II jak i III kw. br. (Wykres 2.16, Wykres 2.17). Z kolei w gospodarce narodowej

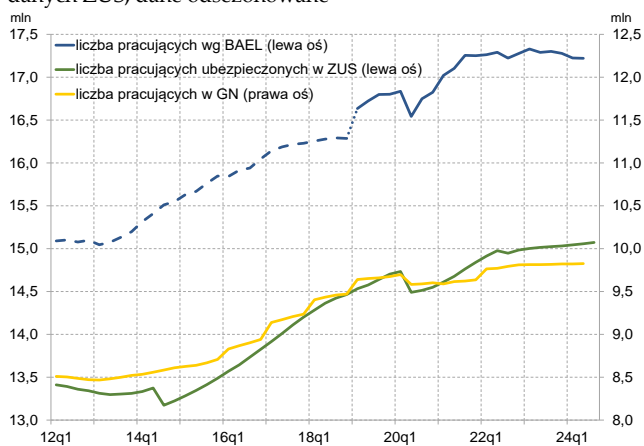
**Tabela 2.2** Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych (proc.)

Wskaźnik	średnia			2023				2024		
	od 2010 do 2019	w 2020	w 2021	w 2022	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	4,7	4,8	5,8	6,1	5,5	5,9	5,1	5,4	3,9	4,8
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,0	3,7	5,7	5,0	4,4	5,7	4,0	3,2	2,8	4,8
Odsetek firm rentownych	66,1	65,3	68,1	68,0	69,0	68,8	68,4	66,3	64,0	65,9
Odsetek firm o rentowności powyżej 5%	35,4	39,4	42,6	41,3	42,4	41,7	43,0	41,7	37,2	38,7
Wskaźnik płynności finansowej I stopnia	36,3	42,1	43,9	40,6	37,5	37,3	38,7	39,7	42,0	41,2
Wskaźnik rentowności aktywów	1,2	1,0	1,7	1,7	1,5	1,9	1,2	1,0	0,9	1,5
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	2,3	2,1	3,7	3,8	3,3	4,1	2,7	2,3	1,8	3,1
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	15,2	15,5	14,5	14,3	14,1	14,2	13,8	13,4	13,9	13,8

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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



Źródło: dane GUS, ZUS, obliczenia NBP.

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

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

Dodatkowo, począwszy od IV kw. 2023 r. dane BAEL są uogólniane na liczbę ludności zgodną z Narodowym Spisem Powszechnym z 2021 r. Przeliczenie wsteczne danych obejmuje natomiast okres od I kw. 2019 r. do III kw. 2023 r., przez co okres przed I kw. 2019 r. (linia przerywana) nie jest porównywalny z okresem późniejszym (linia ciągła).

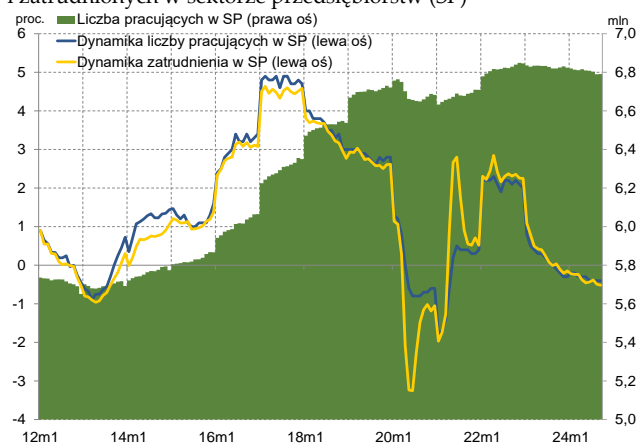
<sup>24</sup> Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, październik 2024 r.

(GN)<sup>25</sup> w II kw. br. utrzymał się nieznaczny wzrost liczby pracujących, wynikający ze wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym. Także dane ZUS wskazują na kontynuację niewielkiego wzrostu liczby pracujących w II i III kw. br., przy czym następowało to wyłącznie ze względu na rosnące zatrudnienie w formach innych niż umowy o pracę<sup>26</sup>. Jednocześnie krótkookresowe perspektywy zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieznacznie się poprawiły, zarówno według wyników Szybkiego Monitoringu NBP, jak i badania koniunktury GUS<sup>27</sup>.

W ostatnim okresie stopa bezrobocia w dalszym ciągu kształtowała się na bardzo niskim poziomie – stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu br. wyniosła 5,1%, a stopa bezrobocia według BAEL w II kw. br. wyniosła 2,9% (dane odsezonowane, Wykres 2.18).

Przeciętne wynagrodzenie nominalne w GN wzrosło w II kw. br. o 14,7% r/r (wobec 14,4% r/r w I kw. br.), a w kierunku zwiększenia tej dynamiki oddziaływało w dalszym ciągu podniesienie wynagrodzeń nauczycieli i pracowników państwowej sfery budżetowej oraz wprowadzona 1 stycznia br. podwyżka płacy minimalnej (o 21,5% r/r), która szczególnie znacząco wpływała na wzrost płac w mikroprzedsiębiorstwach<sup>28</sup>. Natomiast wzrost wynagrodzeń w SP w ostatnim okresie nieco spowolnił (do 10,9% r/r w II kw. i 10,8% r/r w III kw. br. z 12,5% r/r w I kw. br.; Wykres 2.19). Roczna dynamika realnych wynagrodzeń w GN w II kw. br. była historycznie wysoka, natomiast dane z SP za III kw. wskazują na obniżenie się dynamiki wynagrodzeń realnych w związku ze

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

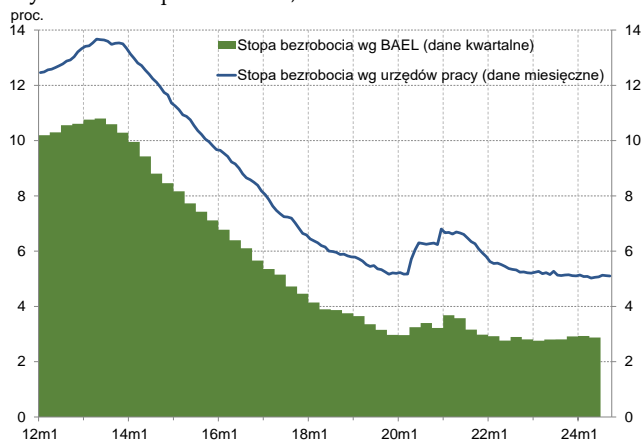


Źródło: dane GUS.

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

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

**Wykres 2.18** Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

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

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

<sup>25</sup> Roczna dynamika liczby pracujących w GN wyniosła w II kw. br. tyle samo co w I kw., tj. 0,1% r/r. Dynamika liczby pracujących w SP również utrzymała się w II kw. br. na poziomie sprzed kwartału, tj. -0,3% r/r., natomiast w III kw. wyniosła -0,4% r/r. Z kolei liczba pracujących BAEL obniżyła się w II kw. br. o 0,5% r/r wobec spadku o 0,8% r/r w I kw.

<sup>26</sup> Liczba pracujących według danych ZUS wzrosła w II i III kw. br. o 0,3% r/r (tj. o tyle samo co w I kw. br.). Składał się na to spadek liczby pracujących w oparciu o umowę o pracę o 0,5% r/r w II i III kw., przy relatywnie szybkim wzroście liczby osób zatrudnionych w oparciu o umowy cywilnoprawne (o 4,6% r/r w II kw. i o 4,7% r/r w III kw.), jak również samozatrudnionych (o 2,0% r/r w II kw. i o 2,1% r/r w III kw.).

<sup>27</sup> Szybki Monitoring NBP – analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, październik 2024 r. oraz Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2024 (październik 2024), GUS, październik 2024 r.

<sup>28</sup> Przeciętne wynagrodzenie w sektorze publicznym GN wzrosło w II kw. br. w tempie 19,6% r/r, wobec 12,5% r/r w sektorze prywatnym.

wzrostem inflacji (por. rozdz. 2.1 *Ceny dóbr i usług*)<sup>29</sup>. Wyniki Szybkiego Monitoringu NBP sugerują nieznaczny spadek odsetka firm planujących podniesienie wynagrodzeń swoich pracowników w IV kw. br., przy niezmięnionej przeciętnej skali planowanych podwyżek.

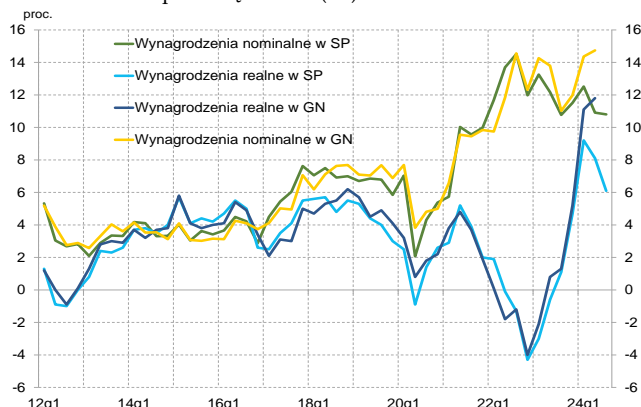
Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wyniosła 10,9% r/r w II kw. 2024 r. (wobec 11,4% r/r w I kw. br.). W kierunku jej obniżenia oddziaływał dalszy wzrost wydajności pracy, wynikający z przyspieszenia wzrostu PKB w ujęciu rocznym, pomimo nieco płytszego niż przed kwartałem spadku liczby pracujących według BAEL. Natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływała nieznacznie wyższa niż w I kw. br. dynamika wynagrodzeń nominalnych w GN.

Według danych ZUS na koniec września 2024 r. blisko 1,2 mln cudzoziemców było objętych ubezpieczeniem emerytalnym i rentowym z tytułu pracy w Polsce (wzrost o 5,9% r/r)<sup>30</sup>. Spośród nich 779,3 tys. posiadało obywatelstwo ukraińskie – z czego około 240 tys. stanowili ubezpieczeni w ZUS uchodźcy<sup>31</sup> – a 134,6 tys. miało obywatelstwo białoruskie.

## 2.6 Rynki finansowe i ceny aktywów

Na ceny instrumentów finansowych w Polsce w ostatnich miesiącach miały wpływ w szczególności nastroje na światowych rynkach finansowych, a także oczekiwania uczestników rynku co do poziomu stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach (Wykres 2.20). Rentowności polskich obligacji skarbowych – podobnie jak rentowności obligacji gospodarek rozwiniętych – ukształtowały się pod koniec

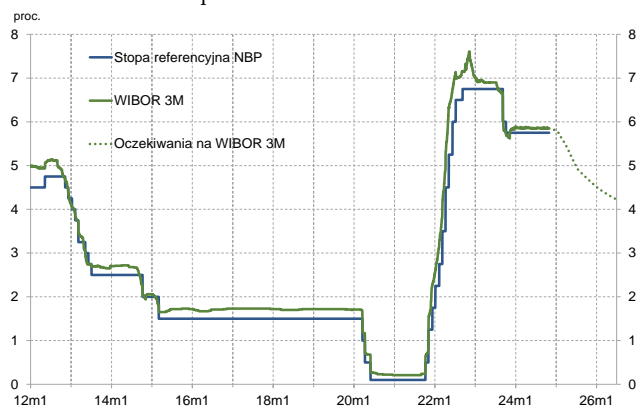
**Wykres 2.19** Dynamika (r/r) przeciętnych wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

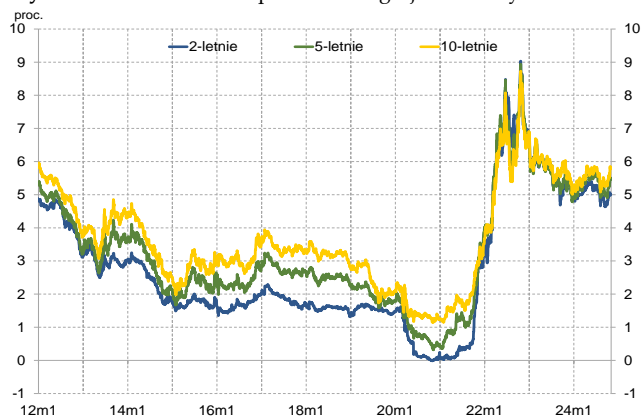
Wynagrodzenia w SP dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 lub więcej. Dane o wynagrodzeniach w GN dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących, oraz obejmują wszystkie sekcje PKD.

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



Źródło: dane NBP, Bloomberg.

**Wykres 2.21** Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

<sup>29</sup> Wynagrodzenia realne w GN wzrosły o 11,8% r/r w II kw. br. (wobec 11,1% r/r w I kw. br.), a w SP o 8,1% r/r w II kw. i 6,1% r/r w III kw. br. (wobec 9,2% r/r w I kw. br.).

<sup>30</sup> Z kolei roczna dynamika liczby pracujących według ZUS po wyłączeniu cudzoziemców wyniosła we wrześniu br. -0,1% r/r.

<sup>31</sup> Szacunek liczby pracujących uchodźców z Ukrainy ubezpieczonych w ZUS dotyczy sierpnia 2024 r. i obejmuje osoby, które w zgłoszeniu do ubezpieczeń emerytalnego i rentowego podały obywatelstwo ukraińskie oraz otrzymały numer PESEL UKR. W podanym szacunku nie uwzględniono osób pracujących, ale niepodlegających obowiązkowi ubezpieczeniowemu, np. uczniów i studentów do 26. roku życia zatrudnionych na umowę zlecenie czy też osób pracujących w szarej strefie.

października w pobliżu poziomu z końca czerwca br. (Wykres 2.21; por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*). Jednocześnie kurs złotego wobec głównych walut – po wcześniejszym umocnieniu – był pod koniec października podobny jak pod koniec czerwca br. (Wykres 2.22).

Według danych NBP<sup>32</sup> dynamika średnich nominalnych cen transakcyjnych mieszkań w II kw. 2024 r. wzrosła i wyniosła 18,0% r/r (wobec 15,5% w I kw. 2024 r.<sup>33</sup>; Wykres 2.23)<sup>34</sup>. W kierunku wyższych niż rok wcześniej cen nieruchomości oddziaływały w szczególności wyższy popyt – zwłaszcza związany z programem „Bezpieczny Kredyt”, w ramach którego przyjmowano wnioski o kredyty mieszkaniowe w II połowie 2023 r. (por. rozdz. 2.7 *Pieniądz i kredyt*) – a także nadal ograniczona, pomimo wzrostu, podaż mieszkań oraz pewien wzrost kosztów związanych z ich budową, w tym cen ziemi.

## 2.7 Pieniądz i kredyt<sup>35</sup>

Dynamika agregatu M3 w III kw. 2024 r. wyniosła 8,2% r/r (wobec 8,5% r/r w II kw. br.; Wykres 2.24). Do wzrostu tego agregatu przyczynił się głównie przyrost depozytów gospodarstw domowych, przy znacznie mniejszej kontrybucji depozytów przedsiębiorstw<sup>36</sup>. Dodatkowo na przyrost agregatu M3 wpłynęło także zwiększenie stanu gotówki w obiegu<sup>37</sup>.

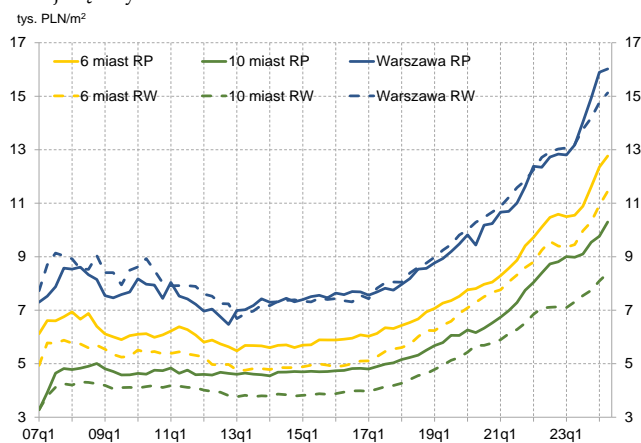
Tempo wzrostu zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w III kw. 2024 r.

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.

<sup>32</sup> Omawiane dane dotyczące cen nie pokrywają się w pełni z kwartałami roku kalendarzowego. W szczególności dane odnoszące się do II kw. 2024 r. obejmują transakcje zawarte w okresie marzec – maj 2024 r.

<sup>33</sup> Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m<sup>2</sup>) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) na rynku pierwotnym i wtórnym ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu kwartalnym opisywana dynamika cen nominalnych wyniosła w II kw. 2024 r. 3,5% kw/kw (wobec 5,2% kw/kw w I kw. 2024 r.).

<sup>34</sup> Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w cyklicznych publikacjach NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce*.

<sup>35</sup> W tekście niniejszego rozdziału przytaczana dynamika agregatu monetarnego M3, depozytów i kredytów definiowana jest jako nominalna dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym, średnio w danym kwartale. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

<sup>36</sup> W III kw. 2024 r. dynamika depozytów gospodarstw domowych wyniosła 11,0% r/r, a depozytów przedsiębiorstw 1,1% r/r.

<sup>37</sup> W III kw. 2024 r. dynamika gotówki w obiegu wyniosła 7,9% r/r.

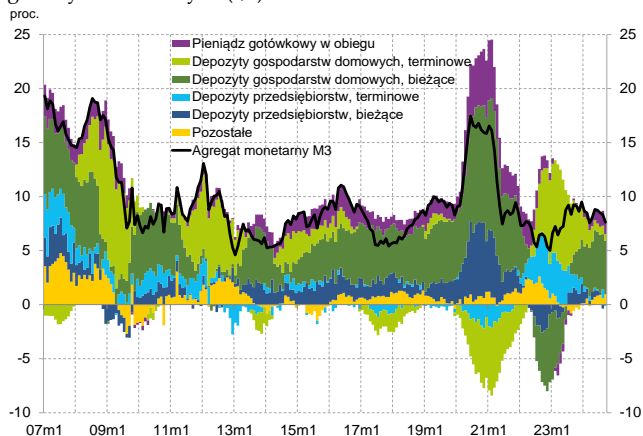
wyniosło 4,8% r/r (wobec 3,8% r/r w II kw. br.; Wykres 2.25). Zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych w III kw. br. było wyższe niż rok wcześniej o 5,2% (z kolei w II kw. br. dynamika wyniosła 3,9% r/r), do czego przyczynił się rządowy program „Bezpieczny Kredyt” – w ramach którego przyjmowano wnioski kredytowe w II połowie 2023 r. – a także dodatnie przyrosty kredytów złotych w ostatnich miesiącach, w warunkach wysokiej dynamiki wynagrodzeń gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.5 *Rynek pracy*). Ograniczająco na dynamikę kredytów mieszkaniowych wpływało natomiast zmniejszanie się stanu kredytów walutowych, w tym w wyniku zawierania uгод z klientami, skutkujących przewalutowaniem kredytu na złote i umorzeniem jego części. Zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych w III kw. br. było wyższe niż rok wcześniej o 6,9% (z kolei w II kw. br. dynamika wyniosła 6,4% r/r), czemu sprzyjał wzrost popytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*).

Dynamika zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw niefinansowych wyniosła 2,2% r/r w III kw. 2024 r. (wobec 0,5% r/r w II kw. br.; Wykres 2.26). Złożył się na to wzrost o 3,7% r/r stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym (wobec 3,1% r/r w II kw. br.) oraz wzrost stanu kredytów bieżących o 0,3% r/r (wobec spadku o 2,2% r/r w II kw. br.).

## 2.8 Bilans płatniczy<sup>38</sup>

Saldo rachunku bieżącego oraz pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej świadczą o zrównoważeniu polskiej gospodarki. W II kw. 2024 r. saldo rachunku bieżącego obniżyło się do 1,3% PKB (wobec 1,6% PKB w I kw. br.; Wykres 2.27)<sup>39</sup>. W kierunku niższego salda rachunku bieżącego oddziaływało przede wszystkim pogorszenie salda obrotów

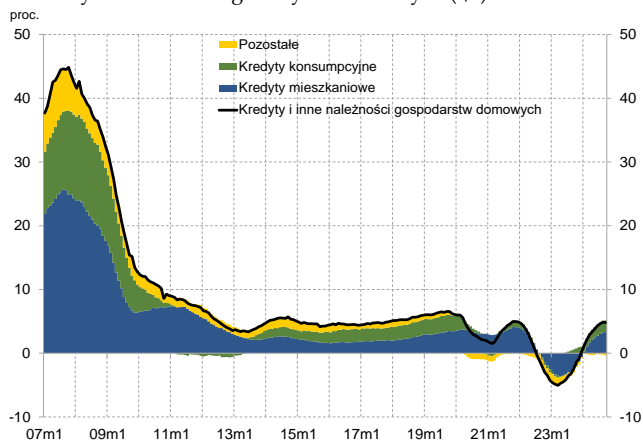
**Wykres 2.24** Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

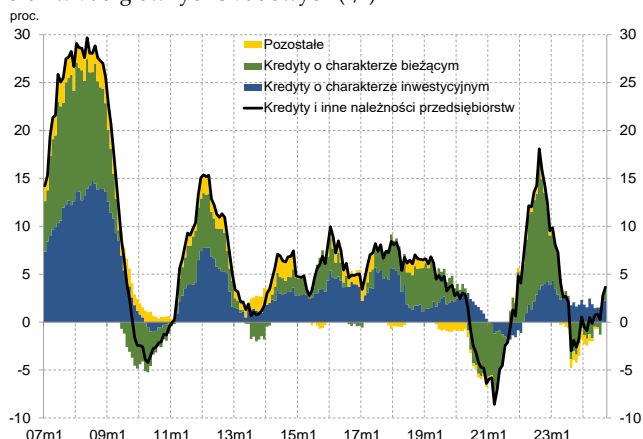
**Wykres 2.25** Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

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

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



Źródło: dane NBP.

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

<sup>38</sup> W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco.

<sup>39</sup> W lipcu 2024 r. saldo rachunku bieżącego wyniosło -4,8 mld zł, zaś w sierpniu -12,1 mld zł.

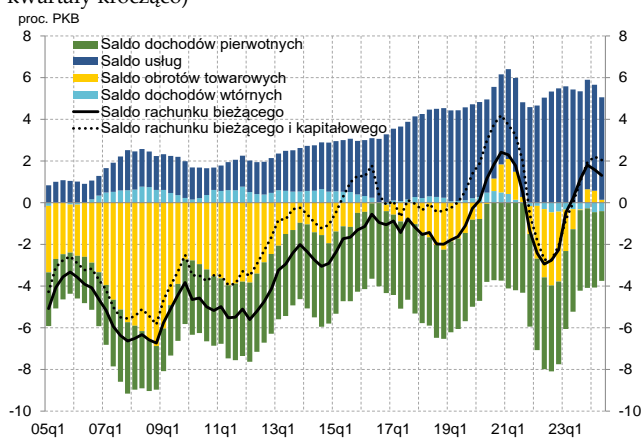


towarowych (do 0,1% PKB w II kw. br. z 0,6% PKB w I kw.) wskutek głębszego spadku wartości eksportu niż importu w warunkach osłabionej koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą* i rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*). Obniżyło się również saldo usług (do 4,9% PKB z 5,1% PKB w I kw. 2024 r.). Z kolei saldo dochodów pierwotnych w II kw. 2024 r. wzrosło, jednak pozostało ujemne ze względu na dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce (wyniosło -3,3% PKB wobec -3,6% PKB kwartał wcześniej).

Saldo rachunku finansowego w II kw. 2024 r. wyniosło 0,9% PKB (wobec 1,2% PKB w I kw. br.)<sup>40</sup>, przy mniejszym przyroście oficjalnych aktywów rezerwowych, któremu towarzyszyła poprawa salda inwestycji portfelowych.

W II kw. 2024 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski w relacji do PKB wyniosła -32%, co oznacza poprawę względem I kw. br. (Tabela 2.3). Z kolei poziom zadłużenia zagranicznego brutto w relacji do PKB wyniósł 50% i nie zmienił się w porównaniu z I kw. br.

Wykres 2.27 Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego (cztery kwartały krocząco)



Źródło: dane NBP.

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

	2022				2023				2024	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-2,4	-2,9	-2,8	-2,3	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-1,8	-2,7	-2,7	-2,1	-0,8	0,0	1,0	1,9	2,2	2,0
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	2,1	1,8	1,8	2,1	3,6	4,5	5,3	5,9	5,7	5,1
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,1	5,0	5,0	4,7	4,6	4,7	5,1	5,1	5,6	5,9
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB	56	56	57	54	53	51	52	49	50	50
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-40	-38	-35	-35	-33	-34	-31	-32	-33	-32
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku minus prognozowane saldo obrotów bieżących	111	115	123	139	131	130	123	124	124	127
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	114	114	116	124	119	121	120	126	129	134

Źródło: dane NBP.

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

<sup>40</sup> W lipcu 2024 r. saldo rachunku finansowego wyniosło -2,9 mld zł, zaś w sierpniu -10,5 mld zł.



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

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do września 2024 r., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie br.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2024 r.**

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski koniunktura stopniowo się poprawia, ale pozostaje wyraźnie osłabiona. Zwracano uwagę, że w strefie euro w I kw. 2024 r. dynamika konsumpcji była niższa od dynamiki realnych dochodów do dyspozycji, co sygnalizuje, że tamtejsze gospodarstwa domowe część dochodu mogły przeznaczyć na zwiększenie oszczędności. W II kw. 2024 r. wzrost PKB w tej gospodarce prawdopodobnie ponownie był niski, w szczególności w Niemczech roczna dynamika PKB mogła być zbliżona do zera. Podkreślano, że szczególnie osłabiona jest aktywność w europejskim sektorze przemysłowym, a relatywnie lepsza sytuacja panuje w usługach. Wskazywano, że prognozy na następne kwartały sygnalizują raczej stopniowe ożywienie koniunktury w strefie euro. Z kolei w Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest wyraźnie lepsza niż w strefie euro i według dostępnych prognoz pozostanie tak również w kolejnych okresach.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w wielu gospodarkach dynamika cen w dalszym ciągu kształtuje się na poziomach nieco

przekraczających cele inflacyjne tamtejszych banków centralnych. Podkreślano jednocześnie, że w największych gospodarkach rozwiniętych inflacja bazowa jest wyższa niż inflacja ogółem. Wpływa na to wciąż podwyższona dynamika cen usług, przy silnej dezinflacji cen towarów.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że Europejski Bank Centralny w czerwcu br. obniżył stopy procentowe. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w dalszym ciągu utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że trwa stopniowe ożywienie koniunktury, choć ostatnie dane były zróżnicowane. Wskazywano, że roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. prawdopodobnie była wyższa niż w I kw. br. Analizując dane miesięczne zwracano uwagę, że sprzedaż detaliczna w maju br. wzrosła o 5% w ujęciu rocznym. Z kolei produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa były w maju niższe niż przed rokiem. Podkreślano, że o słabej kondycji sektora przemysłowego świadczą też wskaźniki koniunktury, w tym PMI, co prawdopodobnie jest częściowo związane z trwającym osłabieniem w niemieckim przemyśle.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że w maju wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw był nieco wyższy niż w kwietniu, co przy jedynie nieznacznie wyższej

inflacji oznacza utrzymywanie się wysokiej dynamiki realnych płac. Jednocześnie zatrudnienie w tym sektorze ponownie się obniżyło, w szczególności w przedsiębiorstwach przemysłowych.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na wzrost wartości kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych w ostatnim okresie, zaznaczając jednocześnie, że w przypadku kredytów mieszkaniowych miesięczne przyrosty maleją. Osłabienie akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych prawdopodobnie związane jest z zamknięciem przyjmowania wniosków w ramach programu „Bezpieczny Kredyt”. Wskazywano także, że tzw. wakacje kredytowe przyczyniają się do zwiększenia dochodu do dyspozycji części gospodarstw domowych. Podczas dyskusji o kondycji finansowej konsumentów niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich latach zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych spadło, w szczególności w ujęciu realnym. Członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje niska.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z lipcową projekcją w najbliższych kwartałach ożywienie koniunktury powinno być kontynuowane. W związku z tym w 2025 r. wzrost PKB będzie prawdopodobnie wyższy niż w 2024 r., a w kolejnym roku może według projekcji nieznacznie wyhamować.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS, w czerwcu 2024 r. inflacja CPI wyniosła 2,6% r/r (wobec 2,5% w maju). Podkreślano, że drugi kwartał z rzędu dynamika cen była zgodna z poziomem średniookresowego celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W czerwcu br. wzrosła roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast roczna dynamika cen energii obniżyła się. Szacowano, że w czerwcu

ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć pozostała ona wyższa od inflacji CPI. Wynika to w szczególności z nadal podwyższonej dynamiki cen usług, w związku z wysokim wzrostem wynagrodzeń przy relatywnie wysokim udziale płac w kosztach sektora usługowego.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie utrzymywał się silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podaży oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku ograniczenia inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Większość członków Rady wskazywała, że czynnikiem, który powinien ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie jest obecny poziom stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w warunkach prognozowanego wzrostu inflacji w najbliższych kwartałach i związanego z tym możliwego wzrostu oczekiwań inflacyjnych, realne stopy procentowe obniżą się.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że według lipcowej projekcji w kolejnych kwartałach inflacja prawdopodobnie wzrośnie i ukształtuje się na poziomie wyraźnie wyższym od celu inflacyjnego NBP. Podkreślano, że nastąpi to w warunkach trwającego ożywienia gospodarczego i silnego wzrostu płac. Wskazywano, że w tych okolicznościach dla perspektyw średniookresowych istotne jest to, jak oczekiwany wzrost inflacji wpłynie na oczekiwania inflacyjne i dynamikę wynagrodzeń, a także jak kształtować się będzie skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji i oszczędzania. Podkreślano, że wzrost cen energii w II połowie 2024 r. będzie mieć charakter szoku podaży, który okresowo oddziałuje w

kierunku wzrostu inflacji, ale równocześnie zmniejsza dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wyniki lipcowej projekcji wskazują także na wzrost dynamiki cen żywności w kolejnych kwartałach w związku z opóźnionymi efektami podniesienia podatku VAT oraz wzrostu cen surowców rolnych. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z *Załoženiami polityki pieniężnej* średniookresowy charakter celu inflacyjnego oznacza, że – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. Podkreślano, że reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. Jednocześnie zaznaczano, że zgodnie z najnowszą projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja w 2026 r. powróci do celu NBP. Sugeruje to, że nie ma obecnie potrzeby wzrostu stóp procentowych w reakcji na przewidywany w najbliższych kwartałach wzrost inflacji.

Członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej. Podkreślano, że jak dotąd wciąż nie zrealizowano zapowiedzi niektórych działań fiskalnych, takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych. Jednocześnie zwracano uwagę, że Polska może zostać objęta procedurą nadmiernego deficytu, choć obecnie trudno ocenić, jaki będzie tego wpływ na politykę fiskalną w najbliższych latach. Wskazywano także na utrzymujące się inne istotne źródła niepewności, w tym napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski.

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

pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. W kierunku wyższej presji popytowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W najbliższych kwartałach dynamika cen konsumpcyjnych prawdopodobnie wzrośnie i będzie wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyni się podwyższenie cen energii. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

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

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

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

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 września 2024 r.**

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. W II kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro nadal była niska. Podkreślano, że szczególnie słaba koniunktura utrzymuje się w Niemczech, gdzie w II kw. 2024 r. roczny wzrost PKB po wyrównaniu sezonowym wyniósł 0%. Również napływające dane za III kw. 2024 r. w tej gospodarce pozostały słabe, wskazując, że perspektywa ożywienia ponownie się oddaliła. Zwracano uwagę, że słaba koniunktura w Niemczech może niekorzystnie oddziaływać na aktywność gospodarczą w polskim przemyśle, zwłaszcza w sektorze eksportowym. Podkreślano natomiast, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB pozostaje wysoki (w II kw. 2024 r. nieznacznie przekraczał on 3% r/r), choć stopniowo rośnie stopa bezrobocia.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w największych gospodarkach dynamika cen w dalszym ciągu nieznacznie przekracza cele inflacyjne, choć w ciągu ostatnich miesięcy nieco się obniżyła. Według wstępnych szacunków Eurostatu w strefie euro inflacja w sierpniu spadła do 2,2%. W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 2,9%. Zwracano uwagę, że proces obniżania się inflacji w głównych gospodarkach jest powolny w związku z tym, że inflacja bazowa pozostaje podwyższona, co wynika w szczególności z utrzymywania się wysokiej dynamiki cen usług w warunkach szybkiego wzrostu wynagrodzeń.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w lipcu br. Europejski Bank Centralny – po wcześniejszym obniżeniu stóp procentowych w czerwcu br. – zdecydował o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w ostatnim

okresie kontynuowała stabilizację stóp procentowych. Zwracano uwagę, że w warunkach stopniowego spadku inflacji w głównych gospodarkach przy utrzymującej się słabej koniunkturze gospodarczej w strefie euro oraz wzroście bezrobocia w Stanach Zjednoczonych, większość uczestników rynków finansowych oczekuje spadku stóp procentowych w tych gospodarkach w najbliższych miesiącach. Zaznaczano przy tym, że stopy procentowe w otoczeniu polskiej gospodarki są wyraźnie wyższe niż średnio w latach poprzedzających pandemię COVID-19.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, wskazywano, że trwa stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej, choć napływające dane są zróżnicowane. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. wyniosła 3,2% i była nieco wyższa niż wskazywała lipcowa projekcja. Dodatkowo na dynamikę PKB oddziaływał przede wszystkim wzrost popytu konsumpcyjnego, wiedziony silnym przyrostem realnych dochodów. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dodatnią roczną dynamikę nakładów brutto na środki trwałe w II kw. 2024 r., która była trudna do przewidzenia, zwłaszcza biorąc pod uwagę spadek inwestycji w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw. Z kolei eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB. Na osłabienie eksportu wskazują też dane miesięczne. Zwracano uwagę, że w lipcu br. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa miały dodatnie dynamiki roczne, jednak te wzrosty były słabsze od oczekiwań i wzrost produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z większej liczby dni roboczych. Również indeks PMI nie wskazuje na poprawę koniunktury w przemyśle. Oceniano, że negatywnie na koniunkturę w przemyśle, zwłaszcza w sektorze eksportowym, oddziałuje słabość popytu u głównych partnerów handlowych Polski. Część członków Rady wskazywała, że wskaźniki rentowności w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych – po

wcześniejszym wyraźnym spadku – poprawiły się w II kw. 2024 r.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zaznaczano, że dynamika wynagrodzeń pozostaje na podwyższonym, dwucyfrowym poziomie. Wzrost płac w gospodarce narodowej w II kw. br. okazał się szybszy od oczekiwań, co jednak po części wynikało z przesunięcia efektów podwyżek dla nauczycieli i części innych pracowników sfery budżetowej. Wskazywano, że w sektorze przedsiębiorstw widać stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń. Zwracano przy tym uwagę, że w lipcu br. wzrost wynagrodzeń nominalnych w ujęciu rocznym spowolnił, choć był to głównie efekt silnego spadku płac w górnictwie. Podkreślano, że obniżenie się dynamiki płac – wraz ze wzrostem inflacji – przełożyło się na spowolnienie realnego wzrostu wynagrodzeń w lipcu br. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, przede wszystkim w przemyśle, pozostawało niższe niż rok wcześniej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dynamiczny wzrost płac dotyczy wielu sektorów gospodarki i firmy w badaniach ankietowych nadal często deklarują skłonność do podwyżek wynagrodzeń w horyzoncie następnego kwartału, a średnia skala tych planowanych podwyżek jest – w ocenie tych członków – relatywnie wysoka.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na wzrost wartości kredytów dla gospodarstw domowych w ujęciu rocznym, przy nadal niskiej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw. Wskazywano, że dynamika roczna kredytów mieszkaniowych jest nadal podbijana przez efekty zakończonego programu „Bezpieczny Kredyt”. Jednocześnie miesięczne przyrosty złotych kredytów mieszkaniowych były w ostatnich miesiącach dodatnie, choć mniejsze niż na początku roku. Systematycznie rośnie też kredyt konsumpcyjny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że tzw. wakacje kredytowe przyczyniają się

do zwiększenia dochodu do dyspozycji części gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu wskazywano, że w I połowie 2024 r. średnia inflacja wyniosła 2,7%, a zatem była zgodna z celem inflacyjnym. Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI wyniósł 4,3% w sierpniu 2024 r. (wobec 4,2% w lipcu br. oraz 2,6% w czerwcu br.). Wzrost inflacji względem czerwca wynikał głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była w ostatnich miesiącach relatywnie stabilna po wcześniejszym spadku. Oceniano, że dynamika cen usług jest stosunkowo wysoka. W lipcu 2024 r. utrzymał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym. Większość członków Rady oceniała, że podwyżka administrowanych cen nośników energii to szok podażowy, który jest niezależny od krajowej polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała, że bieżąca inflacja jest niższa od poziomu stopy referencyjnej NBP. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że podwyższona dynamika cen dotyczy szerokiej grupy towarów i usług konsumpcyjnych.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że inflacja CPI, w tym inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, w najbliższym czasie prawdopodobnie nieco wzrośnie. Zwracano uwagę, że w I kw. 2025 r. dynamika cen może jeszcze wzrosnąć, przy czym skala tego wzrostu obarczona jest niepewnością związaną z decyzjami w zakresie administrowanych cen nośników energii. Podkreślano również, że założone we wstępnym projekcie ustawy budżetowej podwyżka akcyzy na alkohol oraz – znacznie silniejsza niż wynikało to z tzw. mapy drogowej – podwyżka akcyzy na wyroby tytoniowe będą oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki CPI w 2025 r. Niektórzy

członkowie Rady zaznaczali, że według prognoz, inflacja bazowa w kolejnych kwartałach będzie nadal podwyższona.

Zwracano uwagę, że jednym z czynników ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji jest kształt polityki fiskalnej. Według wstępnego projektu ustawy budżetowej rząd planuje na 2025 r. deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 na poziomie 5,5% PKB, a zatem znacznie powyżej poziomu zapowiadanego przez rząd w kwietniu 2024 r. Oceniano, że – pomimo formalnego uruchomienia procedury nadmiernego deficytu – wstępny projekt ustawy budżetowej na 2025 r. nie wskazuje na zacieśnienie polityki fiskalnej, które sprzyjałoby ograniczeniu presji inflacyjnej. Część członków Rady wskazywała przy tym, że istotne znaczenie dla kształtowania się inflacji ma nie tylko wielkość wydatków, ale również ich struktura rodzajowa.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. Ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziałuje także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie inflacja jest istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii. W najbliższych kwartałach czynnik ten będzie nadal oddziałował na roczny wskaźnik inflacji. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą

miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji – w tym inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii – a także ożywienia popytu konsumpcyjnego i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP, przy obecnym kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych, jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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

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

#### **Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 1-2 października 2024 r.**

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

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. W III kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro, w tym w Niemczech, była prawdopodobnie wciąż niska. W Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje natomiast



relatywnie wysokie, mimo pewnego pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziałuje ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w części gospodarek. Jednocześnie inflacja bazowa kształtuje się powyżej inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce trwa stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. W sierpniu 2024 r. sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej, natomiast produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa były niższe. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu br. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI wyniósł 4,9% we wrześniu 2024 r. (wobec 4,3% w sierpniu br.). Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wynikał głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Uwzględniając wstępne dane GUS, można szacować, że we wrześniu również inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła, ale pozostała niższa niż inflacja CPI. W sierpniu 2024 r. utrzymał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym.

W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie,

co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. Rada ocenia, że ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziałuje także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie inflacja jest istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii. W najbliższych kwartałach czynnik ten będzie nadal oddziałował na roczny wskaźnik inflacji. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

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

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

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

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

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie:

stopa referencyjna 5,75%; stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 5,25%; stopa redyskontowa weksli 5,80%; stopa dyskontowa weksli 5,85%.

Koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona. W III kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro – mimo pewnego przyspieszenia – była umiarkowana, a w Niemczech ujemna. W Stanach Zjednoczonych roczne tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostało natomiast relatywnie wysokie. Utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach.

Inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. W kierunku niższej inflacji oddziałuje ograniczenie presji kosztowej, widoczne w niskiej dynamice cen produkcji w przemyśle, jak również niska dynamika aktywności w części gospodarek i spadek cen energii. Jednocześnie inflacja bazowa jest nadal wyższa od inflacji ogółem, przy podwyższonej dynamice cen usług.

W Polsce napływające dane miesięczne sugerują, że roczna dynamika PKB w III kw. 2024 r. mogła być nieco niższa niż w II kw. br. W szczególności we wrześniu zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa obniżyły się w ujęciu rok do roku. Na rynku pracy utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. było niższe niż rok wcześniej. Jednocześnie dynamika wynagrodzeń nadal kształtuje się na wysokim poziomie.

Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI w październiku 2024 r. wyniósł 5,0% (wobec 4,9% we wrześniu br.). Wzrost inflacji od połowy 2024 r. wynika głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów

bezalkoholowych. Uwzględniając wstępne dane GUS, można szacować, że w październiku inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmieniła się istotnie, w tym dynamika cen usług pozostała prawdopodobnie podwyższona. Utrzymuje się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 22 października 2024 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6 – 3,7% w 2024 r. (wobec 3,1 – 4,3% w projekcji z lipca br.), 4,2 – 6,6% w 2025 r. (wobec 3,9 – 6,6%) oraz 1,4 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,3 – 4,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,3 – 3,1% w 2024 r. (wobec 2,3 – 3,7% w projekcji z lipca br.), 2,4 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,8 – 4,8%) oraz 1,7 – 4,0% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,3%). W bieżącej rundzie projekcja inflacji jest obciążona znaczną niepewnością związaną z kształtowaniem się cen nośników energii dla gospodarstw domowych, które w istotnym stopniu zależą od działań regulacyjnych. Wskazane przedziały rozpięte są wokół ścieżki centralnej scenariusza zakładającego – zgodnie z obecnie obowiązującym stanem prawnym – dalsze uwolnienie cen nośników energii dla gospodarstw domowych na początku 2025 r. Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej w 2025 r. jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej tej ścieżki.

W ocenie Rady inflacja jest obecnie istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii, a także inne czynniki regulacyjne. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje również wyraźny wzrost

wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą ogranicza krajową presję inflacyjną. W tym samym kierunku oddziałuje także wcześniejsze umocnienie kursu złotego.

W najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, a w przypadku dalszego podniesienia cen energii na początku 2025 r. wzrośnie. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii oraz w warunkach oczekiwanego obniżenia dynamiki wynagrodzeń – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

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

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

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



## 4. Projekcja inflacji i PKB

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

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2024 r. do IV kw. 2026 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2024 r.

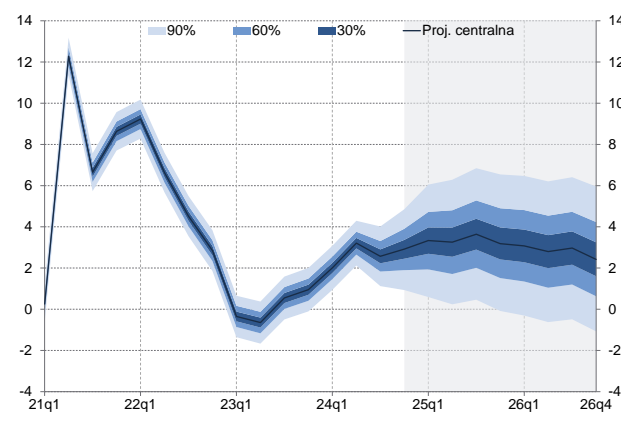
Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, w tym stopie referencyjnej równej 5,75%, z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 października 2024 r. (*cut-off date*).

## 4.1 Synteza

Ważnym czynnikiem kształtującym ścieżkę inflacji CPI w horyzoncie projekcji jest kształtowanie się cen nośników energii dla gospodarstw domowych, które w istotnym stopniu zależą od rządowych działań regulacyjnych. Zgodnie z aktualnie obowiązującym stanem prawnym, tj. ustawą z dnia 23 maja 2024 o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego, w 2025 r. ma nastąpić dalszy etap wygasania mechanizmów regulujących te ceny. Jednak wypowiedzi medialne przedstawicieli rządu wskazują na możliwość przedłużenia działań osłonowych ograniczających wzrost cen energii dla gospodarstw domowych, a zgodnie z projektem ustawy budżetowej na przyszły rok część środków na ten cel została zabezpieczona. Z tego względu listopadowa projekcja została przygotowana w dwóch scenariuszach. W pierwszym z nich – pełniącym rolę scenariusza centralnego – założono zgodnie z obecnie obowiązującym stanem prawnym, że w styczniu 2025 r. nastąpi dalsze uwolnienie cen nośników energii dla gospodarstw domowych. Natomiast w scenariuszu drugim przyjęto założenie o ich zamrożeniu na obecnym poziomie.

Przebieg procesów gospodarczych w Polsce przedstawiony w projekcji znajduje się pod wpływem osłabionej aktywności ekonomicznej w strefie euro, zwłaszcza w gospodarce niemieckiej. Prognozowana skala jej ożywienia w kolejnych latach jest ograniczona, co wpływa negatywnie na wzrost PKB w Polsce ze względu na silne powiązania gospodarcze naszego kraju z krajami strefy euro. W kierunku wolniejszego tempa ożywienia krajowej koniunktury oddziałuje jednocześnie wysoki poziom realnej stopy procentowej. W konsekwencji w II połowie br. tempo wzrostu PKB w Polsce będzie prawdopodobnie niższe niż 3% r/r, a dynamika konsumpcji spowolni względem I połowy br.

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., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241).

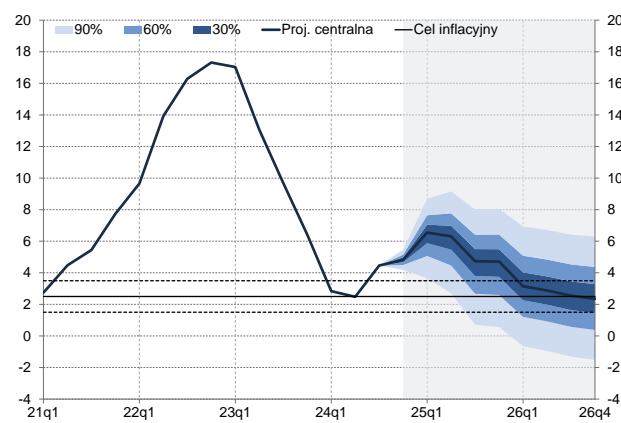
Pomimo silnego wzrostu dochodów do dyspozycji ludności, sprzedaż detaliczna we wrześniu br. spadła, a krajowy sektor przemysłowy znajduje się w stagnacji.

W 2025 r. oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB w Polsce do czego przyczyni się silny wzrost napływu funduszy unijnych w ramach perspektywy finansowej 2021-2027 oraz z Krajowego Planu Odbudowy, podnoszący w szczególności ścieżkę inwestycji. Jednocześnie jednak stopniowo będzie wygasał wpływ ekspansywnej polityki fiskalnej, podwyższającej dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, na dynamikę ich wydatków konsumpcyjnych. Z uwagi na to, że popyt zagraniczny będzie wspierał krajową koniunkturę jedynie w niewielkim stopniu, a – zgodnie z założeniem projekcji – stopy procentowe NBP pozostaną w jej horyzoncie na niezmiennym poziomie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego 2025 r. będzie ograniczone. Z kolei w 2026 r. dynamika PKB ponownie obniży się poniżej poziomu 3%.

W najbliższych kwartałach inflacja CPI będzie kształtować się powyżej przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP, osiągając najwyższy poziom w I kw. 2025 r. (6,6% r/r). Złoży się na to podwyższony poziom dynamiki cen energii i cen żywności. Na wskaźnik inflacji w ujęciu r/r wpływa bowiem odmrażanie cen nośników energii dla gospodarstw domowych oraz niekorzystne warunki agrometeorologiczne, jakie miały miejsce w Polsce wiosną br., podwyższające ceny owoców i warzyw. Inflację CPI podnosi również rozłożony w czasie wpływ szybko rosnących w br. wynagrodzeń, oddziałujących szczególnie wyraźnie na ceny usług. Inflację bazową będą również zwiększać podwyżki taryf na zaopatrywanie w wodę i odprowadzanie ścieków oraz wyraźny wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe w marcu 2025 r.

Prognozowany na najbliższe lata kształt aktywności gospodarczej w kraju i za granicą wskazuje jednak, że wpływ czynników

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

podnoszących inflację CPI w dalszym horyzoncie projekcji wygaśnie. Proces dezinflacji będzie wspierany przez obniżoną presję popytową, spadek dynamiki kosztów pracy oraz niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki. Przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, inflacja w 2026 r. powróci do przedziału wahań wokół celu.

Oprócz działań regulacyjnych rządu w zakresie cen energii, przyszła sytuacja gospodarcza oraz ścieżka inflacji CPI w Polsce są w istotnym stopniu uzależnione od kształtowania się aktywności ekonomicznej w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Czynnikiem niepewności dla projekcji jest także stopień wykorzystania funduszy unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy. Bilans czynników niepewności dla dynamiki PKB jest zbliżony do symetrycznego, natomiast w przypadku inflacji CPI wskazuje na wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się tej zmiennej poniżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

## 4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

### Wzrost gospodarczy

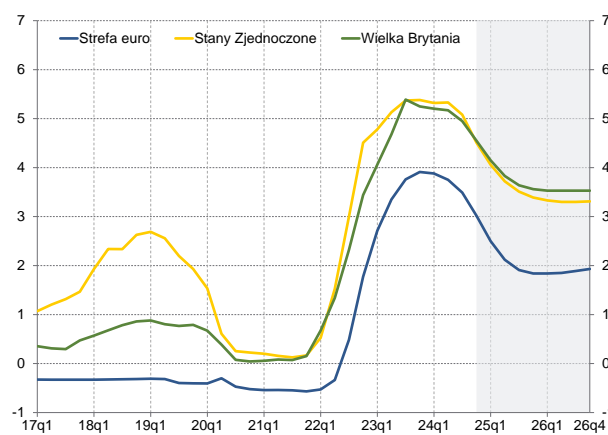
Dane i informacje napływające ze strefy euro wskazują, że ożywienie w tej gospodarce będzie następować stopniowo, wolniej niż założono w projekcji lipcowej (Tabela 4.1). Oczekiwaną skalę poprawy w strefie euro w najbliższych kwartałach będą ograniczać obserwowane obecnie niekorzystne tendencje w gospodarce niemieckiej, w tym utrzymująca się dekonunktura w przemyśle oraz obniżony popyt inwestycyjny. W horyzoncie projekcji głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostanie odbudowa spożycia gospodarstw domowych wspierana przez wzrost ich realnych dochodów do dyspozycji przy utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy. Jednocześnie niską obecnie dynamikę inwestycji prywatnych w dalszym horyzoncie projekcji będzie wspierać zmniejszenie oddziaływania dotychczasowego

Tabela 4.1 PKB za granicą - projekcja listopadowa na tle lipcowej

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

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.



zacieśnienia monetarnego (Wykres 4.3). Nakłady instytucji rządowych w strefie euro podwyższają natomiast wydatki na obronność.

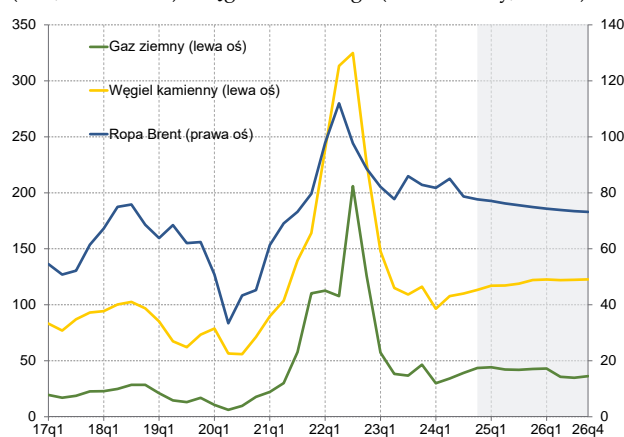
Relatywnie korzystniej kształtuje się obecnie koniunktura w Stanach Zjednoczonych i również w latach 2025-2026 dynamika PKB w tej gospodarce będzie przewyższać tempo wzrostu strefy euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Tym samym zakłada się, że w gospodarce amerykańskiej będzie realizował się scenariusz tzw. „miękkiego lądowania”, w którym proces dezinflacji będzie postępował przy umiarkowanym spowolnieniu gospodarczym oraz utrzymującej się korzystnej sytuacji na rynku pracy.

### Inflacja i rynki surowców

Ceny surowców energetycznych na rynkach światowych kształtują się wyraźnie poniżej szczytu z 2022 r., ale nadal przewyższają poziom sprzed wybuchu pandemii. Na ich notowania wpływają utrzymujące się ograniczenia podażowe na części rynków, w tym związane z napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

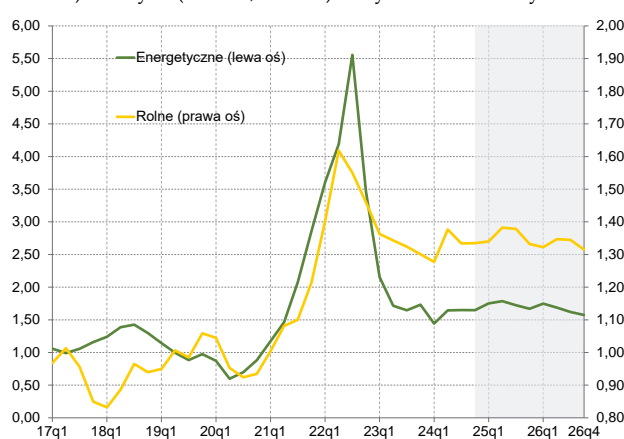
Notowania kontraktów terminowych wskazują, że ceny surowców energetycznych na rynkach światowych będą w horyzoncie projekcji utrzymywać się na relatywnie stabilnym poziomie, zbliżonym do założeń poprzedniej projekcji (Wykres 4.4, Wykres 4.5). W przypadku ropy naftowej oczekuje się, że wzrost popytu na ten surowiec, wynikający z poprawy koniunktury w gospodarce światowej, będzie kompensowany rosnącym wydobywaniem w krajach nienależących do OPEC+, w tym w Stanach Zjednoczonych. Prognozowany poziom cen gazu ziemnego na rynku europejskim ograniczają z kolei wysokie zapasy tego surowca oraz działania mające na celu obniżenie jego zużycia w Europie i zwiększenie importu z innych kierunków niż Rosja. Sytuacja na rynku gazu wpływa na stabilizację cen węgla

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



Źródło: dane Bloomberg.

**Wykres 4.5** Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2019=1) i rolnych (w EUR, 2019=1) na rynkach światowych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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

kamiennego, ponieważ surowce te są substytutami w produkcji energii elektrycznej.

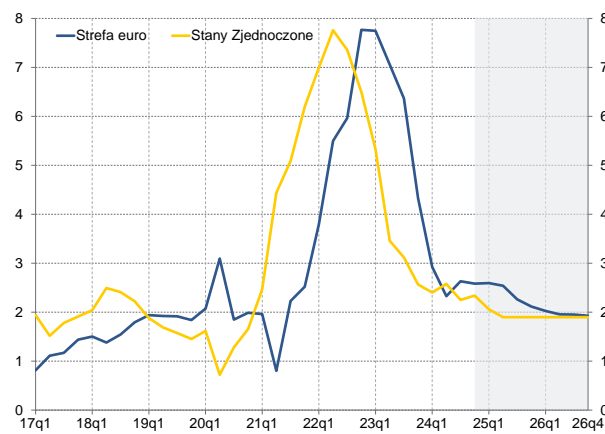
Przewiduje się, że w najbliższych kwartałach indeks cen surowców rolnych na rynkach światowych ukształtuje się na niższym poziomie w porównaniu do założeń poprzedniej projekcji. Dotyczy to w szczególności pszenicy, ze względu na silniejszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost światowych zbiorów tego surowca w sezonie gospodarczym 2024/2025. Wyceny kontraktów terminowych wskazują, że wraz z normalizacją warunków podaźowych i ograniczeniem wpływu zaburzeń wynikających z rosyjskiej agresji, ceny surowców rolnych w horyzoncie projekcji będą utrzymywać się na stabilnym poziomie (Wykres 4.5).

Spadek inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski, wspierany wygasaniem wcześniejszych napięć na rynkach surowców i w sieciach dostaw oraz niską dynamiką aktywności w części gospodarek, na przestrzeni 2024 r. wyhamował (Wykres 4.5). Do spowolnienia procesów dezinflacji w globalnej gospodarce przyczyniła się stabilizacja cen surowców energetycznych po okresie ich wyraźnych spadków. W horyzoncie projekcji, dynamika cen u głównych partnerów handlowych Polski pozostanie obniżona przy jedynie umiarkowanej odbudowie popytu oraz wygaśnięciu większości szoków podaźowych podwyższających inflację w przeszłości (Wykres 4.6). Jednocześnie jednak proces dezinflacji w głównych gospodarkach rozwiniętych będzie ograniczany przez wysoką uporczywość inflacji cen usług.

### Niepewność

W Europie i na świecie utrzymuje się podwyższone ryzyko geopolityczne związane z rosyjską agresją na Ukrainę, konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz napięciami w stosunkach handlowych. Wydarzenia te stanowią istotny czynnik ryzyka dla kształtowania się tempa wzrostu gospodarczego na świecie, podaży i cen

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

surowców energetycznych oraz rolnych, a także ciągłości globalnych łańcuchów dostaw. Towarzyszy temu niepewność dotycząca wpływu na główne gospodarki prowadzonej przez nie polityki pieniężnej i fiskalnej. Szersze omówienie powyższych czynników ryzyka zawiera rozdz. 4.5 *Źródła niepewności projekcji*.

### 4.3 Gospodarka polska w latach 2024-2026

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

W ślad za dalszą normalizacją sytuacji na światowych rynkach surowców, w lipcu br. istotnie zmniejszono skalę dopłat do rachunków za energię dla gospodarstw domowych i niektórych innych podmiotów. Zgodnie z aktualnie obowiązującym stanem prawnym, uregulowanym przez ustawę z dnia 23 maja 2024 r. o bonie energetycznym oraz o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła systemowego, w 2025 r. ma nastąpić dalszy etap wygasania mechanizmów regulujących ceny energii. W szczególności w styczniu przyszłego roku ma przestać obowiązywać maksymalna cena energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, przy jednoczesnym przywróceniu opłaty mocy, co przełoży się na istotny wzrost przeciętnego rachunku dla gospodarstw domowych. Wraz początkiem 2025 r. ma wzrosnąć również maksymalna stawka na ciepło systemowe. W rezultacie w I połowie 2025 r. inflacja cen energii w ujęciu r/r wyraźnie wzrośnie. W II połowie przyszłego roku dynamika cen energii ponownie się obniży pod wpływem efektu bazy związanego z częściowym uwolnieniem cen nośników energii w lipcu br., ale pozostanie do końca 2025 r. na podwyższonym poziomie.

Jednak wypowiedzi medialne przedstawicieli rządu wskazują na możliwość przedłużenia działań osłonowych ograniczających wzrost cen dla gospodarstw domowych, a w toku prac

**Tabela 4.2** Koszt zmian legislacyjnych podwyższających dochody do dyspozycji gospodarstw domowych w latach 2024-2026 (w % PKB)

	2024	2025	2026
Podwyżki wynagrodzeń dla nauczycieli oraz pracowników urzędów państwowych i służb mundurowych w 2024 r.	0,7	0,6	0,6
Waloryzacja kwoty świadczenia wychowawczego (waloryzacja 500+)	0,7	0,6	0,6
Świadczenie wspierające oraz świadczenia pielęgnacyjne	0,1	0,1	0,2
Program <i>Aktywny Rodzic</i> *	0,0	0,1	0,0
Dodatek dopełniający do renty socjalnej dla osób niezdolnych do samodzielnej egzystencji	-	0,1	0,1
Prawo wdów i wdowców do pobierania renty rodzinnej po zmarłym małżonku obok własnej emerytury	-	0,1	0,2
<b>Łączny koszt zmian legislacyjnych</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

Źródło: obliczenia NBP na podstawie szacunków rządowych.

Dane są zaokrąglone do pierwszego miejsca po przecinku. \* Koszty zastąpienia programu „Rodzinny Kapitał Opiekuńczy” programem „Aktywny Rodzic” (włączając świadczenie „aktywni rodzice w pracy” oraz „aktywnie w domu”, ale bez „aktywnie w żłobku”, ponieważ ta część programu nie ma bezpośredniego wpływu na dochód do dyspozycji gospodarstw domowych).

rządowych nad projektem ustawy budżetowej na przyszły rok zabezpieczono część środków na ten cel. W konsekwencji, przygotowano projekcję również w tym drugim wariantcie, szerzej opisanym w Ramce 1.

Jednocześnie są wdrażane kolejne zmiany systemowe, które dodatkowo – po wzroście od początku 2024 r. wynagrodzeń w sektorze publicznym i podwyższeniu świadczenia wychowawczego z 500 do 800 zł – poprawiają sytuację finansową gospodarstw domowych. W październiku br. został uruchomiony program „Aktywny Rodzic”, zwiększający dofinansowanie opieki nad dziećmi w wieku do 3 lat. Od stycznia 2025 r. będzie natomiast wprowadzony dodatek dopełniający do renty socjalnej dla osób niezdolnych do samodzielnej egzystencji, a od lipca przyszłego roku – tzw. renty wdowie (tj. prawo wdów i wdowców do pobierania renty rodzinnej po zmarłym małżonku obok własnej emerytury). Łączny koszt wymienionych powyżej zmian, które zaczną obowiązywać pod koniec br. lub wejdą w życie w przyszłym roku, szacowany jest na 0,2% PKB w 2025 r. i 0,3% w 2026 r. (por. Tabela 4.2).

Na kształt prognozowanej w latach 2025-2026 ścieżki inflacji wpływają z kolei wyraźne podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe oraz ich substytuty. Zgodnie ze znowelizowaną w październiku br. ustawą o podatku akcyzowym, w marcu 2025 r. wzrost podatku wyniesie – w zależności od wyrobu – od 25% do 75%, a kolejny etap podwyżek – o 20-50% – przewidziany jest na początek 2026 r. Jest to istotna korekta wcześniejszego harmonogramu wskazującego na coroczne, 10%-owe podwyżki tego podatku.

W projekcji listopadowej uwzględniono też działania związane ze wsparciem oraz odbudową obszarów Polski dotkniętych powodzią we wrześniu br. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami NBP, koszty usuwania skutków tej katastrofy

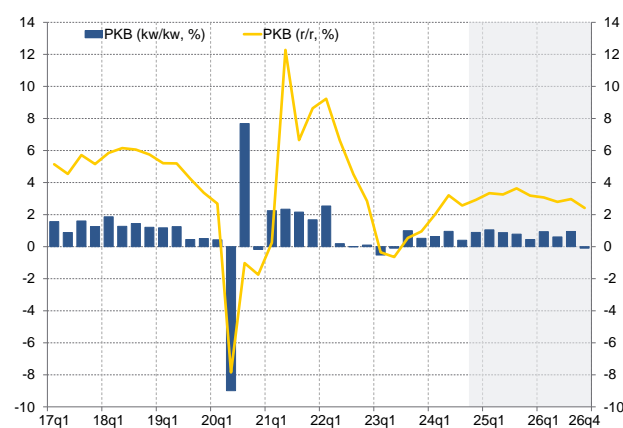
poniesione przez budżet państwa w br. mają wynieść ok. 0,1% PKB, tj. będą niższe niż w 1997 i 2010 r. (0,2% PKB). Obejmują one bezpośrednie wsparcie finansowe dla poszkodowanych gospodarstw domowych i prowadzących działalność gospodarczą oraz wydatki związane z działaniami służb na terenach powodziowych. Dodatkowo naprawa zniszczonej lub uszkodzonej infrastruktury (m.in. wodnej, transportowej, komunalnej) ma być w najbliższych latach sfinansowana przesunięciami w ramach środków unijnych z perspektywy finansowej 2021-2027, w kwocie do 5 mld euro.

### Aktywność gospodarcza

Zgodnie z założeniami przyjętymi w bieżącej projekcji, w II połowie br. dynamika krajowego PKB ukształtuje się na poziomie nieco poniżej 3% r/r. Wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez spożycie, zarówno prywatne, jak i publiczne, jednak dostępne dane cząstkowe za III kw. br. wskazują, że roczna dynamika konsumpcji gospodarstw domowych obniży się w stosunku do I połowy br. (Wykres 4.7, Wykres 4.9). W 2025 r., przy oczekiwanym silnym wzroście napływu funduszy unijnych, dynamika aktywności gospodarczej nieznacznie przyspieszy i ważnym czynnikiem wzrostu staną się również inwestycje (Wykres 4.8). Tylko w niewielkim stopniu krajową koniunkturę będzie natomiast wspierał popyt zagraniczny wobec zakładanej umiarkowanej skali ożywienia w strefie euro. Prognozowaną dynamikę PKB w Polsce ogranicza przyjęte w projekcji założenie o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopy referencyjnej równej 5,75%. Pod wpływem relatywnie wysokich realnych stóp procentowych dynamika popytu krajowego w 2026 r. ponownie spowolni, a dynamika eksportu pozostanie niska, co przełoży się na wyhamowanie średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego poniżej poziomu 3%.

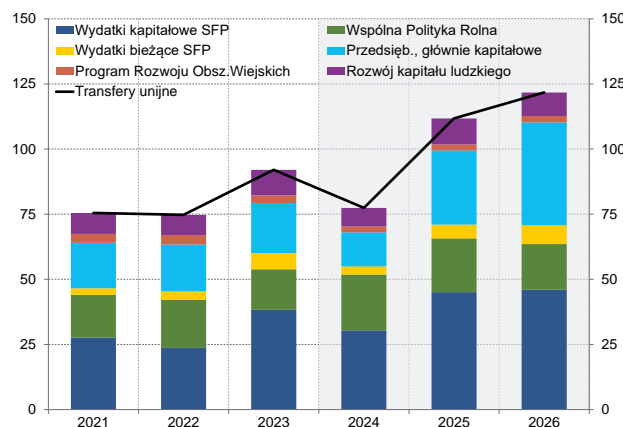
Po wzroście w 2024 r. o 3,8%, dynamika spożycia gospodarstw domowych w latach 2025-2026

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

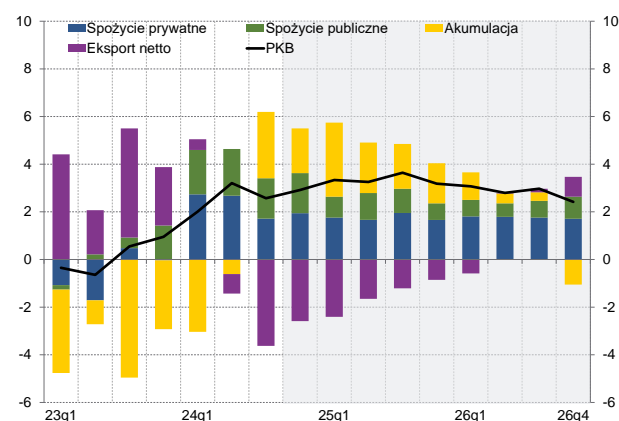
będzie utrzymywać się na obniżonym poziomie pod wpływem relatywnie wysokich realnych stóp procentowych oraz spowolnienia tempa wzrostu realnych dochodów ludności (Wykres 4.10).

Zakłada się, że wysoka obecnie stopa oszczędności gospodarstw domowych pozostanie na podwyższonym poziomie przez cały horyzont projekcji. Skłonność do oszczędzania wspiera relatywnie wysoka realna stopa procentowa, będąca efektem przyjętego w projekcji założenia o utrzymaniu stóp procentowych NBP na stałym poziomie, a więc średnio powyżej prognozowanej ścieżki inflacji. W tym samym kierunku oddziałuje potrzeba odbudowy oszczędności gospodarstw domowych uszczuplonych w okresie wysokiej inflacji.

W kierunku ograniczonego wzrostu konsumpcji gospodarstw domowych w latach 2025-2026 będzie też oddziaływał spadek dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, pod wpływem powrotu podwyższonego obecnie wzrostu realnych wynagrodzeń do poziomu zbliżonego do tempa poprawy wydajności pracy. Uwzględnione w projekcji zmiany legislacyjne będą również w najbliższych latach wyraźnie słabiej niż w br. podnosić dynamikę dochodów ludności (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Ponieważ jednak gospodarstwa domowe dążą do wygładzania ścieżki konsumpcji w czasie, dynamika spożycia prywatnego będzie kształtować się przez cały horyzont projekcji na relatywnie stabilnym poziomie.

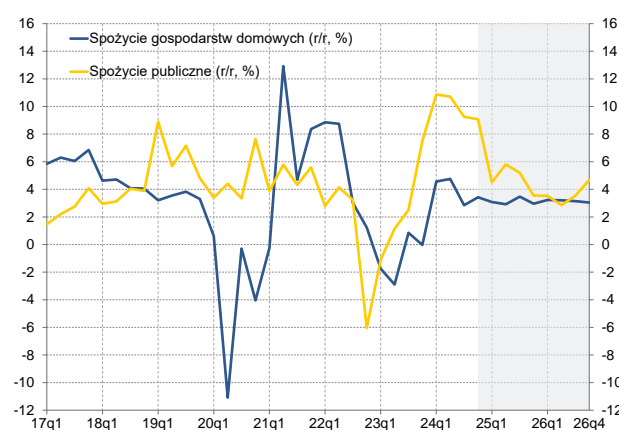
W bieżącej projekcji zakłada się, że w 2025 r. nastąpi wyraźna odbudowa popytu inwestycyjnego, po okresie jego stagnacji w 2024 r. (Wykres 4.11). Scenariusz ten znajduje potwierdzenie w deklaracjach przedsiębiorstw o planowanym wzroście w perspektywie roku skali inwestycji przy stabilizacji tego wskaźnika w

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



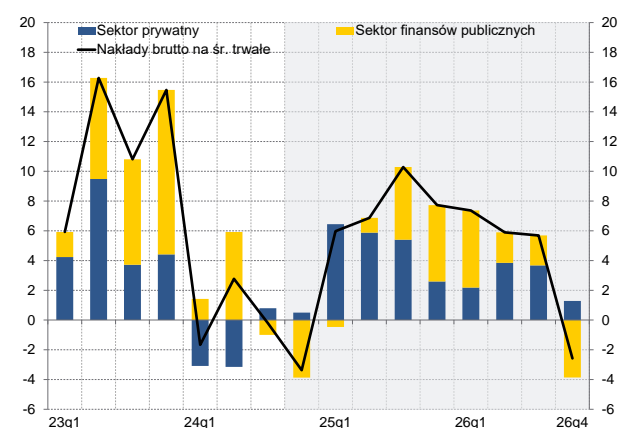
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

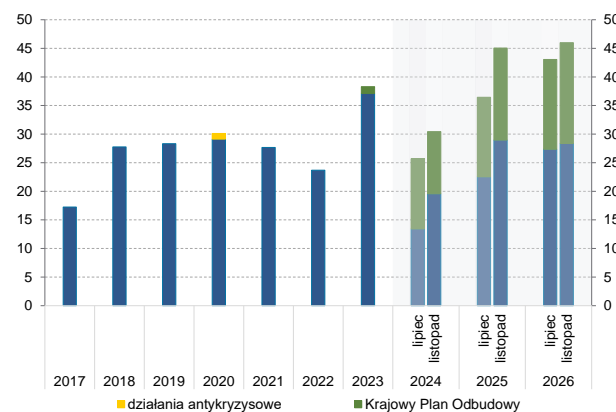
Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych,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

horyzoncie kwartału (Szybki Monitoring NBP<sup>41</sup>). Do wzrostu aktywności inwestycyjnej w 2025 r. przyczyni się zwiększona absorpcja funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej 2021-2027 oraz Krajowego Planu Odbudowy (Wykres 4.12). W części wyższe wykorzystanie środków z UE ma finansować odbudowę infrastruktury i zabudowań na terenach dotkniętych powodzią (por. *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

W całym horyzoncie projekcji poziom inwestycji sektora finansów publicznych będą podwyższać wysokie wydatki na zakupy sprzętu wojskowego. Odbudowie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw sprzyja natomiast konieczność zwiększenia zasobu kapitału wytwórczego, wynikająca z obniżonej w trakcie pandemii stopy inwestycji, niski stopień automatyzacji i robotyzacji polskiego przemysłu oraz rosnące koszty pracy. Z drugiej strony negatywnie na popyt inwestycyjny sektora prywatnego będą wpływać coraz silniej materializujące się w horyzoncie projekcji skutki podwyższonych stóp procentowych NBP. W konsekwencji w 2026 r., gdy spowolni tempo wzrostu napływu funduszy unijnych, dynamika nakładów brutto na środki trwale obniży się.

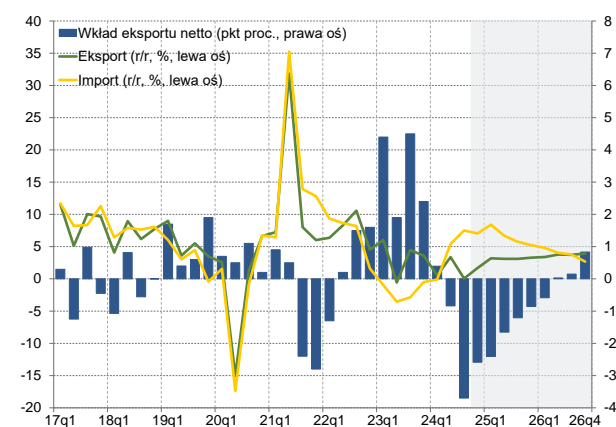
W III kw. br. wkład eksportu netto do wzrostu PKB obniżył się i do końca 2025 r. będzie kształtować się na wyraźnie ujemnym poziomie. Do spadku salda handlowego przyczynia się wzrost importu towarzyszący ożywieniu krajowej koniunktury. W tym samym kierunku oddziałuje obniżona aktywność gospodarcza u głównych partnerów handlowych Polski, w tym zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, negatywnie wpływająca na ścieżkę eksportu (Wykres 4.13).

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



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>41</sup> Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2024 r.

## Produkt potencjalny i luka popytowa

Zgodnie z wynikiem bieżącej projekcji, w latach 2024-2026 dynamika produktu potencjalnego ukształtuje się na przeciętnym poziomie 3,0% r/r, nieco poniżej swojej wieloletniej średniej (Wykres 4.14).

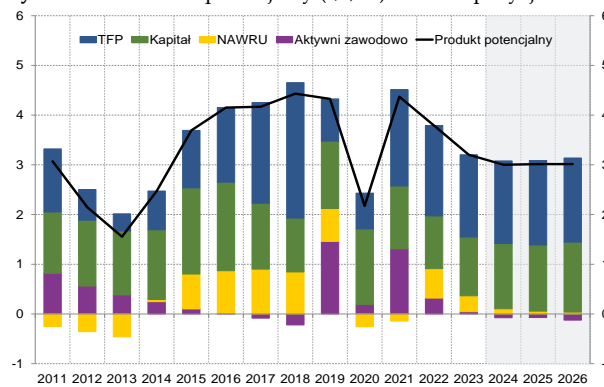
Pozytywnie na potencjał krajowej gospodarki wpłynie wzrost w latach 2025-2026 stopy inwestycji przedsiębiorstw, zwiększający dynamikę kapitału produkcyjnego, oraz napływ migrantów podnoszący podaż pracy. Niekorzystnie na dynamikę potencjalnego PKB w latach 2024-2026 będą natomiast oddziaływać zmiany demograficzne wśród Polaków odzwierciedlone w spadku liczby osób w wieku produkcyjnym ograniczającym liczbę osób aktywnych zawodowo oraz pracujących.

W najbliższych kwartałach ożywienie krajowej aktywności gospodarczej przyczyni się do zawężenia ujemnej obecnie luki popytowej (Wykres 4.15). Jednak w 2026 r., przy spowolniającej dynamice PKB, nastąpi ponowny spadek presji popytowej, wzmacniając proces dezinflacji w polskiej gospodarce.

## Rynek pracy

Od początku br. liczba pracujących sukcesywnie spada, z opóźnieniem reagując na ubiegłoroczne wyhamowanie dynamiki PKB (Wykres 4.17). W efekcie stopa bezrobocia wzrosła względem 2023 r., ale skalę tego wzrostu ograniczają procesy demograficzne zmniejszające liczbę osób w wieku produkcyjnym. W przyszłym roku stopa bezrobocia ustabilizuje się wobec spodziewanego przyspieszenia dynamiki aktywności gospodarczej, ale przy utrzymaniu niewielkiego spadku liczby pracujących. Scenariusz ten znajduje odzwierciedlenie w kształtujących się poniżej średniej i obniżających się od II kw. br. prognozach zatrudnienia w horyzoncie roku formułowanych

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



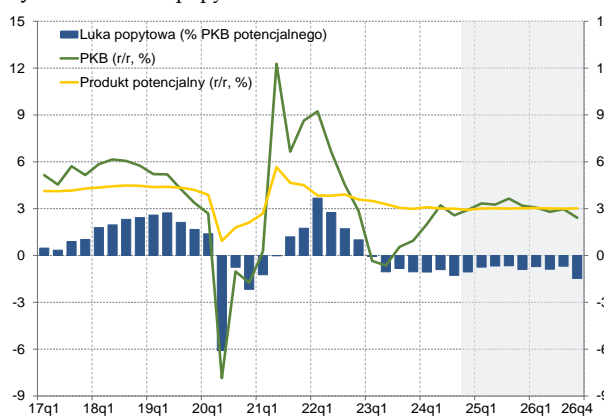
Źródło: obliczenia NBP.

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

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

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

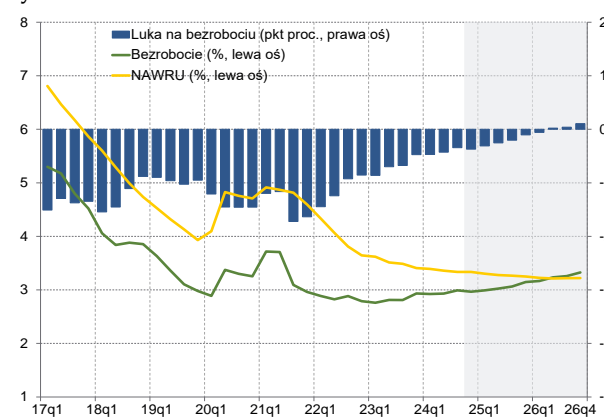
Wykres 4.15 Luka popytowa



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 4.16 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



przez przedsiębiorstwa<sup>42</sup> (Wykres 4.16, Wykres 4.18). W 2026 r. osłabienie koniunktury przyczyni się do ponownego, ale ograniczonego wzrostu stopy bezrobocia przy utrzymującym się spadku krajowego zasobu siły roboczej.

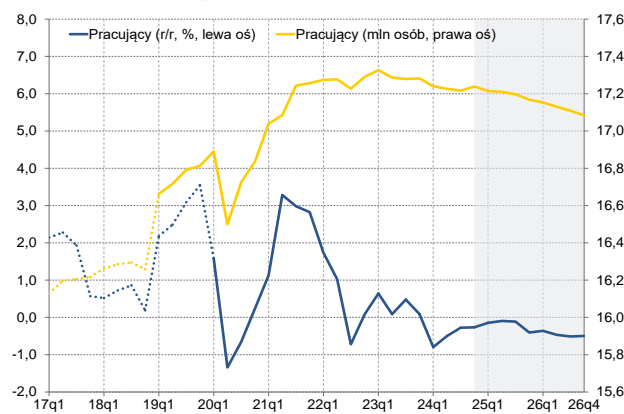
W horyzoncie projekcji dynamika wynagrodzeń obniży się z obecnego, wysokiego poziomu, podwyższonego przez podwyżki płac pracowników sfery budżetowej oraz płacy minimalnej, i w 2025 r. osiągnie dynamikę jednocyfrową (Wykres 4.19). Za takim scenariuszem przemawiają wyniki Szybkiego Monitoringu NBP<sup>43</sup> wskazujące, że znacząca większość ankietowanych przedsiębiorstw deklarujących podniesienie płac w perspektywie roku planuje wzrost wynagrodzeń w wysokości poniżej 10%. Do spadku dynamiki nominalnych wynagrodzeń przyczyni się znacznie niższa niż w latach 2022-2023 inflacja, która jest z pewnym opóźnieniem uwzględniana w mechanizmie ustalania płac. W tym samym kierunku będzie oddziaływać spodziewany rosnący udział migrantów w zasobie siły roboczej, wyraźnie niższe niż w latach 2023-2024 podwyżki płacy minimalnej oraz – w 2026 r. – spowolnienie tempa wzrostu PKB. W konsekwencji tych uwarunkowań dynamika realnych wynagrodzeń w latach 2025-2026 zbliży się do wzrostu wydajności pracy.

### Inflacja CPI

W scenariuszu dalszego odmrożenia cen nośników energii od stycznia 2025 r. inflacja CPI w najbliższych kwartałach będzie się kształtować powyżej przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.), osiągając najwyższy poziom 6,6% r/r w I kw. 2025 r.

Inflację cen konsumenta w ujęciu r/r aż do IV kw. 2025 r., będzie istotnie podwyższał wpływ odmrażania cen nośników energii dla gospodarstw domowych w lipcu 2024 r. i styczniu 2025 r., przy

Wykres 4.17 Liczba pracujących



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

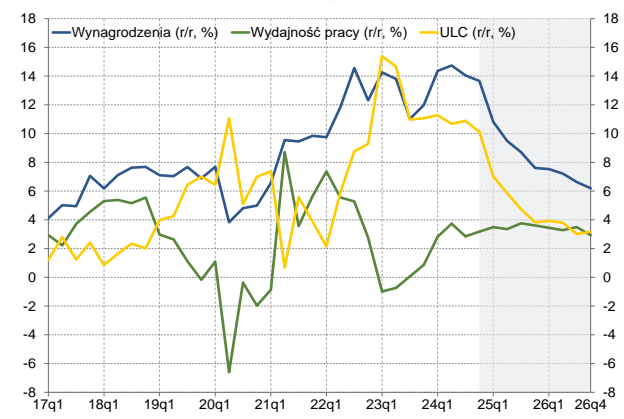
Wykres 4.18 Wskaźnik aktywności zawodowej



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy (ULC) określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców. Dla danych dotyczących dynamik r/r jednostkowych kosztów pracy (ULC) i wydajności pracy za okres do 2020 r. – por. przypis pod wykresem 4.17.

<sup>42</sup> Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2024 r.

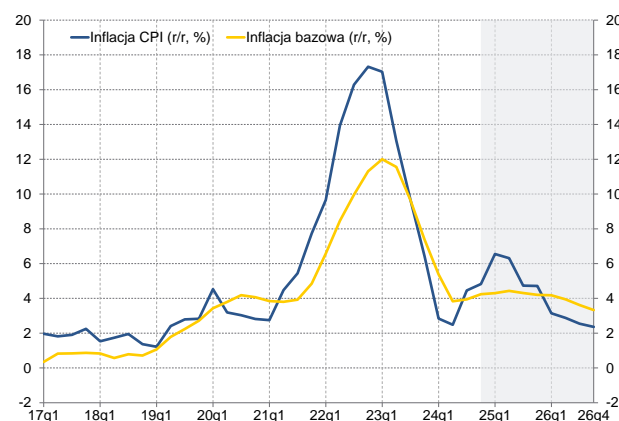
<sup>43</sup> Szybki Monitoring NBP - analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2024 r.

czym wpływ ten będzie najsilniejszy w I poł. 2025 r. (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*).

Wzrostowi cen energii towarzyszy rosnąca dynamika cen żywności (Wykres 4.23). Ceny w tej grupie towarów będą do I półrocza 2025 r. podwyższać niższe tegoroczne zbiory owoców i wybranych warzyw spowodowane niekorzystnymi warunkami pogodowymi w Polsce na wiosnę br. Jednocześnie w kierunku przyspieszenia dynamiki cen żywności w ujęciu r/r do I kw. 2025 r. będzie oddziaływać efekt bazy związany z nasilającą się od lipca 2023 r. konkurencją cenową pomiędzy największymi detalistami na rynku żywności w Polsce. Roczne tempo wzrostu cen żywności na początku 2025 r. będzie również nadal zwiększać rozłożony w czasie wpływ szybko rosnących w br. wynagrodzeń.

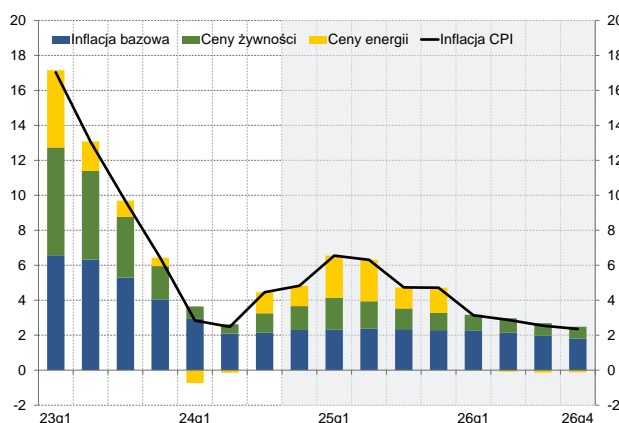
Jednocześnie w najbliższych kwartałach nastąpi nieznaczny, przejściowy wzrost inflacji bazowej. Do jej wzrostu w IV kw. 2024 r. przyczyni się dodatni efekt bazy. Jest on związany z poszerzeniem listy osób uprawnionych do korzystania z darmowych lekarstw we wrześniu ub.r. oraz promocjami cenowymi w usługach łączności oraz turystyce zorganizowanej w listopadzie ub.r. Na przełomie lat 2024-2025 inflację bazową podniosą natomiast podwyżki regulowanych тариф na zaopatrywanie w wodę i odprowadzanie ścieków zatwierdzone przez Wody Polskie przedsiębiorstwom i spółkom komunalnym. Dynamikę cen towarów nieżywnościowych w przyszłym roku będzie podwyższać z kolei wyraźny wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe w marcu 2025 r. (por. punkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Podobnie jak inflacja cen żywności, inflacja bazowa na początku 2025 r. będzie również nadal pod rozłożonym w czasie wpływem szybko rosnących w 2024 r. kosztów pracy, co odzwierciedla podwyższone tempo

Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa



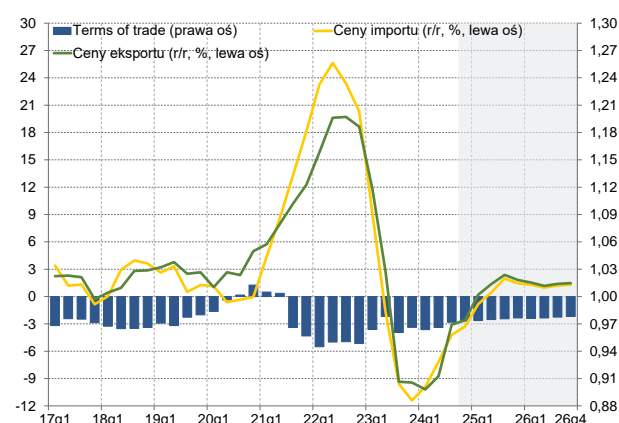
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

wzrostu cen usług, charakteryzujących się przeciętnie wyższym stopniem pracochłonności.

Zgodnie z wynikami bieżącej projekcji, na przestrzeni 2025 r. inflacja CPI powróci do trendu spadkowego. Proces dezinflacji będzie wspierany przez stopniowe obniżanie się w horyzoncie projekcji dynamiki kosztów pracy oraz niską presję popytową, odzwierciedloną w ujemnych wartościach luki popytowej (por. punkt *Produkt potencjalny i luka popytowa*). Do spadku dynamiki cen konsumenta przyczyni się również ograniczony wzrost cen importu, związany z niską inflacją w otoczeniu polskiej gospodarki (Wykres 4.22). Ponadto w 2026 r. ustąpi wpływ na dynamikę cen energii w ujęciu r/r ograniczania mechanizmów regulujących ceny nośników energii dla gospodarstw domowych w lipcu 2024 r. i styczniu 2025 r., co przełoży się na jej spadek nieco poniżej poziomu 0%. W konsekwencji tych uwarunkowań oczekuje się, że wskaźnik CPI w 2026 r. powróci do przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.20, Wykres 4.21).

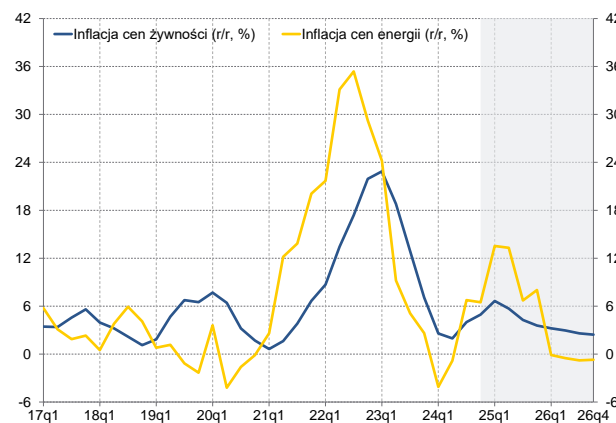
#### 4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Informacje i dane, które napłynęły po zamknięciu projekcji lipcowej, przyczyniły się do obniżenia prognozy tempa wzrostu gospodarczego, przy nieznacznie wyższym niż w poprzedniej rundzie prognostycznej przebiegu prognozowanej ścieżki inflacji CPI (Tabela 4.3, Wykres 4.24, Wykres 4.25, Wykres 4.26, Wykres 4.27).

Niższy niż w poprzedniej projekcji przebieg ścieżki prognozowanego tempa wzrostu gospodarczego wynika z gorszych od oczekiwań odczytów wskaźników koniunktury w Polsce oraz w jej otoczeniu gospodarczym opublikowanych po zamknięciu projekcji lipcowej.

Dostępne dane za III kw. br. wskazują, że w tym okresie tempo wzrostu krajowego PKB mogło

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



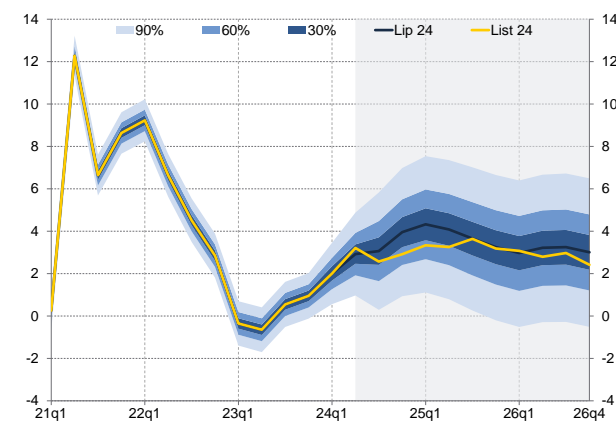
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 4.3 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2024	2025	2026
<b>Inflacja CPI (r/r, %)</b>			
XI 2024	3,7	5,6	2,7
VII 2024	3,7	5,2	2,7
<b>PKB (r/r, %)</b>			
XI 2024	2,7	3,4	2,8
VII 2024	3,0	3,8	3,1

Źródło: obliczenia NBP.

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



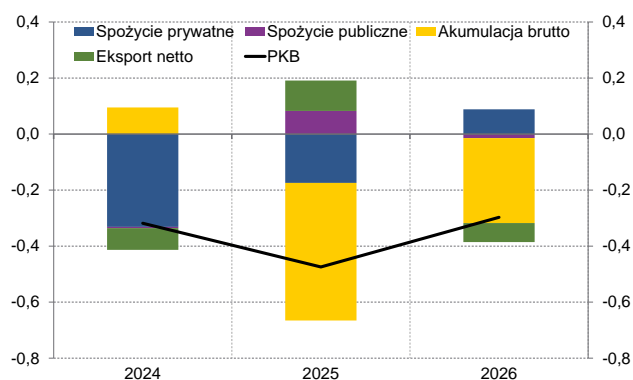
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

ukształtować się poniżej odczytu dla II kw. W szczególności sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa zarówno w lipcu, sierpniu jak i we wrześniu br. okazały się niższe niż mediana oczekiwań rynkowych. W konsekwencji w III kw. br. tempo wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej – pomimo wysokiego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji ludności – były zbliżone do zera. Jednocześnie wskaźnik PMI, pomimo pewnej poprawy w III kw. br., od ponad dwóch lat kształtuje się poniżej neutralnego progu 50,0 pkt, co wskazuje na utrzymywanie się pesymistycznych nastrojów w sektorze przemysłowym. Dodatkowym negatywnym sygnałem z polskiej gospodarki był wyraźny spadek w II kw. br. inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw.

Krajowa aktywność gospodarcza powiązana jest z sytuacją w gospodarce niemieckiej, będącej głównym partnerem handlowym Polski, która znajduje się w stagnacji, przy pogarszającej się sytuacji w przemyśle. Odzwierciedlają to spadki produkcji przemysłowej w Niemczech średnio w okresie lipiec-sierpień br., zarówno w ujęciu rocznym jak i względem II kw., obniżenie wskaźnika PMI w przetwórstwie przemysłowym we wrześniu do 40,6 pkt, oraz najgłębszy od października ub.r. spadek napływu zamówień, w tym zamówień eksportowych.

Przebieg procesów inflacyjnych w 2024 r. okazał się w dużym stopniu zgodny z wynikami projekcji lipcowej. Bieżąca prognoza na kolejne lata uległa więc tylko niewielkim korektom w porównaniu z poprzednią rundą projekcyjną. Jej nieznacznie wyższy przebieg w 2025 r. wynika z – oddziałujących z opóźnieniem – wyższych kosztów pracy w br. będących konsekwencją silniejszego niż zakładano w projekcji lipcowej wzrostu wynagrodzeń. Ścieżkę inflacji CPI podnosi też wyższy od oczekiwań wzrost aktywności na wyroby tytoniowe uwzględniony w projekcie ustawy budżetowej (por. *Zmiany legislacyjne*

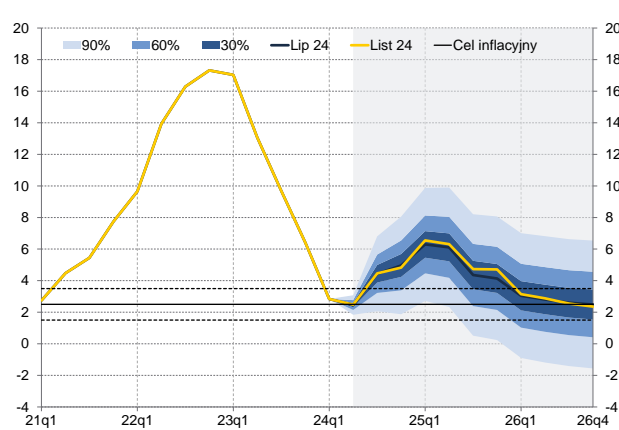
**Wykres 4.25** Dekompozycja zmiany projekcji dynamiki PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

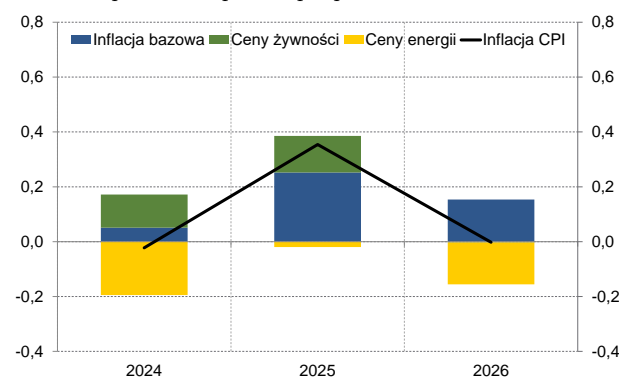
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.3, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

**Wykres 4.26** Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: obliczenia NBP.

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

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 istotnym stopniu uzależniona od skali działań regulacyjnych rządu w zakresie cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła. Czynnikiem niepewności jest także skala wykorzystania funduszy unijnych w ramach Krajowego Planu Odbudowy. Poza uwarunkowaniami wewnętrznymi, istotnym źródłem ryzyka w bieżącej rundzie progностycznej jest przyszłe kształtowanie się aktywności ekonomicznej w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej. Ważnym źródłem niepewności z otoczenia polskiej gospodarki jest również dalszy przebieg konfliktów zbrojnych w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie oraz kształt relacji handlowych między Stanami Zjednoczonymi i Unią Europejską a Chinami. Bilans czynników niepewności wskazuje na bliski symetrycznemu rozkład ryzyk dla prognozowanej dynamiki PKB oraz wyższe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI poniżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji (Tabela 4.4).

##### Ryzyka krajowe

Działania regulacyjne rządu w zakresie cen energii elektrycznej, gazu ziemnego i ciepła są źródłem jednego z ważniejszych czynników ryzyka bieżącej projekcji. W scenariuszu centralnym przyjęto założenie o utrzymaniu tych działań jedynie do końca bieżącego roku, zgodnie z aktualnym stanem prawnym. Możliwe są jednak inne scenariusze, w szczególności scenariusz przedłużenia obowiązywania regulacji

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%)
25q1	0,00	0,01	0,05	0,58	0,05
25q2	0,02	0,05	0,11	0,56	0,10
25q3	0,10	0,20	0,34	0,55	0,24
25q4	0,11	0,21	0,35	0,55	0,24
26q1	0,24	0,39	0,56	0,50	0,32
26q2	0,28	0,44	0,61	0,50	0,33
26q3	0,33	0,49	0,66	0,50	0,33
26q4	0,35	0,52	0,68	0,50	0,33

Źródło: obliczenia NBP.

cen nośników energii w obecnym kształcie w całym horyzoncie projekcji. Skutki makroekonomiczne takiego scenariusza opisano w Ramce 1.

Kolejnym źródłem niepewności jest tempo i skala wykorzystania środków z Krajowego Planu Odbudowy (KPO), ponieważ w wielu jego komponentach nadal nie są jeszcze podpisane umowy z beneficjentami lub wręcz nie rozpoczęły się nabory projektów. Tymczasem wszystkie

ustalone w KPO kamienie milowe i wartości docelowe dla projektów inwestycyjnych muszą zostać osiągnięte do sierpnia 2026 r. Mniejsze wykorzystanie środków unijnych niż założono w scenariuszu centralnym wiązałoby się z obniżeniem dynamiki PKB w polskiej gospodarce, w tym zwłaszcza ścieżki inwestycji.

### **Koniunktura gospodarcza w strefie euro**

Najważniejszym czynnikiem ryzyka projekcji z otoczenia polskiej gospodarki jest kształtowanie się przyszłej koniunktury w strefie euro, w szczególności w gospodarce niemieckiej. W przypadku strefy euro, niepewność dotyczy aktywności w sektorach wytwórczych w warunkach dotychczasowego zacieśnienia finansowania, gorszej niż przed 2022 r. pozycji konkurencyjnej tej gospodarki oraz ryzyk natury regulacyjnej. Utrzymują się także zagrożenia związane z wysokim poziomem długu publicznego i deficytu finansów publicznych w wielu krajach strefy euro. Te uwarunkowania mają szczególnie istotne znaczenie dla perspektyw inwestycji i eksportu, a w mniejszym stopniu – konsumpcji – strefy euro. W przypadku dłuższego okresu stagnacji w gospodarce niemieckiej oraz wolniejszego tempa ożywienia w pozostałych krajach strefy euro, obniżeniu uległaby również przyszła ścieżka krajowego PKB, w tym zwłaszcza eksportu i inwestycji.

### **Konflikty handlowe na świecie**

Perspektywy wzrostu gospodarki światowej jako całości są również obarczone obecnie wysoką niepewnością, przy przewadze ryzyka wolniejszego wzrostu. W szczególności należy wskazać na zagrożenia związane z pogłębianiem się fragmentacji światowego handlu i produkcji. W kierunku ograniczenia tempa wzrostu handlu światowego może działać również silniejsza ochrona własnych rynków przez gospodarki rozwinięte przed subsydiowanymi produktami z Chin i ewentualne działania odwetowe za strony Chin. W tym samym kierunku oddziaływałby

wzrost ceł lub barier pozataryfowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi i UE, wpływając negatywnie na aktywność gospodarczą w Polsce w horyzoncie projekcji.

### **Konflikty zbrojne na świecie**

Kolejne źródło ryzyka z otoczenia polskiej gospodarki wiąże się z agresją Rosji na Ukrainę oraz napiętą sytuacją na Bliskim Wschodzie. Niepewność ta w największym stopniu dotyczy przyszłej ścieżki cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Wpływa również na liczbę uchodźców z krajów objętych działaniami wojennymi oraz przepływy kapitału zagranicznego w skali międzynarodowej, w tym do regionu Europy Środkowej i Wschodniej. W przypadku zaostrzenia konfliktów zbrojnych ścieżka cen surowców ukształtowałaby się powyżej poziomu przyjętego w scenariuszu centralnym projekcji. Dalsza eskalacja rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie mogłaby oddziaływać również w kierunku napływu uchodźców do Polski, odpływu kapitału zagranicznego oraz osłabienia kursu złotego. Realizacja tego scenariusza skutkowałaby wyższą niż w scenariuszu centralnym ścieżką inflacji CPI w Polsce przy niższym wzroście PKB. W sytuacji złagodzenia konfliktu na Bliskim Wschodzie lub zakończenia agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie można by natomiast oczekiwać materializacji ryzyk skutkujących szybszym spadkiem inflacji oraz poprawą perspektyw dla krajowej aktywności gospodarczej.

**Ramka 1 Scenariusz zamrożenia cen nośników energii dla gospodarstw domowych**

W scenariuszu centralnym przyjęto, zgodnie z aktualnie obowiązującym stanem prawnym, że w 2025 r. nastąpi dalszy etap wygaszania mechanizmów regulujących ceny energii (por. pkt *Zmiany legislacyjne wpływające na prognozowaną ścieżkę PKB i inflacji CPI*). Jednak wypowiedzi medialne przedstawicieli rządu wskazują na możliwość przedłużenia działań osłonowych ograniczających wzrost cen dla gospodarstw domowych, a w toku prac rządowych nad projektem ustawy budżetowej na przyszły rok zabezpieczono część środków na ten cel. Na konferencji 28 sierpnia br. Minister Finansów, Andrzej Domański, zapowiedział, że: *W przyjętym dziś projekcie ustawy budżetowej na rok przyszły rząd zabezpieczył środki na mrożenie cen energii o wartości 2 mld zł, ale nie jest wykluczone, że te środki będą istotnie większe. Z kolei 16 października br. Minister Klimatu i Środowiska Paulina Hennig-Kloska potwierdziła, że wciąż trwają prace nad rozwiązaniami regulującymi ceny energii w 2025 r.: Czekam na dyskusję na Komitecie Ekonomicznym Rady Ministrów, byśmy określili sobie ostatecznie poziom budżetu, jaki mamy na osłony energetyczne i wtedy na tej podstawie będziemy mogli napisać i przedłożyć Radzie Ministrów do zaakceptowania konkretną ustawę z konkretnymi rozwiązaniami.(...) Taki jest nasz cel, chcemy przedłużyć cenę maksymalną, czy to będzie ta obecnie obowiązująca, to zależy właśnie od budżetu programu.(...) Mrożenie cen dla wszystkich gospodarstw domowych na cały przyszły rok na poziomie z tego roku (500 zł/MWh) to jest w naszych wyliczeniach 4,4 mld zł.*

Z tego względu opracowano alternatywny scenariusz, w którym obowiązujące obecnie stawki składające się na rachunki gospodarstw domowych za energię elektryczną, gaz ziemny i ciepło pozostaną niezmiennione w latach 2025-2026. W scenariuszu tym inflacja cen energii w ujęciu r/r, która wyraźnie wzrosła w II kw. 2024 r., pozostaje na podwyższonym poziomie do połowy 2025 r., by w dalszym horyzoncie projekcji obniżyć się do poziomów bliskich zera.

Przy tych założeniach tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń ukształtuje się na niższym poziomie niż w scenariuszu bazowym projekcji, co będzie wynikało z ich dostosowania do wolniejszego wzrostu cen energii. Spadek tempa wzrostu kosztów pracy będzie oddziaływać w kierunku szybszego procesu dezinflacji w polskiej gospodarce. Jednocześnie jednak wobec wyższej ścieżki realnych dochodów do dyspozycji i spożycia gospodarstw domowych, korekcie w górę w horyzoncie projekcji ulegnie dynamika wzrostu gospodarczego. W konsekwencji wyższa presja popytowa w dużej części ograniczy wpływ niższej dynamiki kosztów pracy na kształtowanie się inflacji bazowej i cen żywności w 2026 r.

Raport o inflacji – listopad 2024 r.

Tabela 4.5 Ścieżka projekcji inflacji i PKB przy założeniu dalszego uwolnienia cen nośników energii dla gospodarstw domowych

	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	17,0	13,1	9,7	6,4	2,8	2,5	4,5	4,8	6,6	6,3	4,7	4,7	3,1	2,9	2,5	2,4	11,4	3,7	5,6	2,7
<b>Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)</b>	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,2	4,3	4,4	4,3	4,2	4,2	3,9	3,6	3,3	10,1	4,3	4,3	3,8
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	22,9	18,8	12,9	7,1	2,6	2,0	4,0	4,9	6,6	5,7	4,3	3,6	3,2	3,0	2,6	2,4	15,1	3,4	5,0	2,8
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	24,2	9,2	5,1	2,6	-4,1	-0,8	6,8	6,5	13,5	13,3	6,7	8,0	-0,1	-0,5	-0,8	-0,7	9,8	2,0	10,3	-0,5
<b>PKB (% r/r)</b>	-0,4	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	2,6	2,9	3,3	3,3	3,6	3,2	3,1	2,8	3,0	2,4	0,2	2,7	3,4	2,8
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	1,7	4,3	6,6	6,0	6,2	5,2	5,1	4,3	3,8	2,9	2,9	1,7	-3,2	4,8	5,2	2,8
<b>  Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)</b>	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	2,8	3,4	3,1	2,9	3,5	3,0	3,2	3,2	3,1	3,0	-1,0	3,8	3,1	3,2
<b>  Spożycie publiczne (% r/r)</b>	-1,1	1,1	2,5	7,5	10,9	10,7	9,2	9,1	4,5	5,8	5,2	3,5	3,5	2,9	3,5	4,7	2,8	9,5	4,8	3,7
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)</b>	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7	-0,4	-3,4	6,0	6,9	10,3	7,7	7,4	5,9	5,7	-2,6	13,1	0,2	7,7	4,0
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)</b>	4,4	1,9	4,5	2,4	0,4	-0,8	-3,7	-2,6	-2,4	-1,7	-1,2	-0,9	-0,6	0,0	0,1	0,8	3,3	-1,7	-1,5	0,1
<b>  Eksport (% r/r)</b>	6,0	-0,6	4,5	3,6	0,5	3,4	0,1	1,7	3,2	3,1	3,1	3,3	3,4	3,8	3,7	3,9	3,4	1,4	3,2	3,7
<b>  Import (% r/r)</b>	-1,0	-3,5	-2,9	-0,5	-0,1	5,4	7,5	7,0	8,4	6,7	5,7	5,2	4,8	4,0	3,8	2,7	-2,0	5,0	6,5	3,8
<b>Wynagrodzenia (% r/r)</b>	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	14,0	13,7	10,8	9,5	8,7	7,6	7,5	7,2	6,6	6,2	12,8	14,2	9,1	6,9
<b>Pracujący (% r/r)</b>	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,2	-0,5
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,3	2,8	3,0	3,1	3,2
<b>NAWRU (%)</b>	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	58,7	58,6	58,6	58,7	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,4	58,4	58,3	58,3	58,3	58,2	58,6	58,5	58,4	58,3
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	-1,0	-0,7	0,1	0,9	2,8	3,7	2,9	3,2	3,5	3,4	3,8	3,6	3,4	3,3	3,5	2,9	-0,2	3,0	3,5	3,3
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	15,4	14,7	11,0	11,1	11,3	10,7	10,9	10,1	7,0	5,9	4,7	3,8	3,9	3,8	3,0	3,2	12,9	10,7	5,3	3,5
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,5	3,3	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,0	3,0	3,0
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	-0,1	-1,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,9	-1,3	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-1,5	-0,8	-1,1	-0,7	-0,9
<b>Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)</b>	1,36	1,34	1,32	1,30	1,28	1,38	1,33	1,33	1,34	1,38	1,38	1,33	1,32	1,35	1,34	1,31	1,33	1,33	1,36	1,33
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)</b>	2,15	1,72	1,65	1,73	1,44	1,64	1,65	1,65	1,75	1,79	1,72	1,67	1,75	1,69	1,62	1,57	1,81	1,60	1,73	1,66
<b>Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)</b>	6,6	5,6	5,0	3,4	2,4	2,1	2,5	2,5	2,5	2,4	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	5,1	2,4	2,3	1,9
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	1,2	0,7	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,6	0,8	1,2	1,3
<b>Saldo rachunku bieżącego (% PKB)</b>	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,4	-0,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	1,8	-0,2	-1,1	-1,0
<b>WIBOR 3M (%)</b>	6,93	6,90	6,50	5,76	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	6,52	5,86	5,86	5,86

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

Dla większości zmiennych wartości do III kw. 2024 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

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



Tabela 4.6 Ścieżka projekcji inflacji i PKB przy założeniu zamrożenia cen nośników energii dla gospodarstw domowych

	2023				2024				2025				2026				2023	2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	17,0	13,1	9,7	6,4	2,8	2,5	4,5	4,8	5,3	5,1	3,5	3,4	3,2	2,9	2,6	2,5	11,4	3,7	4,3	2,8
<b>Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, % r/r)</b>	12,0	11,6	9,7	7,4	5,4	3,8	3,9	4,2	4,3	4,4	4,3	4,1	4,0	3,8	3,5	3,3	10,1	4,3	4,3	3,7
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	22,9	18,8	12,9	7,1	2,6	2,0	4,0	4,9	6,6	5,7	4,3	3,5	3,0	2,8	2,5	2,4	15,1	3,4	5,0	2,7
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	24,2	9,2	5,1	2,6	-4,1	-0,8	6,8	6,5	6,4	6,2	0,1	1,3	0,9	0,5	0,2	0,3	9,8	2,0	3,4	0,5
<b>PKB (% r/r)</b>	-0,4	-0,6	0,5	1,0	2,0	3,2	2,6	2,9	3,4	3,4	3,8	3,4	3,2	2,8	3,0	2,5	0,2	2,7	3,5	2,9
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-4,8	-2,6	-4,1	-1,5	1,7	4,3	6,6	6,0	6,3	5,3	5,3	4,5	3,9	3,0	3,0	1,8	-3,2	4,8	5,3	2,9
<b>  Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)</b>	-1,8	-2,9	0,8	0,0	4,6	4,7	2,8	3,4	3,2	3,1	3,7	3,3	3,3	3,3	3,2	3,0	-1,0	3,8	3,4	3,2
<b>  Spożycie publiczne (% r/r)</b>	-1,1	1,1	2,5	7,5	10,9	10,7	9,2	9,1	4,6	5,9	5,4	3,7	3,6	3,0	3,6	4,9	2,8	9,5	4,9	3,8
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)</b>	6,0	16,5	11,3	15,8	-1,8	2,7	-0,4	-3,4	5,9	6,9	10,3	7,6	7,3	5,8	5,6	-2,5	13,1	0,2	7,6	4,0
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)</b>	4,4	1,9	4,5	2,4	0,4	-0,8	-3,7	-2,6	-2,4	-1,6	-1,2	-0,9	-0,6	0,0	0,2	0,8	3,3	-1,7	-1,5	0,1
<b>  Eksport (% r/r)</b>	6,0	-0,6	4,5	3,6	0,5	3,4	0,1	1,7	3,2	3,1	3,1	3,3	3,4	3,8	3,8	3,9	3,4	1,4	3,2	3,7
<b>  Import (% r/r)</b>	-1,0	-3,5	-2,9	-0,5	-0,1	5,4	7,5	7,0	8,4	6,6	5,7	5,2	4,8	4,1	3,8	2,7	-2,0	5,0	6,5	3,8
<b>Wynagrodzenia (% r/r)</b>	14,3	13,8	11,0	12,0	14,4	14,7	14,0	13,7	10,7	9,3	8,4	7,2	7,2	6,8	6,4	6,1	12,8	14,2	8,9	6,6
<b>Pracujący (% r/r)</b>	0,6	0,1	0,5	0,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	-0,2	-0,4
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	2,8	3,0	3,0	3,2
<b>NAWRU (%)</b>	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	58,7	58,6	58,6	58,7	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,5	58,4	58,4	58,4	58,3	58,3	58,2	58,6	58,5	58,4	58,3
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	-1,0	-0,7	0,1	0,9	2,8	3,7	2,9	3,2	3,6	3,5	3,9	3,8	3,5	3,3	3,5	3,0	-0,2	3,0	3,7	3,3
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	15,4	14,7	11,0	11,1	11,3	10,7	10,9	10,1	6,9	5,6	4,3	3,3	3,5	3,4	2,8	3,0	12,9	10,7	5,0	3,2
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,5	3,3	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,0	3,0	3,0
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	-0,1	-1,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,9	-1,3	-1,1	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	-0,5	-1,2	-0,8	-1,1	-0,6	-0,8
<b>Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2019=1,0)</b>	1,36	1,34	1,32	1,30	1,28	1,38	1,33	1,33	1,34	1,38	1,38	1,33	1,32	1,35	1,34	1,31	1,33	1,33	1,36	1,33
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2019=1,0)</b>	2,15	1,72	1,65	1,73	1,44	1,64	1,65	1,65	1,75	1,79	1,72	1,67	1,75	1,69	1,62	1,57	1,81	1,60	1,73	1,66
<b>Deflator wartości dodanej za granicą (% r/r)</b>	6,6	5,6	5,0	3,4	2,4	2,1	2,5	2,5	2,5	2,4	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	5,1	2,4	2,3	1,9
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	1,2	0,7	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,6	0,8	1,2	1,3
<b>Saldo rachunku bieżącego (% PKB)</b>	-0,5	0,2	1,1	1,8	1,6	1,3	0,4	-0,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	1,8	-0,2	-1,2	-1,1
<b>WIBOR 3M (%)</b>	6,93	6,90	6,50	5,76	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	6,52	5,86	5,86	5,86

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

Dla większości zmiennych wartości do III kw. 2024 r. są wyznaczone w oparciu o wielkości surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

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



## 5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – wrzesień 2024 r.<sup>44</sup>

■ Data: 8 maja 2024 r.

### Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2024 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2023.

### Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

■ Data: 8 maja 2024 r.

### Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2024 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2023.

### Wyniki głosowania członków RPP:

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

**Przeciw:** L. Kotecki  
P. Litwiniuk

J.B. Tyrowicz była nieobecna.

---

<sup>44</sup> Rozdział nie zawiera wyników głosowania nad wnioskiem z dnia 9 maja 2024 r., które zostały zamieszczone w *Raporcie o inflacji – lipiec 2024 r.*

■ Data: 8 maja 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2024 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2023 r.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

**Przeciw:** L. Kotecki  
P. Litwiniuk

J.B. Tyrowicz była nieobecna.

■ Data: 5 czerwca 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 3 lipca 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

■ Data: 3 września 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2024 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2025.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

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

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

I. Duda była nieobecna.

■ Data: 4 września 2024 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** J.B. Tyrowicz

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

I. Duda była nieobecna.