Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 10 maja 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje osłabiona, co potwierdzają dane o dynamice PKB w I kw. br. w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro. W szczególności zaznaczano, że wzrost gospodarczy w strefie euro był jedynie nieznacznie dodatni. Natomiast aktywność gospodarcza przyspieszyła w Chinach, po odejściu tego kraju od wcześniej realizowanej polityki zero-Covid. Zwracano jednak uwagę, że według prognoz instytucji międzynarodowych wzrost PKB na świecie w 2023 r. ukształtuje się na poziomie poniżej wieloletniej średniej, a w 2024 r. ma pozostać umiarkowany. Część członków Rady argumentowała przy tym, że o ile szok energetyczny wygasa, to czynnikiem niepewności dla globalnej koniunktury stały się zaburzenia w sektorze bankowym w Stanach Zjednoczonych.

Członkowie Rady wskazywali, że obawy o aktywność na świecie znajdują odzwierciedlenie w spadku cen wielu surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, mimo decyzji OPEC+ o zmniejszeniu skali jej wydobycia. Część członków Rady zaznaczyła także, że w ostatnich miesiącach spadły ceny surowców rolnych, przy czym niektórzy członkowie Rady oceniali, że dalsze zmiany cen żywności są obarczone znaczną niepewnością.

Członkowie Rady wskazywali, że na początku maja br. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny podwyższyły stopy procentowe o 25 pb. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że Fed i EBC, choć zbliżają się prawdopodobnie do końca cyklu zacieśniania polityki pieniężnej – w szczególności ze względu na zaburzenia w sektorze bankowym Stanów Zjednoczonych – to banki te obawiają się uporczywości inflacji.

Podkreślano, że inflacja na świecie obniża się, ale jest to proces stopniowy, co wiąże się z wysoką dotychczas inflacją bazową w większości krajów, w tym w Stanach Zjednoczonych i w wielu europejskich gospodarkach. Oceniano, że wysoki poziom inflacji bazowej wynika zarówno z wcześniejszego silnego wzrostu kosztów, jak i ze wzrostu marż przedsiębiorstw, gdyż w warunkach korzystnej sytuacji na rynkach pracy i wzrostu popytu część firm podwyższała ceny w stopniu większym, niż wynikało to z rosnących kosztów. Większość członków Rady wyrażała opinię, że wraz z ustępowaniem szoków podażowych i spowalnianiem dynamiki popytu można oczekiwać stopniowego spadku

Narodowy Bank Polski ul. Świętokrzyska 11/21 00-919 Warszawa tel. +48 22 185 28 88 sekretariat.rpp@nbp.pl

inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że procesy cenotwórcze, w tym częstotliwość i charakterystyka zmian cen, są obecnie inne niż przed pandemią, tj. w okresie niskiej inflacji, co może zwiększać uporczywość inflacji w wielu krajach. W ich ocenie podobny efekt może mieć wzrost popytu na usługi, a przez to wzrost zapotrzebowania na pracowników w tym sektorze, znajdujący odzwierciedlenie w wysokiej dynamice ich wynagrodzeń i inflacji cen usług. Członkowie ci zaznaczali jednak, że nie wiadomo, na ile procesy te okażą się trwałe.

Odnosząc się do koniunktury krajowej, część członków Rady oceniała, że napływające dane za I kw. potwierdzają spowolnienie dynamiki PKB, w tym wyraźny spadek popytu konsumpcyjnego. Zaznaczali oni w szczególności, że w marcu pogłębiły się spadki sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, a dalsze obniżenie się wskaźnika PMI dla przemysłu w kwietniu sugeruje osłabienie koniunktury w sektorze przemysłowym. Członkowie ci zwracali uwagę, że w marcu nastąpił też spadek produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie większość członków Rady była zdania, że w II poł. 2023 r. można oczekiwać ożywienia aktywności gospodarczej.

Wskazywano, że sytuacja na rynku pracy wciąż jest dobra, przy czym część członków Rady podkreślała, że wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw stopniowo słabnie, a dynamika wynagrodzeń nominalnych w marcu obniżyła się. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że w większości sektora usług zatrudnienie rośnie, a w wybranych jego sekcjach oraz w przetwórstwie przemysłowym dynamika płac nominalnych jest – ich zdaniem – wciąż bardzo wysoka. Jednocześnie wzrost płacy minimalnej od początku 2023 r. zwiększył dochody gospodarstw domowych. Zdaniem tych członków Rady na wysokim poziomie utrzymuje się relacja płac do wydajności pracy, a także – mimo spadku – odsetek firm odczuwających presję płacową.

Na posiedzeniu wskazywano, że – według wstępnych danych GUS – roczna inflacja CPI w kwietniu 2023 r. obniżyła się do 14,7% (z 16,1% w marcu i 18,4% w lutym), co wynikało przede wszystkim z osłabienia rocznego tempa wzrostu cen żywności. Po raz kolejny spowolnił również roczny wzrost cen energii, a wstępne szacunki sygnalizują, że w kwietniu obniżyła się także nieznacznie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii). Członkowie Rady zaznaczali, że dezinflację wyraźnie widać też w cenach produkcji sprzedanej przemysłu, których dynamika silnie się obniżyła przez ostatnie miesiące. Większość członków Rady zwracała ponadto uwagę na kontynuację spadku oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych oraz deklaracje firm, zgodnie z którymi coraz trudniej jest przedsiębiorcom podnosić ceny w reakcji na wzrost kosztów. Zdaniem

tych członków Rady są to czynniki uzasadniające spodziewany dalszy spadek inflacji, w tym bazowej. Większość członków Rady oceniała przy tym, że procesowi dezinflacji sprzyja obserwowane w ostatnim okresie umocnienie kursu złotego.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że procesy cenotwórcze w Polsce – podobnie jak w innych krajach – przebiegają obecnie inaczej niż w okresie niskiej inflacji, a także że procesy te pozostają pod wpływem skutków wzrostu roli sektora usług, co zwiększa ryzyko uporczywości inflacji. W opinii tych członków Rady obniżenie się rocznego wskaźnika CPI odzwierciedla efekty bazy, a efekty wcześniejszych podwyżek stóp procentowych NBP są niewystarczające, zwłaszcza że wciąż znaczna część przedsiębiorców i konsumentów oczekuje wysokiej inflacji.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że dynamika cen konsumpcyjnych będzie się dalej wyraźnie obniżać, kontynuując rozpoczęty proces dezinflacji. Część członków Rady wyrażała przy tym opinię, że obniżanie się inflacji może być nieco wolniejsze niż ścieżka zarysowana w marcowej projekcji. Członkowie ci zwracali w tym kontekście uwagę na wiele utrzymujących się czynników niepewności. Jednocześnie większość członków Rady oceniła, że perspektywy powrotu inflacji do celu w horyzoncie projekcji nie zmieniły się. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że do końca 2025 r. inflacja nie obniży się do poziomu celu inflacyjnego NBP.

Część członków Rady podkreślała, że wysoki poziom stóp procentowych NBP – obok wcześniejszego wzrostu cen – jest czynnikiem ograniczającym skłonność do dokonywania wydatków. Efekty wysokiego poziomu stóp widać m.in. w wyraźnym obniżeniu się agregatu monetarnego M1 i dynamiki zadłużenia z tytułu kredytów, w tym w spadku stanu kredytów mieszkaniowych. Zdaniem tych członków Rady potwierdza to silne oddziaływanie polityki pieniężnej NBP na gospodarkę. Członkowie ci oceniali, że kanał kredytowy jest skuteczny, mimo pewnego przyrostu nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w ostatnim okresie, który jednak w znacznej mierze wynikał ze złagodzenia rekomendacji nadzorczych dotyczących warunków oceny zdolności kredytowej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że znaczna część aktywów gospodarstw domowych jest bardzo płynna, przez co mogą być one wykorzystane do finansowania konsumpcji, a nadpłacenie wcześniej zaciągniętych kredytów w reakcji na wzrost stóp procentowych zmniejsza siłę oddziaływania kanału kredytowego. Członkowie ci wskazywali także, że po wcześniejszym silnym wzroście obniżyło się nieco oprocentowanie niektórych rodzajów kredytów i depozytów. Dodatkowo niektórzy

członkowie Rady argumentowali, że wraz z oczekiwanym ożywieniem aktywności gospodarczej w II poł. 2023 r. należy oczekiwać przyspieszenia 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. 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. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że 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 niezmienionych 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 niezmienionym 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: 9 czerwca 2023 r.