



## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 stycznia 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej w ostatnich miesiącach pogorszyła się. Napływające dane sygnalizowały w szczególności, że aktywność w strefie euro – będącej głównym partnerem handlowym Polski – w IV kw. 2022 r. prawdopodobnie się osłabiła. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że także na 2023 r. perspektywy gospodarcze dla strefy euro, w tym również Niemiec, są niekorzystne, a wzrost PKB może tam być zbliżony do zera. Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego jest w szczególności efektem wysokich cen energii, podwyższonej niepewności oraz zacieśnienia polityki pieniężnej na świecie. Towarzyszy temu niepewność związana m.in. z konsekwencjami odchodzenia Chin od restrykcyjnej polityki pandemicznej.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja w wielu gospodarkach zaczęła się obniżać. Potwierdzały to w szczególności ostatnie dane o inflacji HICP dla części gospodarek strefy euro. Podkreślano jednak, że inflacja na świecie pozostaje wysoka. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na wysoką inflację bazową w większości krajów. Członkowie Rady podkreślali, że obniżaniu się inflacji sprzyjać będzie 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.

Wskazywano, że wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Dotyczy to zwłaszcza Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych i Europejskiego Banku Centralnego, które podwyższyły kolejny raz stopy procentowe, choć w mniejszej skali niż wcześniej. Jednocześnie wskazywano, że banki te rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że efekty zaostrzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro będą się materializowały dopiero w kolejnych kwartałach. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że komunikacja głównych banków centralnych sugeruje dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej, co – wobec wysokich poziomów inflacji bazowej oraz podwyższonej dynamiki płac nominalnych – może wynikać z ich obaw o większą uporczywość inflacji. Jednocześnie zaznaczano, że większość banków centralnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej pozostających poza strefą euro – po dokonanych silnych podwyżkach stóp



procentowych – w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że w IV kw. 2022 r. następowało dalsze osłabienie koniunktury. Zaznaczano, że choć sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła silniej niż w październiku, to jej dynamika była niska. Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w listopadzie był natomiast najwolniejszy od wielu kwartałów. Z kolei dynamika produkcji budowlano-montażowej w listopadzie była zbliżona do październikowej, przy czym część członków Rady podkreślała, że wzrost kosztów finansowania silnie pogarsza perspektywy sektora budowlanego, na co wskazuje m.in. spadek liczby rozpoczętych budów mieszkań. Wskazywano jednocześnie, że w grudniu 2022 r. niektóre wskaźniki koniunktury nieco wzrosły, jednak nadal pozostały na niskim poziomie. W efekcie oceniano, że roczny wzrost PKB w IV kw. ub.r. po raz kolejny wyraźnie spowolnił. Jednocześnie zaznaczano, że w najbliższych kwartałach roczna dynamika PKB będzie się prawdopodobnie nadal obniżać, w tym niska ma być zarówno dynamika konsumpcji, jak i inwestycji.

Zdaniem członków Rady sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, o czym świadczy w szczególności niska stopa bezrobocia i stosunkowo silny wzrost płac nominalnych. Wskazywano przy tym, że dynamika wynagrodzeń nominalnych jest niższa niż inflacja, przez co obniżają się wynagrodzenia w ujęciu realnym i co wpływa negatywnie na dynamikę popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady wskazywała także, że nastąpił spadek liczby pracujących według BAEL w III kw. 2022 r., a wyniki badań GUS i badań ankietowych NBP sygnalizują osłabienie popytu na pracę w polskiej gospodarce, choć jednocześnie sytuacja w poszczególnych sektorach jest zróżnicowana.

Na posiedzeniu wskazywano, że roczny wskaźnik CPI w Polsce w listopadzie 2022 r. obniżył się do 17,5%. Zaznaczano, że na spadek rocznego wskaźnika inflacji wpłynęło przede wszystkim obniżenie się dynamiki cen energii, w tym spadek cen opału i paliw do prywatnych środków transportu, a także efekty bazy. Natomiast inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii w listopadzie ub.r. wzrosła do 11,4%, co wynikało przede wszystkim z opóźnionych efektów wzrostu cen energii, surowców, materiałów i półproduktów. Ze względu na utrzymującą się silną presję kosztową, nieznacznie wzrosła też roczna dynamika cen żywności. Członkowie Rady oceniali, że w grudniu 2022 r. można oczekiwać ponownego obniżenia się inflacji CPI. Zaznaczano, że w listopadzie ub.r. po raz kolejny obniżyła się inflacja PPI, co może świadczyć o obniżaniu się presji



kosztowej w gospodarce. Podkreślano także, że w grudniu obniżyły się oczekiwania inflacyjne zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Omawiając perspektywy inflacji w Polsce członkowie Rady wskazywali, że w pierwszych miesiącach 2023 r. inflacja najprawdopodobniej wzrośnie w związku z wycofaniem części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej oraz skutkami wcześniejszego wzrostu cen energii. Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że – wedle dostępnych prognoz i zakładając brak dodatkowych szoków – od II kw. 2023 r. powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji w kierunku średniookresowego celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W opinii tych członków Rady procesowi dezinflacji będzie sprzyjać dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP, którego pełne efekty makroekonomiczne będą coraz bardziej widoczne, a także zaostrzenie globalnych warunków finansowych oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie oraz niższych cen surowców. Część członków Rady zaznaczała ponadto, że napływające dane sygnalizują możliwość kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach nieco poniżej ścieżki z projekcji listopadowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że – zgodnie z aktualnymi prognozami – średnioroczna inflacja w 2023 r. będzie jedynie nieznacznie niższa niż w 2022 r., a średnioroczna inflacja bazowa będzie w br. wyższa niż w ub.r.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że dokonane dotychczas silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP przekłada się na warunki monetarne w polskiej gospodarce. W tym kontekście zaznaczano, że nastąpiło spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, zwłaszcza widoczne w spadku zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Część członków Rady podkreślała, że podwyżki stóp procentowych NBP znalazły także odzwierciedlenie w znaczącym wzroście w ostatnich kwartałach oprocentowania kredytów, w tym dla przedsiębiorstw, oraz zmianie dynamiki i struktury agregatów monetarnych, w tym we wzroście depozytów terminowych i spadku pieniądza gotówkowego.

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 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 i finansowej. Szybszemu obniżaniu inflacji sprzyjałoby umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W ocenie 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 sygnałach świadczących o hamowaniu globalnej presji inflacyjnej, uzasadnione jest utrzymanie niezmiennych stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec utrzymującej się 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, będzie 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: 10 lutego 2023 r.