



## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 listopada 2022 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki postępuje osłabienie koniunktury. Roczna dynamika PKB w strefie euro w III kw. br. wyraźnie się obniżyła, natomiast w Stanach Zjednoczonych nastąpiła jej stabilizacja. Podkreślano, że w najbliższych kwartałach oczekiwane jest spowolnienie aktywności w tych gospodarkach, mimo wciąż bardzo dobrej sytuacji na tamtejszych rynkach pracy, co potwierdzają dane o historycznie niskim bezrobociu oraz szybkim wzroście płac nominalnych. Większość członków Rady oceniała jednak, że pogarszanie się sytuacji gospodarczej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych z czasem znajdzie odzwierciedlenie we wzroście bezrobocia, na co wskazują też przewidywania Europejskiego Banku Centralnego i Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych.

Oceniano, że nadal negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym wysokie ceny surowców, żywności i komponentów do produkcji, a także zacieśnianie polityki pieniężnej. Zaznaczano przy tym, że zwłaszcza w gospodarce europejskiej – pomimo pewnego spadku cen gazu w Europie w ostatnim okresie – utrzymuje się znacząca niepewność dotycząca dalszego wpływu tych szoków na koniunkturę.

Odnosząc się do najnowszych danych, członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu krajach inflacja wciąż rośnie, do czego nadal przyczyniały się wysokie ceny surowców oraz utrzymujące się – pomimo ich złagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. Zaznaczano, że także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy oddziałują w kierunku wzrostu cen w wielu gospodarkach, co – wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr konsumpcyjnych – prowadzi również do wzrostu inflacji bazowej. Wskazywano, że w strefie euro wskaźnik HICP w październiku wzrósł do poziomu powyżej 10%, przekraczając oczekiwania rynkowe, a w Niemczech osiągnął 11,6%. Zaznaczano, że we wrześniu inflacja rosła również w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych, pomimo obniżenia się inflacji CPI w październiku, nadal rosła inflacja bazowa. Członkowie Rady zwracali uwagę, że wysoka inflacja pozostaje problemem globalnym, jednak zdecydowane zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne, a także wygasanie wcześniejszych szoków podbijających dynamikę cen, w tym pewien spadek



cen części surowców oraz słabnięcie zaburzeń w globalnych sieciach podaży, będą stopniowo ograniczać presję inflacyjną na świecie.

Członkowie Rady wskazywali, że w warunkach nadal wysokiej inflacji banki centralne największych gospodarek dalej zacieśniają politykę pieniężną. Większość członków Rady zaznaczała przy tym, że wiele z nich – m.in. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, a w szczególności Europejski Bank Centralny – rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż np. banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie zwracano uwagę, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie komplementarne względem decyzji banków centralnych mniejszych gospodarek, które już dokonały istotnego zacieśnienia monetarnego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady oceniali, że dostępne dane miesięczne wskazują na obniżenie się rocznej dynamiki PKB w III kw. br. Średnia dynamika realnej sprzedaży detalicznej silnie spadła względem II kw., co sygnalizuje osłabienie popytu konsumpcyjnego. W tym kontekście zwracano uwagę, że zarówno bieżący, jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej GUS kształtował się w październiku br. na niskim poziomie. Zaznaczano ponadto, że również średnia dynamika produkcji budowlano-montażowej w III kw. br. wyraźnie się obniżyła, natomiast w przemyśle sytuacja pozostała relatywnie dobra, choć również w tym sektorze średnia dynamika produkcji była niższa niż w II kw., pomimo zmniejszania się napięć w globalnych sieciach dostaw. Część członków Rady wskazywała także, że od kilku miesięcy obniżają się wskaźniki PMI dla przemysłu, sygnalizując osłabienie aktywności w tym sektorze, a wykorzystanie zdolności wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym w październiku spadło do najniższego poziomu od kilku kwartałów. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że budowa budynków, będąca częścią produkcji budowlano-montażowej, kształtuje się na poziomie wyraźnie przekraczającym długookresowy trend, oraz że dane o produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej sugerują, że zmienne te są na poziomie długookresowej średniej, a wzrost produkcji przemysłowej ukształtował się powyżej długookresowej średniej, natomiast niektóre wskaźniki koniunktury bazujące na badaniach ankietowych nie zawsze właściwie przewidują przyszłe zmiany sytuacji gospodarczej.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej część członków Rady zwracała uwagę, że według ścieżki centralnej listopadowej projekcji NBP wzrost PKB w 2023 r. ma wynieść 0,7%, a popyt krajowy obniży się. Wskazywali oni, że dynamika PKB pozostanie



relatywnie niska także w 2024 r., a luka popytowa będzie ujemna od IV kw. br. aż do końca horyzontu projekcji.

Członkowie Rady podkreślali, że sytuacja na krajowym rynku pracy pozostaje bardzo dobra, na co wskazuje w szczególności wciąż bardzo niska stopa bezrobocia. Jednocześnie zaznaczano, że realna dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu pozostała ujemna, oraz że – zgodnie z projekcją – prawdopodobne jest dalsze obniżanie się płac w ujęciu realnym w kolejnych kwartałach. Część członków Rady wskazywała ponadto, że w badaniach koniunktury pojawiają się sygnały pogorszenia sytuacji na rynku pracy, co – w opinii tych członków Rady – będzie oddziaływało w kierunku osłabienia pozycji pracowników w negocjacjach płacowych.

Na posiedzeniu wskazywano, że wskaźnik CPI w Polsce w październiku 2022 r. – według szybkiego szacunku GUS – wzrósł do 17,9%. Zaznaczano przy tym, że krajowa inflacja pozostaje pod wpływem silnych szoków zewnętrznych, dotyczących w szczególności światowych cen surowców energetycznych i rolnych, ale też – mimo pewnego osłabienia – trwających zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw. Zwracano uwagę, że szoki te wpływają nie tylko bezpośrednio na ceny w Polsce, w tym przede wszystkim na ceny energii i żywności, ale – podnosząc koszty przedsiębiorstw w warunkach relatywnie wysokiego popytu – przekładają się na ceny innych towarów i usług. W efekcie rośnie również inflacja bazowa. Odnosząc się do ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów i prognoz inflacji analityków w październiku 2022 r. Wskazywali oni także na istotną rolę krajowych czynników popytowych oraz na niewielką skalę niwelowania tej presji inflacyjnej przez dotychczasową politykę pieniężną.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce wskazywano, że zgodnie z listopadową projekcją NBP w najbliższym czasie roczny wskaźnik CPI pozostanie wysoki, a w I kw. 2023 r. może być nawet wyższy niż obecnie, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen surowców oraz zapowiedziane wycofanie części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej. Jednak od II kw. 2023 r. – wedle dostępnych prognoz – powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji do celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.), czemu – w opinii większości członków Rady – będzie sprzyjać w szczególności dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty – ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji – będą się materializowały w najbliższych latach. Zgodnie ze ścieżką centralną listopadowej



projekcji – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja powróci do celu NBP w 2025 r. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że proces obniżania się inflacji może rozpocząć się później niż wskazuje na to listopadowa projekcja NBP, oraz że – nawet zakładając kształtowanie się wskaźnika CPI zgodnie z tą projekcją – inflacja w 2023 r. i w 2024 r. ma być istotnie wyższa niż wynikało to z projekcji lipcowej.

Odnosząc się do polityki fiskalnej w kontekście oddziaływania na gospodarkę w 2023 r., większość członków Rady zaznaczała, że zgodnie z szacunkami NBP poziom deficytu strukturalnego finansów publicznych w 2023 r. ma pozostać zbliżony do tegorocznego. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku ograniczenia deficytu w przyszłym roku mogą oddziaływać niekorzystne warunki finansowania potrzeb pożyczkowych państwa.

W trakcie posiedzenia argumentowano, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP wyraźnie przekłada się na sytuację na rynku kredytowym oraz strukturę aktywów finansowych sektora prywatnego, co powinno oddziaływać ograniczająco na krajową presję popytową. W tym kontekście część członków Rady zaznaczała, że stan udzielonych kredytów konsumpcyjnych w III kw. br. obniżył się oraz nastąpiło silne spowolnienie akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że odnotowywany w ostatnich miesiącach szybki przyrost kredytów dla firm odnosi się przede wszystkim do największych przedsiębiorstw i może wynikać z pogarszania się ich sytuacji płynnościowej. Inni członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika złotych kredytów mieszkaniowych pozostaje dodatnia, oraz że większość firm finansuje inwestycje ze środków własnych, o czym należy pamiętać analizując akcję kredytową dla tego sektora. W odniesieniu do zmian struktury aktywów finansowych sektora prywatnego zaznaczano, że w ostatnim czasie kontynuowany był odpływ środków z depozytów bieżących na depozyty terminowe oraz na rynek obligacji skarbowych. Zdaniem większości członków Rady zmiany te świadczą o silnym zacieśnieniu warunków monetarnych w Polsce.

Większość członków Rady oceniła, że spodziewane osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Osłabienie koniunktury światowej będzie także obniżać dynamikę wzrostu gospodarczego w Polsce. W takich warunkach dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Jednocześnie



ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w krótkim okresie inflacja pozostanie wysoka, a powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2022* Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie tych członków Rady w świetle zarysowanego w listopadowej projekcji scenariusza stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy jednocześnie spodziewanym pogorszeniu krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec nadal korzystnej – ich zdaniem – koniunktury w Polsce, w tym na rynku pracy, a także utrzymującej się obecnie wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, a także zbyt powolnego w świetle prognoz oczekiwanego procesu dezinflacji, dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych jest – w ich opinii – niewystarczająca dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 6,75%; 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: 9 grudnia 2022 r.