



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

Na posiedzeniu wskazywano, że dynamika globalnej aktywności gospodarczej pozostaje osłabiona. Zwracano przy tym uwagę, że w strefie euro – mimo pewnej poprawy w ostatnich miesiącach – koniunktura gospodarcza jest wciąż słaba.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie stopniowo ustępowały negatywne szoki podażowe w globalnej gospodarce. Podkreślano, że ceny surowców energetycznych w ostatnich miesiącach spadły, choć pozostają istotnie wyższe niż przed pandemią. Jednocześnie ustępują zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Zwracano uwagę, że wygasanie tych szoków wspiera aktywność w gospodarce światowej, a jednocześnie oddziałuje w kierunku niższej presji inflacyjnej. Mimo to, według dostępnych prognoz, dynamika PKB w największych gospodarkach w 2023 r. będzie relatywnie niska. Wskazywano przy tym na niepewność dotyczącą perspektyw makroekonomicznych na świecie, związaną m.in. z konsekwencjami odejścia Chin od restrykcyjnej polityki epidemicznej.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie inflacja CPI i HICP odpowiednio w Stanach Zjednoczonych i strefie euro się obniżyła, natomiast w niektórych krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen dóbr konsumpcyjnych wzrosła. Prognozy wskazują, że inflacja na świecie będzie spadać, w związku z wygasaniem negatywnych szoków podażowych oraz spowolnieniem dynamiki konsumpcji obserwowanym w wielu krajach. Podkreślano przy tym, że według prognoz proces obniżania się inflacji będzie stopniowy, zwłaszcza w przypadku inflacji bazowej, która pozostaje relatywnie wysoka i w wielu krajach jak dotąd nie zaczęła spadać. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na niepewność dotyczącą w szczególności tempa dezinflacji w strefie euro i przyszłego kształtowania się cen usług w Stanach Zjednoczonych.

Na posiedzeniu wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny nadal podwyższały stopy procentowe, przy czym niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przedstawiciele tych banków centralnych wskazują na potrzebę relatywnie szybkiego obniżenia inflacji. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, 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 istotnie mniejsza niż w Polsce. Jednocześnie wskazywano, że banki centralne w



Europie Środkowo-Wschodniej – po wcześniejszym silnym zacieśnieniu polityki pieniężnej – utrzymują obecnie stopy procentowe bez zmian. Zwracano uwagę, że w warunkach osłabienia koniunktury i prognozowanego spadku inflacji, coraz więcej banków centralnych wstrzymuje zacieśnianie polityki pieniężnej.

Podczas dyskusji na temat sytuacji w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że – w warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie – również w Polsce następuje spowolnienie aktywności. W IV kw. 2022 r. realna dynamika PKB obniżyła się do 2,0% r/r. W kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego oddziałuje ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie nadal rosną inwestycje. W tym kontekście większość członków Rady oceniała, że obserwowana struktura dynamiki PKB powinna sprzyjać dezinflacji. Wskazywano, że dostępne dane za styczeń 2023 r. – w tym o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej – potwierdzają osłabienie koniunktury.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że według projekcji marcowej w 2023 r. dynamika PKB będzie niska, przy osłabionej konsumpcji. Wskazywano, że aktywność gospodarczą będą nadal ograniczać następstwa wcześniejszych negatywnych szoków podażowych, spowolnienie w gospodarce światowej i dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej. W latach 2024-2025 wzrost gospodarczy według tej projekcji będzie przyspieszał, jednak zwracano uwagę, że będzie to następowało stopniowo. Podkreślano, że w całym horyzoncie projekcji luka popytowa ma być ujemna. Wskazywano również na niepewność dotyczącą prognozowanego tempa wzrostu aktywności gospodarczej. W tym kontekście część członków Rady zwracała uwagę na wyższe prawdopodobieństwo kształtowania się dynamiki PKB poniżej centralnej ścieżki projekcji, choć niektórzy członkowie Rady podkreślali możliwość wyższego wzrostu gospodarczego.

Członkowie Rady wskazywali, że utrzymuje się korzystna sytuacja na rynku pracy, choć nastąpiło niewielkie spowolnienie wzrostu zatrudnienia w firmach. Dane BAEL wskazują, że liczba pracujących w gospodarce w IV kw. 2022 r. pozostała zbliżona do notowanej rok wcześniej, przy jej spadku w sektorze prywatnym. Zaznaczano, że roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w styczniu 2023 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost wynagrodzeń nominalnych przekracza obecnie wzrost wydajności pracy. Podczas dyskusji oceniano, że dostosowanie rynku pracy do osłabionej koniunktury następuje przez płace realne, a nie wzrost bezrobocia, co jest scenariuszem korzystnym z punktu widzenia stabilności makroekonomicznej i długofalowego wzrostu.



Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS – nieuwzględniających jeszcze corocznej zmiany wag w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych – roczna inflacja CPI w styczniu 2023 r. wzrosła względem grudnia 2022 r., wobec podwyższenia stawek VAT na produkty energetyczne i dostosowania części taryf na nośniki energii. Wskazywano, że prawdopodobnie nieznacznie wzrosła także inflacja bazowa, jednak oceniano, że nie jest to efekt przyspieszenia popytu, którego dynamika spada. Natomiast roczna dynamika cen żywności ponownie się obniżyła. Jednocześnie zwracano uwagę, że w ostatnim czasie istotnie spadały oczekiwania inflacyjne konsumentów oraz firm, choć niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że dopiero ostatnio poprawiła się struktura odpowiedzi na pytania ankietowe.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że dostępne prognozy wskazują, że w lutym 2023 r. prawdopodobnie wystąpił szczyt inflacji CPI. Według marcowej projekcji, a także innych prognoz, od II kw. 2023 r. rozpocznie się systematyczny spadek dynamiki cen. Podkreślano, że na spadek inflacji wpłyną nie tylko efekty bazy statystycznej, ale także słabnąca presja cenowa. Zaznaczano przy tym, że z jednej strony słabnie popyt, ograniczając przestrzeń do podwyżek cen, a z drugiej strony spowalnia wzrost kosztów, na co wskazuje m.in. obniżająca się inflacja PPI. Jednocześnie zwracano uwagę, że wygasanie efektów wcześniejszych szoków będzie stopniowe, co wynika z charakteru i skali tych szoków.

Według projekcji inflacja CPI w Polsce będzie się obniżać także w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że projekcja opiera się na założeniu stałych stóp procentowych NBP. Większość członków Rady podkreślała, że na koniec horyzontu projekcji dynamika cen ma być zgodna z celem inflacyjnym NBP. Zaznaczano również, że w horyzoncie projekcji obniży się inflacja bazowa. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że od połowy 2023 r. większość inflacji będzie wynikać z inflacji bazowej. Część członków Rady wskazywała na niepewność dotyczącą perspektyw inflacji, w tym niektórzy członkowie Rady podkreślali możliwość kształtowania się dynamiki cen powyżej centralnej ścieżki projekcji, a inni zwracali uwagę na prawdopodobieństwo szybszego spadku inflacji.

Podczas dyskusji podkreślano wpływ dokonanego silnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP na warunki monetarne. Wskazywano, że nastąpiło bardzo wyraźne obniżenie dynamiki agregatów monetarnych i kredytowych, w tym spadek stanu kredytów dla sektora gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na istotną ich zdaniem wielkość nowo udzielanych kredytów. Jednocześnie część



członków Rady zwracała uwagę, że złagodzenie rekomendacji nadzorczych dotyczących warunków oceny zdolności kredytowej przy udzielaniu części kredytów może oddziaływać w kierunku pewnej odbudowy akcji kredytowej.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz ze spadkiem cen surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co oddziaływać będzie również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie tempa wzrostu PKB, w tym konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. W efekcie większość członków Rady oceniła, że dokonane wcześniej silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP będzie prowadzić do obniżania 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, powrót inflacji do celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Taką ocenę wspierała marcowa projekcja inflacji i PKB. 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 sygnałów 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%.



NARODOWY
BANK POLSKI

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Data publikacji: 7 kwietnia 2023 r.