



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lutego 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że część danych napływających ostatnio z zagranicy okazała się lepsza od oczekiwań, a prognozy wzrostu PKB na 2023 r. dla głównych gospodarek zostały nieznacznie podwyższone, choć nadal sygnalizują one spowolnienie dynamiki PKB wobec 2022 r. i przeważają w nich ryzyka pogorszenia światowej koniunktury. Jednocześnie zaznaczano, że globalna koniunktura pozostaje słaba, na co wskazuje m.in. spowolnienie dynamiki PKB w IV kw. w największych gospodarkach. Towarzyszy temu niepewność związana m.in. z możliwą eskalacją wojny w Ukrainie, czy konsekwencjami odchodzenia Chin od restrykcyjnej polityki pandemicznej.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach inflacja w wielu gospodarkach zaczęła się obniżać, choć nadal jest wysoka. Zaznaczano, że spadkowi inflacji sprzyjało zarówno obniżenie się cen surowców energetycznych oraz złagodzenie napięć w globalnych łańcuchach dostaw, jak i osłabienie popytu. W efekcie w grudniu inflacja, w tym także bazowa, w Stanach Zjednoczonych dalej się obniżała. W strefie euro inflacja konsumencka również spadła, ale inflacja bazowa nie zaczęła maleć.

Wskazywano, że wiele banków centralnych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej. Dotyczy to zwłaszcza Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych i Europejskiego Banku Centralnego, które w lutym po raz kolejny podwyższyły stopy procentowe. Część członków Rady podkreślała, że banki te rozpoczęły podwyżki stóp procentowych znacznie później niż NBP, a łączna skala dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro jest znacząco mniejsza niż w Polsce. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że choć stopy procentowe Fed i EBC są niższe niż NBP, to niższa jest także inflacja konsumencka w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zaznaczali, 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 zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS wzrost PKB w 2022 r. spowolnił do 4,9% (z 6,8% w 2021 r.). Zaznaczano, że dane te były nieco lepsze od oczekiwań z listopadowej projekcji NBP, jednak potwierdzają, że wzrost w 2022 r. stopniowo się osłabiał. Dynamika roczna PKB w



IV kw. ub.r. – implikowana ze wstępnych danych GUS za cały 2022 r. – wyniosła około 2%. Wstępne dane GUS sygnalizowały także, że prawdopodobnie ograniczona została konsumpcja prywatna i to mimo zwiększenia sprzedaży dóbr w związku z napływem do Polski uchodźców z Ukrainy. Część członków Rady podkreślała także, że ograniczenie aktywności gospodarczej pod koniec 2022 r. sygnalizują również dane miesięczne za grudzień o sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, które pokazały wyraźne obniżenie się dynamik tych kategorii. Natomiast niektóre wskaźniki koniunktury z początku 2023 r. poprawiły się, choć wciąż pozostawały na niskich poziomach i sugerują dalsze spowolnienie wzrostu PKB w ujęciu rocznym. Część członków Rady wskazywała, że szczególnie ważne w kontekście procesów gospodarczych są dane o konsumpcji, bo – o ile potwierdzi się jej spadek w IV kw. 2022 r. – to będzie to sygnalizowało zmniejszanie popytowej presji konsumpcyjnej.

Oceniając perspektywy polskiej gospodarki większość członków Rady zwracała uwagę, że konsumpcja w kolejnych kwartałach może nadal kształtować się na niskim poziomie, hamowana przez wcześniejszy i obecny wzrost cen, w tym cen energii, wysokie stopy procentowe oraz utrzymujące się relatywnie słabe nastroje. Członkowie ci zaznaczali, że wysokie ceny energii, wysokie stopy procentowe i utrzymująca się niepewność będą też hamować aktywność inwestycyjną. Wskazywali oni ponadto, że według ankiet GUS wykorzystanie mocy produkcyjnych w przetwórstwie przemysłowym w styczniu 2023 r. było najniższe od 2015 r. – wyłączając dwa kwartały kryzysu pandemicznego z 2020 r. W warunkach globalnego zacieśnienia monetarnego i niskiego wzrostu za granicą dynamika eksportu także może być ograniczona. Przy czym – w opinii części członków Rady – Polska może skorzystać na zjawisku przenoszenia produkcji bliżej krajów docelowych, tj. tzw. nearshoringu, w tym jako dostawca tańszych zamienników, oraz na dalszym wzroście eksportu na Ukrainę. Zdaniem większości członków Rady uwzględniając wszystkie te czynniki wzrost PKB w Polsce w 2023 r. będzie niższy niż w poprzednich latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że nie należy oczekiwać, iż w najbliższych kwartałach ograniczenie konsumpcji będzie czynnikiem dezinflacyjnym.

Członkowie Rady wskazywali, że sytuacja na rynku pracy – mimo osłabienia koniunktury – pozostaje dobra, o czym świadczy niska stopa bezrobocia i stabilnie rosnące zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała przy tym, że zarówno wyniki badań GUS, jak i badań ankietowych NBP sygnalizują stopniowe osłabienie popytu na pracę w polskiej gospodarce. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w IV kw. ub.r. spowolnił i w grudniu wyniósł 10,3%.



Podkreślano, że spowolnienie dynamiki płac było widoczne w niemal wszystkich branżach. Wskazywano ponadto, że dynamika wynagrodzeń nominalnych jest niższa niż inflacja. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że w większości sektora usług rynkowych dynamika płac jest nadal bardzo wysoka, co – ich zdaniem – przyczynia się do wciąż silnej skłonności przedsiębiorstw do podnoszenia cen, pomimo pewnego spadku deklaracji firm co do dalszego podnoszenia cen własnych produktów w ostatnim okresie.

Na posiedzeniu wskazywano, że roczny wskaźnik CPI w Polsce w grudniu 2022 r. obniżył się do 16,6%. Zaznaczano, że wpłynęło na to – podobnie jak w listopadzie – przede wszystkim obniżenie się dynamiki cen energii. Część członków Rady zwracała ponadto uwagę, że w grudniu nastąpił także pierwszy od lutego 2021 r. spadek rocznej dynamiki cen żywności. Natomiast inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 11,5%. Zaznaczano, że po raz kolejny obniżyła się inflacja PPI, co – wraz z wzrostem udziału firm ankietowanych przez NBP oczekujących wolniejszego wzrostu cen producenta – może świadczyć o obniżaniu się presji kosztowej w gospodarce. Niektórzy członkowie wskazywali, że również obniżenie się rentowności sprzedaży w ostatnim okresie może świadczyć o tym, że firmy mają mniejszą przestrzeń do dalszego przerzucania wzrostu kosztów na ceny produktów. Podkreślano także, że w styczniu nastąpiło dalsze obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, choć – jak zaznaczali niektórzy członkowie Rady – wynikało ono głównie ze spadku wskaźnika postrzeganej inflacji.

Omawiając perspektywy inflacji w Polsce członkowie Rady wskazywali, że w pierwszych miesiącach 2023 r. wskaźnik CPI najprawdopodobniej wzrośnie, na co od dłuższego czasu wskazywały prognozy. Będzie to głównie wynikiem wycofania części obniżonych stawek podatkowych w ramach tzw. Tarczy Antyinflacyjnej, wzrostu cen energii, a także efektu bazy związanego w obniżeniem rok wcześniej stawki podatku VAT na żywność. Jednocześnie większość członków Rady podkreślała, że – wedle dostępnych prognoz – od II kw. 2023 r. powinien nastąpić stopniowy spadek inflacji w kierunku średniookresowego celu NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.).

Większość członków Rady zaznaczała, że spadkowi rocznej dynamiki cen w kolejnych miesiącach 2023 r. będą sprzyjać efekty bazy, ale także obniżenie presji cenowej na skutek wygasania wcześniejszych szoków podaźowych oraz osłabienia koniunktury, które wraz ze spadkiem realnych wynagrodzeń będzie ograniczać możliwość przekładania przez przedsiębiorstwa rosnących kosztów na ceny produktów. W opinii tych członków Rady



procesowi dezinflacji będzie sprzyjać materializowanie się efektów dotychczasowego istotnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP, jak również zaostrenie globalnych warunków finansowych oddziałujące w kierunku spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie oraz niższych cen surowców. Członkowie ci podkreślali, że choć inflacja bazowa będzie się obniżać z opóźnieniem, to w znacznej mierze wynika to z utrzymujących się efektów wcześniejszych szoków, w tym kosztowych. Członkowie Rady zaznaczali, że od połowy 2023 r. większość inflacji będzie wynikać z inflacji bazowej.

Zwracano także uwagę na wpływ dokonanego przez NBP silnego zacieśnienia polityki pieniężnej na warunki monetarne w polskiej gospodarce. W tym kontekście wskazywano, że nastąpiło bardzo duże spowolnienie akcji kredytowej, zwłaszcza dla gospodarstw domowych. Ponadto argumentowano, 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 utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Część członków Rady podkreślała również, że dotychczasowe podwyżki stóp procentowych NBP przełożyły się na spadek bardziej płynnych komponentów agregatów monetarnych, w tym gotówki. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ogłoszone złagodzenie rekomendacji nadzorczych dotyczących warunków oceny zdolności kredytowej przy udzielaniu części kredytów. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w odniesieniu do kredytów o zmiennym oprocentowaniu podtrzymano zalecenie wyższego poziomu bufora.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z zacieśnieniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie wpływać ograniczająco na globalną inflację i ceny surowców. Pogorszenie koniunktury światowej działa także 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 wcześniejszych 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 marca 2023 r.