



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

Na posiedzeniu zaznaczano, że dynamika aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych spowalnia. Napływające informacje wskazują w szczególności na dalsze hamowanie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym na możliwy spadek PKB w ujęciu kwartalnym w IV kw. 2022 r. W Stanach Zjednoczonych oczekiwana jest natomiast kontynuacja wzrostu PKB. Zwracano uwagę, że choć sytuacja na rynkach pracy w największych gospodarkach pozostaje korzystna, to wciąż negatywnie na aktywność gospodarczą i jej perspektywy oddziałują konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, w tym nadal wysokie ceny surowców, a także zacieśnianie polityki pieniężnej na świecie. Towarzyszy temu pogorszenie koniunktury w Chinach, w znacznej mierze związane z sytuacją pandemiczną i stosowanymi tam restrykcjami sanitarnymi. Ponadto część członków Rady zaznaczała, że dostępne prognozy na 2023 r. sugerują wyraźne obniżenie się dynamiki PKB w największych gospodarkach rozwiniętych względem 2022 r. Podkreślano, że dotyczy to też Niemiec, będących największym partnerem handlowym Polski, gdzie w 2023 r. – podobnie jak w całej strefie euro – niewykluczona jest recesja. Zaznaczano przy tym, że utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w wielu gospodarkach pozostaje na poziomach najwyższych od dekad. Zwracano uwagę, że inflacja bazowa w większości krajów także pozostaje wysoka. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych inflacja CPI od kilku miesięcy zwalnia, a w strefie euro wskaźnik HICP w listopadzie obniżył się po raz pierwszy od wielu kwartałów. Sprzyjał temu spadek cen części surowców, w tym cen gazu w Europie oraz ropy i surowców rolnych na rynkach światowych, a także stopniowe ustępowanie zaburzeń w łańcuchach dostaw oraz spadek cen frachtu. W takich warunkach roczna dynamika cen produkcji PPI w wielu gospodarkach – m.in. w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, w tym w Niemczech – również zaczęła się obniżać, a w Chinach spadła do poziomów ujemnych. Zdaniem członków Rady czynniki te będą oddziaływać w kierunku obniżenia się dynamiki cen konsumpcyjnych na świecie, choć nadal na inflację – w szczególności na inflację bazową – oddziaływać będą wtórne efekty wcześniejszych szoków.



Wskazywano, że wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, choć – jak argumentowała część członków Rady – dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne będą prawdopodobnie dokonywane w mniejszej skali niż dotychczas, na co wskazują także oczekiwania rynkowe. W efekcie, w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady, rentowności długoterminowych obligacji w Stanach Zjednoczonych i w największych krajach strefy euro obniżyły się. Jednocześnie zaznaczano, że większość banków centralnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – po dokonanych silnych podwyżkach stóp procentowych – w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali z kolei, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje możliwość podniesienia stóp procentowych łącznie do poziomu wyższego niż spodziewany we wcześniejszych miesiącach, a w odniesieniu do EBC można oczekiwać zmniejszenia w 2023 r. sumy bilansowej Eurosystemu, co dodatkowo oddziaływałoby w kierunku zacieśnienia warunków monetarnych w strefie euro. Ponadto – zdaniem tych członków Rady – w przypadku wielu gospodarek nie należy oczekiwać obniżenia stóp procentowych w najbliższych latach.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że w III kw. 2022 r. roczna dynamika PKB spowolniła do 3,6% (wobec 5,8% w II kw.). Zwracano uwagę, że dynamika spożycia gospodarstw domowych spadła do 0,9%, a nakładów na środki trwałe do 2,0%, oraz że obniżyła się dynamika inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw, co świadczy o silnym hamowaniu dynamiki popytu krajowego. Zwiększył się natomiast wkład eksportu netto i przyrostu zapasów do wzrostu PKB. Zaznaczano, że dane miesięczne za październik oraz wskaźniki koniunktury za listopad sygnalizują dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w IV kw. 2022 r., a w szczególności, że realne dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż średnio w III kw. 2022 r. Wskazywano, że osłabienie koniunktury ma związek m.in. ze spowalnianiem globalnego wzrostu gospodarczego, ale jest także wynikiem spadku dochodów realnych gospodarstw domowych, zwłaszcza przy jednocześnie słabych nastrojach podmiotów gospodarczych, oraz po dokonanej silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej. Równocześnie zaznaczano, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w październiku 2022 r. była zbliżona do średniej z III kw. 2022 r., przy czym – część członków Rady oceniała – że silny spadek nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych przyczyni się do wyraźnego ograniczenia produkcji w budownictwie mieszkaniowym w kolejnych okresach. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast



pogląd, że analiza wybranych „miękkich” wskaźników koniunktury sugeruje, że kończy się faza recesji i gospodarka przechodzi w fazę ożywienia.

Członkowie Rady oceniali, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że odnotowany w danych BAEL za III kw. br. spadek liczby pracujących w ujęciu rocznym, wyniki ankiet PMI wskazujące na plany ograniczenia zatrudnienia oraz rosnące obawy gospodarstw domowych o wzrost bezrobocia sugerują pogorszenie perspektyw rynku pracy. Odnosząc się do danych za III kw. niektórzy członkowie Rady wskazywali, że sektor publiczny miał większy ujemny wkład do dynamiki rocznej liczby pracujących według BAEL niż sektor prywatny. Podkreślano także, że mimo wzrostu nominalnych wynagrodzeń, ich dynamika realna jest ujemna.

Na posiedzeniu wskazywano, że wskaźnik CPI w Polsce w listopadzie 2022 r. – według szybkiego szacunku GUS – obniżył się do 17,4%. Zaznaczano, że w kierunku spowolnienia inflacji oddziaływał spadek cen paliw, związany z obniżeniem się cen ropy naftowej na rynkach światowych i aprecjacją złotego. Oceniano, że ograniczeniu inflacji mógł sprzyjać także prawdopodobny spadek cen opału, w szczególności węgla. Podkreślano przy tym, że dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje wysoka, co jest w znacznej mierze związane z wpływem silnych szoków zewnętrznych dotyczących zwłaszcza światowych cen surowców, które – w warunkach wciąż relatywnie wysokiego popytu – skłaniały firmy do przenoszenia wyższych kosztów na ceny dóbr konsumpcyjnych. W połączeniu z utrzymującymi się efektami zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw – pomimo ich stopniowego łagodzenia – podwyższa to również inflację bazową. Część członków Rady wskazywała jednak, że siła tych czynników może zacząć słabnąć, co jest sygnalizowane przez stopniowy spadek wskaźnika PPI. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na obniżenie się oczekiwań inflacyjnych konsumentów w listopadzie 2022 r. oraz na rewizję w dół prognoz analityków finansowych odnoszących się do inflacji w 2024 r. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają bardzo wysokie.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce wskazywano, że na początku 2023 r. inflacja prawdopodobnie wzrośnie w związku ze spodziewanym podwyższeniem cen energii, planowanym wycofaniem części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej oraz efektami bazy. Jednak od II kw. 2023 r. – wedle dostępnych prognoz, w tym listopadowej projekcji NBP – powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji do średniookresowego celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W opinii większości członków Rady



procesowi dezinflacji będzie sprzyjać dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty – ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji – będą się materializowały w kolejnych kwartałach. Proces dezinflacji będzie również w części efektem zaostrzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne, które oddziałuje w kierunku osłabienia światowej koniunktury, a także oczekiwanego wygasania wpływu występujących w ostatnich kwartałach szoków podaźowych oraz ustępowania zaburzeń w globalnych sieciach dostaw. Podkreślano przy tym, że spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych w ostatnich miesiącach powinien wkrótce znaleźć odzwierciedlenie w spadku dynamiki cen żywności w Polsce.

W trakcie posiedzenia większość członków Rady argumentowała, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP wyraźnie przekłada się na sytuację na rynku kredytowym. W tym kontekście zaznaczano, że nastąpiło silne spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w tym znacząco obniżył się poziom zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych i złotych kredytów mieszkaniowych od początku roku. Wskazywano również na spadek agregatu M3 w ujęciu realnym, co – w opinii większości członków Rady – świadczy o silnym zacieśnieniu monetarnym w Polsce, które – choć z pewnym opóźnieniem – przyczyni się do spadku inflacji. Ponadto podkreślano, że nawet przy uwzględnieniu tzw. wakacji kredytowych oddziaływanie wzrostu kosztów obsługi kredytów mieszkaniowych na dochód do dyspozycji gospodarstw domowych w 2023 r. będzie silniejsze niż w 2022 r., co oznacza dalsze zacieśnienie warunków monetarnych mimo utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że oprocentowanie kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych wzrosło w mniejszej skali niż stopa referencyjna NBP.

Większość członków Rady podkreślała, że biorąc pod uwagę oceny formułowane na podstawie listopadowej projekcji deficyt strukturalny sektora finansów publicznych w 2023 r. ma pozostać zbliżony do poziomu z 2022 r., co wskazuje na neutralne nastawienie polityki fiskalnej. Inni członkowie Rady zaznaczali, że skala działań fiskalnych nakierowanych na złagodzenie wzrostu cen żywności i energii dla gospodarstw domowych w Polsce – w relacji do PKB – była w 2022 r. znacząca i można oczekiwać, że również w 2023 r. będzie duża.

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 działać w kierunku obniżania dynamiki 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 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 oczekiwanego stopniowego powrotu inflacji do celu NBP w kolejnych latach, przy osłabianiu się krajowej koniunktury, w tym na rynku pracy, oraz napływających sygnałów świadczących o hamowaniu globalnej presji inflacyjnej, 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, dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych NBP jest niewystarczająca do zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym. W opinii tych członków Rady oczekiwany w świetle prognoz proces dezinflacji, a zwłaszcza obniżanie się inflacji bazowej, ma przebiegać zbyt wolno.

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: 5 stycznia 2023 r.