



## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 kwietnia 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona. W szczególności zaznaczano, że wzrost gospodarczy w strefie euro w I kw. 2023 r. był prawdopodobnie zbliżony do zera, a według dostępnych prognoz w całym roku ma pozostać niski. Zwracano jednak uwagę, że skala spowolnienia globalnej aktywności jest mniejsza, niż wcześniej oczekiwano.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich miesiącach ceny surowców – zarówno energetycznych, jak i rolnych – na rynkach światowych spadły, choć w reakcji na decyzję OPEC+ z początku kwietnia o zmniejszeniu skali wydobycia ropy ceny ropy wzrosły. Zaznaczano ponadto, że ustępują zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw, co wspiera aktywność w gospodarce światowej, a jednocześnie oddziałuje w kierunku niższej presji inflacyjnej.

Część członków Rady zwracała uwagę, że nowym czynnikiem ryzyka dla koniunktury za granicą są zaburzenia w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych oraz Europie. Zaburzenia te mogą przełożyć się na dodatkowe ograniczenie akcji kredytowej banków w krajach nimi dotkniętych, przez co mogą negatywnie oddziaływać na perspektywy wzrostu ich PKB. W efekcie w ostatnich tygodniach istotnie obniżyły się oczekiwania rynkowe dotyczące kształtowania się stóp procentowych m.in. w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w najbliższych kwartałach, co było spójne z pewnym złagodzeniem przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny ich komunikacji dotyczącej perspektyw polityki pieniężnej.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie dynamika cen konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro obniżyła się, choć – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – ze względu na skalę wcześniejszych szoków, ich wtórne efekty i relatywnie szybki wzrost płac nominalnych proces powrotu inflacji do celów banków centralnych w głównych gospodarkach będzie powolny, co sygnalizuje również nadal wysoka inflacja bazowa w większości gospodarek. W tym kontekście zaznaczano, że także w 2024 r. inflacja ma być wyższa niż cele inflacyjne Fed i EBC. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że – zwłaszcza wobec obniżenia się oczekiwań rynkowych dotyczących kształtowania się stóp procentowych w głównych gospodarkach oraz wzrostu cen ropy w ostatnich dniach – może to ograniczać antyinflacyjne oddziaływanie spadku presji inflacyjnej za granicą na



ceny w Polsce. Część członków Rady podkreślała, że inflacja – mimo obniżania się – pozostaje wyjątkowo wysoka w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Odnosząc się do bieżącej koniunktury, część członków Rady oceniała, że napływające dane potwierdzają spowolnienie gospodarcze. Zaznaczali oni w szczególności, że w lutym obniżyła się produkcja przemysłowa, a sprzedaż detaliczna była o 5% niższa niż rok wcześniej, co – choć w części wynikało z efektu bazy – sygnalizuje dalszy i być może silniejszy od dotychczasowych oczekiwań spadek konsumpcji na początku br. Członkowie ci zwracali także uwagę na nieznaczne obniżenie się w kwietniu wskaźnika PMI dla krajowego przetwórstwa przemysłowego, który od wielu miesięcy kształtuje się na poziomie poniżej 50 punktów. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że już w II kw. 2023 r. można oczekiwać powolnego ożywienia aktywności gospodarczej, a w III kw. br. jego przyspieszenia.

Wskazywano, że sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu jest dobra, a stopa bezrobocia w Polsce należy do najniższych w Unii Europejskiej (drugie miejsce). Część członków Rady zaznaczała jednak, że stopniowo słabnący popyt na pracę znalazł odzwierciedlenie w wyraźnym spadku liczby nowo utworzonych i wolnych miejsc pracy w gospodarce w IV kw. ub.r. oraz w spowolnieniu rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lutym br. Z kolei wzrost wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw w lutym był zbliżony do odnotowanego w styczniu, co wynikało częściowo z wypłaty kolejnych premii w górnictwie i podwyżki płacy minimalnej. Natomiast płace realne nadal się obniżały, co powinno sprzyjać dezinflacji. Inni członkowie Rady wskazywali, że choć w lutym nastąpił spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (także w ujęciu miesiąc do miesiąca po odsezonowaniu), to był on niewielki. Członkowie ci oceniali również, że wzrost płac nominalnych – nawet pomijając górnictwo i efekt wzrostu płacy minimalnej – jest wciąż wysoki, zwłaszcza w niektórych sekcjach.

Na posiedzeniu wskazywano, że – według wstępnych danych GUS – roczna inflacja CPI w marcu 2023 r. obniżyła się o ponad 2 punkty procentowe względem lutego (do 16,2% z 18,4% w lutym), co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki cen energii. Z kolei ograniczona podaż warzyw i mięsa nadal podbijała ceny żywności i w efekcie w marcu nie zanotowano jeszcze spadku ich dynamiki, przy czym część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost cen żywności niedługo powinien spowolnić. Zaznaczano, że wstępne szacunki wskazują także na wzrost inflacji bazowej, która – według prognoz NBP – ma wkrótce zacząć się stopniowo obniżać. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że



wskaźnik CPI w ujęciu miesiąc do miesiąca oraz szacowany poziom inflacji bazowej w marcu pozostały wysokie. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że na spadek rocznego wskaźnika inflacji w marcu br. wpłynął efekt bazy statystycznej.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że dynamika cen będzie się dalej wyraźnie obniżać, kontynuując rozpoczęty proces stopniowej dezinflacji. Zaznaczano, że wobec wyraźnego spadku konsumpcji połowa ankietowanych przez NBP firm deklaruje trudności z przekładaniem rosnących kosztów na ceny produktów finalnych, podczas gdy dotychczas część przedsiębiorstw prowadziła politykę cenową nakierowaną nie tylko na rekompensowanie wzrostu kosztów, ale także na wzrost marż. Część członków argumentowała jednak, że czynnikiem, który będzie hamował spadek inflacji, może być dynamika cen niektórych usług. Podkreślano przy tym, że od pewnego czasu obniżają się oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw, co powinno wspierać oczekiwania na spadek inflacji w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na dalsze obniżenie się rocznej dynamiki cen produkcji, które także będzie wspierać proces dezinflacji. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że część napływających danych sygnalizuje większą uporczywość inflacji, co zwiększa ryzyka dla jej obniżania się w kierunku celu w kolejnych latach. Członkowie ci zwracali uwagę, że w ujęciu miesiąc do miesiąca wskaźnik PPI z wyłączeniem dóbr związanych z energią był nieznacznie dodatni.

Podczas dyskusji wskazywano na wyraźny wpływ dokonanego silnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP na warunki monetarne. Wskazywano, że w efekcie istotnego wzrostu kosztów zadłużenia nastąpiło bardzo wyraźne obniżenie dynamiki akcji kredytowej, w tym spadek stanu kredytów dla sektora gospodarstw domowych, oraz zmniejszenie agregatu monetarnego M1, przy jednoczesnym wzroście depozytów terminowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali w tym kontekście, że dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych przekładają się wyraźnie na sytuację finansową kredytobiorców. W efekcie utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie powinno ograniczać ryzyko nadmiernego wzrostu zadłużenia w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że szacowane realne stopy procentowe są ujemne, co – zdaniem tych członków Rady – może utrudniać obniżanie inflacji. Inni członkowie Rady wskazywali także, że w ostatnich miesiącach – po wcześniejszym silnym wzroście – nieco obniżyło się oprocentowanie niektórych rodzajów kredytów.

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. 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. Większość członków Rady uznała, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, a w szczególności oczekiwane stopniowe obniżanie się inflacji, osłabienie krajowej koniunktury, w tym spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych, w tym niską dynamikę kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając dokonane wcześniej silne zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest obecnie 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.

Data publikacji: 12 maja 2023 r.