



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 lipca 2022 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w II kw. br. w największych gospodarkach rozwiniętych utrzymywała się bardzo dobra sytuacja na rynkach pracy, w związku z czym koniunktura w tych gospodarkach była oceniana jako relatywnie korzystna. Jednocześnie podkreślano, że w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, dynamika aktywności gospodarczej wyraźnie się obniżyła, co wpływało także na obniżenie dynamiki eksportu gospodarek rozwiniętych. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że w ostatnim okresie nasilają się sygnały wyraźnego pogarszania perspektyw wzrostu gospodarki światowej, co znajduje odzwierciedlenie w spadku wskaźników nastrojów podmiotów gospodarczych. Wskazywano, że negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, utrzymujące się zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw Ukrainie, w tym związana z nią wysoka niepewność. W kierunku wolniejszego wzrostu aktywności gospodarczej oddziaływać będzie także zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Podkreślano, że na istotne osłabienie globalnej koniunktury wskazują także dostępne prognozy, zarówno ośrodków zewnętrznych, jak i NBP. W szczególności zwracano uwagę na prognozowane obniżenie rocznej dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i – w wyraźnie większej skali – w strefie euro. Zaznaczano przy tym, że w strefie euro występuje ryzyko silniejszego od obecnie prognozowanego obniżenia dynamiki PKB, gdyby doszło do całkowitego wstrzymania dostaw gazu z Rosji. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę na ryzyka dla aktywności gospodarczej wynikające z kolejnej fali epidemii COVID-19 w Europie.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja na świecie nadal rosla, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy od dekad. Podczas dyskusji zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła w czerwcu 8,6%, przy czym była silnie zróżnicowana między krajami. Zaznaczano, że w wielu krajach tej strefy roczna dynamika cen kształtowała się na dwucyfrowych poziomach, a w krajach bałtyckich – wynosiła około 20%. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w maju wzrosła do 8,6%. Głównym źródłem wzrostu dynamiki cen na świecie pozostają wysokie ceny surowców oraz przedłużające się zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym, nasilone



przez efekty wojny. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że sytuacja na rynkach surowców pozostaje niekorzystna, choć w ostatnim czasie stała się ona nieco bardziej zróżnicowana. W szczególności na rynku gazu sytuacja pogorszyła się, wobec doniesień o ograniczeniach w dostawach tego surowca z Rosji do kolejnych krajów europejskich, w tym do Niemiec i Włoch. Podkreślano, że ograniczona podaż gazu oddziałuje w kierunku wzrostu jego cen, które na rynku europejskim są około trzy razy wyższe niż przed rokiem i siedmiokrotnie wyższe niż przed pandemią. Natomiast cena ropy naftowej Brent w ostatnim okresie obniżyła się, głównie pod wpływem obaw o globalne osłabienie aktywności gospodarczej, choć wciąż była około 40% wyższa niż przed rokiem i około 60% wyższa niż przed pandemią. Podkreślano, że w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także wysoka dynamika popytu i rosnące koszty pracy, co przekłada się na wzrost inflacji bazowej. Jednocześnie wskazywano, że w wielu gospodarkach w dalszym ciągu podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały, choć zwracano uwagę, że oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego powinno oddziaływać w kierunku niższej inflacji.

Podczas dyskusji zaznaczano, że biorąc pod uwagę wysoką bieżącą i prognozowaną inflację, wiele banków centralnych w ostatnim okresie zacieśniało politykę pieniężną. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w czerwcu ponownie podwyższyła stopy procentowe. Z kolei EBC zakończył skup netto aktywów. Banki centralne wielu gospodarek, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, kontynuowały podwyższanie stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że koniunktura w II kw. br. pozostawała korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się. Zwracano uwagę, że choć dane o produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w maju wskazują na dalszy, relatywnie szybki wzrost aktywności w ujęciu rocznym, to były one gorsze od oczekiwań rynkowych. Zaznaczano także, że wzrost sprzedaży detalicznej ogółem był podwyższony przez wysoką dynamikę sprzedaży dóbr nietrwałych – wspieraną przez zakupy realizowane na potrzeby uchodźców z Ukrainy – natomiast popyt na dobra trwałe osłabił się. Jednocześnie napływające dane wskazywały na pogorszenie się koniunktury w sektorze budowlanym. Członkowie Rady podkreślali również, że wskaźniki nastrojów, w tym bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej i indeks PMI, obniżyły się.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa bezrobocia w Polsce pozostaje na historycznie niskim poziomie. Towarzyszy temu wyraźny wzrost wynagrodzeń, choć roczna



dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spowolniła w maju do 13,5%. Jednocześnie wskazywano, że w maju nastąpiło zahamowanie wzrostu przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze w ujęciu miesięcznym, co wraz z rosnącą aktywnością zawodową uchodźców z Ukrainy prawdopodobnie oddziałuje ograniczająco na presję płacową.

Podczas dyskusji na temat perspektyw aktywności gospodarczej zwracano uwagę, że według projekcji średnioroczna dynamika PKB w bieżącym roku ma pozostać relatywnie wysoka. Podkreślano jednak, że wynika to głównie z silnego wzrostu aktywności w I kw. br., natomiast w II połowie br. dynamika PKB prawdopodobnie wyraźnie się obniży. Zaznaczano przy tym, że – zgodnie z centralną ścieżką projekcji w II połowie 2023 r. rozpocznie się stopniowe przyspieszenie rocznej dynamiki PKB, choć pozostanie ona niższa niż w poprzednich latach. Wskazywano również, że zgodnie z projekcją osłabienie koniunktury może przyczynić się do pewnego wzrostu bezrobocia w kolejnych latach, co będzie oddziaływało ograniczająco na dynamikę wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – ich zdaniem – mimo oczekiwanego osłabienia koniunktury wzrost bezrobocia jest mało prawdopodobny. Jednocześnie podkreślano, że perspektywy koniunktury, zarówno w Polsce, jak i na świecie, obarczone są znaczną niepewnością.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wzrosła w czerwcu 2022 r. do 15,6% r/r. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że wysoka inflacja wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Zaznaczano, że inflacja jest także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu międzynarodowego. Podczas dyskusji wskazywano również, że wzrostowi cen w Polsce sprzyja utrzymujący się wysoki popyt pozwalający przenosić przedsiębiorstwom wzrost kosztów na ceny finalne, czemu towarzyszy wzrost inflacji bazowej. Zwracano jednak uwagę, że inflacja bazowa – oprócz wpływu czynników popytowych – odzwierciedla także pośrednie oddziaływanie czynników niezależnych od krajowej koniunktury, które zwiększają koszty produkcji i ceny wielu towarów. Jednocześnie wskazywano, że inflację ogranicza obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Podczas dyskusji o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że zgodnie z lipcową projekcją NBP w nadchodzących kwartałach inflacja pozostanie wysoka, ze względu na oczekiwane utrzymanie się oddziaływania czynników obecnie podwyższających



dynamikę cen, w tym związanych z rosyjską agresją zbrojną przeciw Ukrainie. Zwracano także uwagę na ryzyko znaczących podwyżek regulowanych taryf na energię elektryczną i gaz ziemny na początku 2023 r. Wskazywano także na wpływ niekorzystnych warunków agrometeorologicznych oraz czynników kosztowych w rolnictwie, które oddziałują w kierunku wyższych cen żywności. Jednocześnie podkreślano, że w kolejnych latach będzie następował stopniowy spadek inflacji w kierunku celu NBP, czemu będzie sprzyjało oczekiwane osłabienie koniunktury wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz dotychczasowe podwyższenie stóp procentowych NBP, które oddziałuje m.in. w kierunku niższej dynamiki kredytu. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces dezinflacji może przebiegać wolniej niż wskazuje projekcja, m.in. ze względu na możliwe poluzowanie polityki fiskalnej.

W kontekście projekcji członkowie Rady podkreślali, że występują istotne czynniki niepewności dotyczące kształtowania się inflacji, takie jak dalszy przebieg wojny w Ukrainie, rozwój sytuacji na globalnych rynkach surowców, a także skala globalnego i krajowego spowolnienia gospodarczego i jego oddziaływanie na dynamikę cen. Ponadto zaznaczano, że czynnikiem niepewności dla dynamiki cen w Polsce jest także okres obowiązywania obniżonych stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Członkowie Rady ocenili, że nadal występuje ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uznała, że – dążąc do obniżenia inflacji do celu NBP w średnim okresie – należy ponownie podwyższyć stopy procentowe NBP. Podwyższanie stóp procentowych NBP oddziałuje w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz powinno sprzyjać aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,50% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 7,00%; stopa depozytowa 6,00%; stopa redyskontowa weksli 6,55%; stopa dyskontowa weksli 6,60%.

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

Data publikacji: 25 sierpnia 2022 r.