



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 października 2022 r.

Na posiedzeniu zaznaczano, że napływające informacje wskazują na pogorszenie globalnej koniunktury gospodarczej w III kw. br. Negatywnie na aktywność gospodarczą na świecie oraz jej perspektywy oddziałują przede wszystkim wysokie ceny surowców i komponentów do produkcji oraz konsekwencje agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, a także zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie. Wskazywano przy tym, że w wielu krajach sytuacja na rynku pracy jest nadal korzystna. Większość członków Rady zaznaczała, że realna siła nabywcza wynagrodzeń jest jednak ograniczana przez wysoką inflację, czemu towarzyszą pesymistyczne nastroje konsumentów i przedsiębiorstw.

Zaznaczono, że w Europie wysokie ceny energii i obawy o niedobory gazu w obliczu zbliżającej się zimy osłabiają aktywność gospodarczą, a w branżach energochłonnych doprowadziły już do spadków produkcji. Jednocześnie silnie drożące dobra pierwszej potrzeby ograniczają możliwość nabywania przez wiele gospodarstw domowych innych produktów i usług. Towarzyszy temu utrzymująca się duża niepewność dotycząca perspektyw europejskiej koniunktury. Zwracano jednocześnie uwagę, że w Stanach Zjednoczonych perspektywy aktywności gospodarczej są lepsze niż w strefie euro – m.in. ze względu na brak uzależnienia gospodarki amerykańskiej od surowców energetycznych z Rosji – choć także na nie negatywnie oddziałuje wysoka inflacja i istotne zacieśnienie polityki pieniężnej.

Wskazywano, że osłabieniu globalnej koniunktury i perspektyw wzrostu gospodarki światowej towarzyszyło w omawianym okresie pogorszenie nastrojów i wzrost zmienności na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w wyraźnym spadku cen akcji i obligacji, a także deprecjacji wielu walut wobec dolara amerykańskiego.

W odniesieniu do globalnych procesów inflacyjnych, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w wielu gospodarkach inflacja kształtuje się na najwyższym poziomie od dekad. Podkreślano, że – według wstępnych danych Eurostatu – we wrześniu inflacja w strefie euro wzrosła do około 10%, w Niemczech sięgnęła niemal 11%, w Holandii wzrosła do ponad 17%, a w krajach bałtyckich nadal wyraźnie przekraczała 20%. Podkreślano, że istotnym źródłem wysokiej dynamiki cen w wielu gospodarkach pozostają wysokie ceny surowców, do których przyczyniają się konsekwencje agresji zbrojnej Rosji przeciw



Ukrainie. W kierunku szybkiego wzrostu cen oddziałują także utrzymujące się – pomimo ich stopniowego łagodzenia – zaburzenia w globalnych łańcuchach podaży. W tym kontekście zwracano uwagę na bardzo wysoką dynamikę cen producenta w wielu gospodarkach, w tym w Niemczech. Członkowie Rady podkreślali również, że w części gospodarek do wzrostu cen przyczyniają się także czynniki popytowe i rosnące koszty pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wpływ czynników popytowych na dynamikę cen jest obecnie znaczący. Zaznaczano, że wzrost popytu wraz z przekładaniem się wcześniejszych wzrostów kosztów produkcji na ceny dóbr konsumpcyjnych, prowadzą również do wzrostu inflacji bazowej. Zwracano przy tym uwagę, że pojawiają się sygnały wskazujące, że skala zewnętrznych szoków, które doprowadziły do wzrostu inflacji na świecie, stopniowo się zmniejsza, o czym – poza stopniowym łagodzeniem zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży – świadczy pewien spadek cen ropy naftowej. W tym kontekście wskazywano, że inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w ostatnim okresie nieco się obniżyła, choć towarzyszył temu dalszy wzrost inflacji bazowej CPI.

Na posiedzeniu zaznaczano, że w warunkach wysokiej inflacji główne banki centralne w ostatnim okresie w dalszym ciągu zacieśniały politykę pieniężną. We wrześniu Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych i Europejski Bank Centralny po raz kolejny wyraźnie podwyższyły stopy procentowe. Jednocześnie niektórzy członkowie podkreślali, że zacieśnieniu polityki pieniężnej głównych banków centralnych towarzyszy komunikacja wskazująca na ich determinację do obniżenia inflacji do celu. Zwracano uwagę, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez główne banki centralne powinno ograniczać presję inflacyjną w skali ogólnoswiatowej i oddziaływać w kierunku osłabienia globalnej koniunktury. Oceniano, że działania głównych banków centralnych będą więc komplementarne wobec dokonywanego w wielu gospodarkach zacieśnienia monetarnego. W tych uwarunkowaniach – a także uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej – niektóre banki centralne, które wcześniej istotnie podwyższyły stopy procentowe (np. Bank Czech), obecnie wstrzymują się od dalszych podwyżek. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że dalsze podwyżki stóp procentowych przez główne banki centralne będą – *ceteris paribus* – zmniejszały ich dysparytet wobec stóp procentowych utrzymywanych w innych gospodarkach, co może oddziaływać w kierunku aprecjacji walut bazowych. Członkowie ci oceniali, że w takiej sytuacji wpływ osłabienia globalnej presji inflacyjnej na dynamikę cen w wielu krajach byłby ograniczony.



Analizując sytuację w polskiej gospodarce, większość członków Rady oceniała, że dostępne dane miesięczne sugerują stopniowe pogarszanie się koniunktury. Zwracano uwagę na osłabienie nastrojów gospodarstw domowych i niższą niż rok temu sprzedaż dóbr trwałych oraz zaznaczano, że towarzyszący temu dalszy wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym był częściowo efektem popytu kreowanego przez uchodźców z Ukrainy. Podkreślano, że także wskaźniki koniunktury dla przemysłu są pesymistyczne. Jednocześnie wskazywano, że produkcja przemysłowa nadal istotnie rośnie, wspierana przez złagodzenie zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że pogorszenie koniunktury nie jest wyraźne.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w najbliższych kwartałach – w warunkach globalnego spowolnienia gospodarczego – prognozowane jest dalsze obniżenie dynamiki PKB w Polsce, do czego – mimo działań osłonowych rządu – przyczyniają się m.in. wysokie ceny energii i jej nośników. Podkreślano przy tym, że perspektywy koniunktury obciążone są znaczną niepewnością.

Podczas dyskusji wskazywano, że mimo osłabienia koniunktury, sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, co jest odzwierciedlone w niskiej stopie bezrobocia. Większość członków Rady oceniała jednak, że dane z sektora przedsiębiorstw mogą sugerować pewne ostudzenie popytu na pracę w części branż. Wyrażali oni opinię, że – wraz ze wzrostem podaży pracy ze strony ukraińskich uchodźców – powinno to sprzyjać ograniczeniu presji płacowej i z czasem obniżeniu inflacji. Jednocześnie inni członkowie podkreślali, że roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw od kilku miesięcy pozostaje niższa od dynamiki cen dóbr konsumpcyjnych, a więc siła nabywcza wynagrodzeń w tym sektorze obniża się. Pojawiła się jednak ocena, że sytuacja na rynku pracy będzie utrudniała ograniczenie inflacji, ze względu na wyraźny wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Na posiedzeniu wskazywano, że inflacja w Polsce – według szybkiego szacunku GUS – wzrosła we wrześniu 2022 r. do 17,2% r/r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na przyspieszenie wzrostu cen, w tym także w ujęciu miesięcznym. Większość członków Rady podkreślała, że wysoka inflacja w dalszym ciągu wynika głównie z wcześniejszego silnego wzrostu światowych cen surowców energetycznych i rolnych – w znacznej części będącego konsekwencją rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie – oraz wcześniejszych wzrostów regulowanych krajowych taryf na energię elektryczną, gaz ziemny i energię ciepłą. Jednocześnie zwracano uwagę, że inflacja jest także podwyższana przez



przenoszenie przez przedsiębiorstwa wzrostu kosztów na ceny dóbr finalnych oraz efekty wcześniejszych zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, co podwyższa także inflację bazową. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dynamikę cen podwyższają także czynniki o charakterze popytowym. Członkowie Rady wskazywali także, że roczny wskaźnik inflacji ogranicza obniżenie części stawek podatkowych w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce zaznaczano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie zbliżona do obecnego poziomu, a w ciągu przyszłego roku powinna się obniżyć. Podkreślano, że ścieżka cen będzie silnie uzależniona od decyzji co do Tarczy Antyinflacyjnej oraz kształtowania się cen regulowanych, w tym zamrożenia cen energii elektrycznej do pewnego pułapu zużycia. Jednocześnie wskazywano, że obecnie formułowane prognozy nadal obarczone są bardzo wysoką niepewnością, w tym związaną z dalszym przebiegiem i konsekwencjami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, sytuacją na europejskim rynku surowców, a także skalą oczekiwanego spowolnienia gospodarczego na świecie. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo obniżenia się inflacji w przyszłym roku – wynikającego częściowo z efektów bazy – dynamika cen w średnim okresie, w razie braku dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, pozostanie wyższa od celu inflacyjnego. Członkowie ci oceniali, że proces dezinflacji będzie utrudniany przez podwyższone oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. W tym kontekście wskazywali oni, że poziom realnych stóp procentowych – uwzględniających oczekiwany przez te podmioty, a także profesjonalnych prognostów, poziom inflacji w przyszłym roku – pozostaje ujemny.

Jednocześnie zwracano uwagę, że dotychczasowe wyraźne podwyżki stóp procentowych NBP wpłynęły na istotny wzrost oprocentowania kredytów i depozytów, co powinno oddziaływać ograniczająco na krajową presję popytową i w konsekwencji stopniowo zmniejszać możliwość przekładania rosnących kosztów na ceny dóbr finalnych. Podkreślano w szczególności, że zacieśnienie polityki pieniężnej NBP przyczyniło się do zahamowania akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych oraz oddziaływało w kierunku ujemnej rocznej dynamiki łącznej wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych. Towarzyszyła temu również zmiana struktury aktywów gospodarstw domowych, w tym przesunięcie części środków z depozytów bieżących na depozyty terminowe i na zakup obligacji skarbowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali natomiast, że wprowadzenie tzw. wakacji kredytowych skierowanych do



wszystkich kredytobiorców hipotecznych osłabia efekt dotychczasowego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP.

Większość członków Rady oceniła, że dotychczasowe istotne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP oraz spodziewane obniżenie się dynamiki aktywności gospodarczej, w tym na skutek szoków zewnętrznych, przyczynią się do ograniczenia dynamiki popytu w polskiej gospodarce, co będzie sprzyjać obniżaniu się inflacji w Polsce w kierunku celu inflacyjnego NBP. Większość członków Rady wskazała, że ze względu na skalę i trwałość oddziaływania obecnych szoków, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, powrót inflacji w kierunku celu inflacyjnego NBP będzie następował stopniowo. Podkreślano przy tym, że zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na rok 2022* 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. Obniżaniu inflacji sprzyjałoby także umocnienie złotego, które w ocenie Rady byłoby spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec nadal korzystnej koniunktury w Polsce, wysokiej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych oraz ze względu na poluzowanie polityki fiskalnej dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych jest ich zdaniem niewystarczająca dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

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 listopada 2022 r.