



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

Na posiedzeniu wskazywano, że w II kw. br. w największych gospodarkach roczna dynamika PKB obniżyła się, a napływające dane za III kw., wskazują na dalsze pogarszanie się globalnej aktywności gospodarczej. Nadal bowiem negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji, konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, a także – choć w mniejszym stopniu niż wcześniej – zaburzenia w funkcjonowaniu globalnych sieci dostaw. Zwracano ponadto uwagę, że globalny popyt jest i będzie ograniczany przez zacieśnienie polityki pieniężnej dokonywane przez wiele banków centralnych, w tym główne banki centralne. Wskazywano, że dane o PKB w II kw. br. potwierdziły spadek aktywności w Stanach Zjednoczonych i Chinach w tym okresie, natomiast w strefie euro utrzymał się wzrost PKB. Jednocześnie wskazywano, że aktywności gospodarczej w Europie w nadchodzących kwartałach będzie ciężać przede wszystkim silny szok podażyowy na rynku surowców energetycznych oraz energii elektrycznej. Zaznaczano przy tym, że sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach rozwiniętych pozostaje bardzo dobra, co jest czynnikiem stabilizującym koniunkturę. Wskazywano jednak, że wskaźniki nastrojów konsumentów utrzymują się tam na bardzo niskich poziomach.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach w większości gospodarek inflacja nadal rośnie, osiągając w wielu krajach po raz kolejny najwyższe poziomy od dekad. Podczas dyskusji zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja – według wstępnych danych Eurostat – wyniosła w sierpniu 9,1%, przy czym w wielu krajach tej strefy roczna dynamika cen kształtowała się na dwucyfrowych poziomach, a w krajach bałtyckich przekraczała 20%.

Podkreślano, że choć głównym źródłem wzrostu dynamiki cen pozostają wysokie ceny surowców oraz utrzymujące się – pomimo sygnałów ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży, to w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na sygnały płynące z badań koniunktury, które sugerują zmniejszanie się presji kosztowej w efekcie słabnięcia zaburzeń w globalnych sieciach dostaw i spadek cen transportu międzynarodowego.



Jednocześnie dalsze wzrosty inflacji bazowej w wielu gospodarkach świadczą o tym, że proces przenoszenia przez firmy silnego wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych trwa. Członkowie Rady wskazywali ponadto, że w wielu gospodarkach podwyższane są prognozy inflacji na najbliższe kwartały, choć zwracano uwagę, że oczekiwane spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia popytowych czynników podwyższających ceny.

Podczas dyskusji zaznaczano, że biorąc pod uwagę wysoką bieżącą i prognozowaną inflację, wiele banków centralnych w ostatnim okresie kontynuowało zacieśnianie polityki pieniężnej. W szczególności w lipcu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych po raz kolejny podwyższyła stopy procentowe. Z kolei Europejski Bank Centralny dokonał wówczas pierwszej od 2011 r. podwyżki stóp procentowych.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że koniunktura w I połowie br. nadal była korzystna, jednak dynamika aktywności gospodarczej obniża się, o czym świadczą dane o PKB. Wskazywano, że – zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – PKB w II kw. 2022 r. wzrósł o 5,5% r/r, a jego spowolnienie względem I kw., kiedy to roczna dynamika PKB wyniosła 8,5%, wynikało przede wszystkim z istotnego zmniejszenia się wkładu zapasów. Jednocześnie w II kw. br. utrzymała się relatywnie wysoka roczna dynamika konsumpcji, a także nastąpiło przyspieszenie wzrostu inwestycji.

Odnosząc się do danych miesięcznych, zwracano uwagę, że dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej w lipcu oraz wskaźniki koniunktury za sierpień sugerują, że roczna dynamika aktywności gospodarczej w III kw. br. także się obniży. W lipcu obniżyła się bowiem zarówno dynamika produkcji przemysłowej, jak i budowlano-montażowej oraz spowolniła sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym, w tym sprzedaż dóbr trwałego użytku była niższa niż przed rokiem. W sierpniu pogorszyły się z kolei odczyty wskaźników ufności konsumenckiej i nastąpił kolejny spadek PMI w przemyśle. Członkowie Rady oceniali zatem, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać dalszego obniżania się rocznej dynamiki PKB, przy czym prognozy obarczone są obecnie znaczną niepewnością. Wskazywano, że negatywnie na aktywność wpływają m.in. silne wzrosty cen energii i jej nośników, choć efekty te będzie łagodzić przedłużenie Tarczy Antyinflacyjnej czy wprowadzenie dodatków węglowych i dopłat do ogrzewania.



W trakcie dyskusji zaznaczano, że sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, co jest odzwierciedlone w rekordowo niskiej stopie bezrobocia oraz utrzymującym się wyraźnym wzroście wynagrodzeń. Wskazywano, że bezrobocie w lipcu pozostało na historycznie niskim poziomie, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach nadal rośnie. Wskazywano, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w lipcu wyniosła 15,8%, jednak jej wzrost wobec poprzedniego miesiąca był w znacznej mierze efektem wypłaty nagród w niektórych branżach. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że liczba wakatów od kilku miesięcy spada, co może sygnalizować zapełnianie miejsc pracy, ale również pewien spadek popytu na pracę.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła w sierpniu 2022 r. do 16,1% r/r. Członkowie Rady podkreślali, że wysoka inflacja wynika wciąż głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji na Ukrainę – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Wskazywano, że inflacja jest także nadal podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw oraz przenoszenie przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych, co przekłada się również na wzrost inflacji bazowej. Natomiast obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej oddziałuje w kierunku ograniczenia inflacji.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie zbliżona do obecnego poziomu. Członkowie Rady podkreślali, że ścieżka cen w przyszłym roku będzie silnie uzależniona od decyzji co do Tarczy Antyinflacyjnej oraz skali wzrostu cen regulowanych. Część członków Rady oceniała, że prawdopodobnie przynajmniej do połowy 2023 r. inflacja pozostanie silnie podwyższona, przy czym – ze względu na trudne do przewidzenia czynniki regulacyjno-podażowe, w tym dalszy przebieg wojny w Ukrainie czy kształtowanie się sytuacji na europejskim rynku surowców, a także niepewność co do skali oczekiwanego spowolnienia światowej i europejskiej gospodarki – obecnie formułowane prognozy nadal obarczone są bardzo wysoką niepewnością.

Członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że istotne podwyższenie stóp procentowych NBP dokonane w ciągu ostatniego roku wraz z wygasaniem wpływu szoków obecnie podbijających ceny oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej będzie oddziaływać w kierunku stopniowego obniżania się inflacji w kolejnych latach. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z



fundamentami polskiej gospodarki. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces dezinflacji może być ograniczany ze względu na możliwe poluzowanie polityki fiskalnej.

Odnosząc się do efektów prowadzonej polityki pieniężnej, część członków Rady zwracała uwagę, że dokonany od października 2021 r. silny wzrost stóp procentowych NBP przełożył się na istotny wzrost oprocentowania kredytów i depozytów, co skutkuje w szczególności spadkiem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz przesuwaniem środków gospodarstw domowych z rachunków bieżących na lokaty terminowe lub na zakup obligacji skarbowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że wprowadzenie tzw. wakacji kredytowych skierowanych do wszystkich kredytobiorców hipotecznych osłabia efekt dokonanego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP.

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 będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz aprecjacji złotego.

Rada zdecydowała o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,75% i ustaleniu następującego poziomu pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 7,25%; stopa depozytowa 6,25%; stopa redyskontowa weksli 6,80%; stopa dyskontowa weksli 6,85%.

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

Data publikacji: 7 października 2022 r.