

Warszawa, dnia 26 września 2022 r.

Poz. 915

**UCHWAŁA NR 15/2022  
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 7 września 2022 r.

**w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2023**

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 492 i 655) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2023, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2023 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *A. Glapiński*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *I.K. Dąbrowski, W.S. Janczyk,  
C. Kochalski, L. Kotecki, P. Litwiniuk, H.J. Wnorowski*

Załącznik do uchwały nr 15/2022 Rady Polityki Pieniężnej  
z dnia 7 września 2022 r. (M.P. poz. 915)



NARODOWY  
BANK POLSKI

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2023

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2023* Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 ust. 6 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do corocznego ustalenia założeń polityki pieniężnej i przedłożenia ich do wiadomości Sejmowi.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2023* Rada utrzymała dotychczasową strategię polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”. Głównym ustawowym celem polityki pieniężnej pozostaje zapewnienie stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

NBP będzie nadal wykorzystywał strategię średniookresowego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej pozostaną stopy procentowe NBP. Polityka pieniężna będzie nadal realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego. NBP nie wyklucza jednak interwencji na rynku walutowym. Zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać w elastyczny sposób występujące uwarunkowania jej prowadzenia, w tym w szczególności uwarunkowania rynkowe oraz następstwa ekonomiczne pandemii COVID-19 i zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę.

---

# Spis treści

---

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	5
Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2023 r.	7
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2023 r.	10

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r. poz. 483, z późn. zm.) „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 492 i 655) w art. 3 ust. 1 stanowi, że „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Realizując podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego, zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim, Rada dąży do utrzymania stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna jest prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie. W państwach, w których jest realizowana strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych krajach. Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,7% rocznie, a więc był zgodny z celem NBP.

Średniookresowy charakter celu inflacyjnego oznacza, że – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. W przypadku odchylenia inflacji od celu 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 lub finansowej. Decydując o zmianach parametrów prowadzonej polityki pieniężnej Rada bierze pod uwagę dostosowania cenowe zachodzące w gospodarce, których źródła znajdują się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. W obecnych warunkach te dostosowania są związane przede wszystkim z szokiem wywołanym zbrojną agresją Rosji na Ukrainę, konsekwencjami pandemii COVID-19, a także ze skutkami zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych, w tym transformacji energetycznej oraz z procesem doganiania przez Polskę bardziej rozwiniętych gospodarek (tj. procesem konwergencji).

Realizowana przez Radę strategia polityki pieniężnej zakłada elastyczność w zakresie stosowanych instrumentów. Oznacza to, że instrumentarium NBP może być dostosowywane do natury występujących w gospodarce zaburzeń oraz uwarunkowań rynkowych. Elastyczne

---

## Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

---

kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej sprzyja efektywnemu działaniu mechanizmu transmisji oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Podjmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę opóźnienia, z jakimi wpływają one na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji w zakresie parametrów polityki pieniężnej do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, dotyczącej w szczególności przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie mogą być nierównowagi w sektorze finansowym. Nierównowagom tym powinna przeciwdziałać przede wszystkim polityka makroostrożnościowa nakierowana na ograniczenie ryzyka systemowego i wspieranie w ten sposób długookresowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Ma to znaczenie zwłaszcza w warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych. Prowadzona przez Radę polityka wspiera działania polityki makroostrożnościowej, w tym sprzyja utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ogranicza ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając kształtowanie się cen aktywów (w tym cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. Dla zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która łagodzi wpływ szoków na gospodarkę i jednocześnie zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to uzasadnione przez warunki rynkowe lub sprzyja zapewnieniu stabilności makroekonomicznej lub finansowej kraju.

Ważnym elementem wykorzystywanej przez Radę strategii celu inflacyjnego jest komunikacja z otoczeniem. Z tego względu decyzje Rady wraz z ich uwarunkowaniami są przedstawiane w *Informacjach po posiedzeniach Rady*, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*. Ponadto decyzje Rady i ich uwarunkowania mogą być wyjaśniane przez Prezesa NBP podczas konferencji prasowych, a także w indywidualnych wypowiedziach Prezesa NBP i członków Rady.

Zgodnie z przyjętą strategią, w 2023 r. parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do sytuacji w gospodarce tak, aby zapewnić długookresową stabilność cen i jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy oraz stabilność systemu finansowego.

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2023 r.

### Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

W 2023 r. zakres, sposób oraz skala wykorzystywania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej będą uwzględniać uwarunkowania towarzyszące jej prowadzeniu. Podobnie jak w latach poprzednich, instrumenty polityki pieniężnej mogą być wykorzystywane w sposób elastyczny, odzwierciedlający zmieniające się uwarunkowania makroekonomiczne i rynkowe.

Istotny wpływ na sposób oraz zakres stosowania przez NBP instrumentów polityki pieniężnej w 2023 r. będzie mieć przewidywane przez bank centralny utrzymywanie się w krajowym sektorze bankowym nadpłynności. Okoliczność ta będzie powodować, iż w ujęciu netto – podobnie jak w poprzednich latach – instrumenty polityki pieniężnej NBP będą mieć charakter absorbujący płynność. W kierunku wzrostu poziomu płynności w 2023 r. oddziaływać będzie skup walut obcych dokonywany przez NBP przede wszystkim od Ministerstwa Finansów. W kierunku ograniczenia poziomu płynności oddziaływać będzie sprzedaż walut obcych przez NBP na potrzeby Komisji Europejskiej, w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej, oraz przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu.

W 2023 r. celem operacyjnym polityki pieniężnej NBP będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Ze względu na uwarunkowania rynkowe stawka POLONIA może odchyłać się od poziomu stopy referencyjnej NBP w ramach korytarza pomiędzy stopą lombardową a depozytową NBP.

### Stopy procentowe

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej w 2023 r. będą stopy procentowe NBP.

Stopa referencyjna NBP będzie określać rentowność podstawowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP będzie wyznaczać oprocentowanie oferowanego przez NBP kredytu lombardowego, umożliwiającego pozyskiwanie środków z banku centralnego na termin overnight.

Stopa depozytowa NBP będzie determinować oprocentowanie depozytu, umożliwiającego lokowanie w NBP środków na termin overnight.

Stopa dyskontowa weksli będzie określać oprocentowanie kredytu wekslowego.

---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2023 r.

---

### **Operacje otwartego rynku**

Operacje podstawowe będą głównym instrumentem, przy wykorzystaniu którego NBP będzie dążyć do realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Za pomocą operacji podstawowych NBP będzie oddziaływać na warunki płynnościowe w sektorze bankowym, a w konsekwencji – na poziom stawki POLONIA. Operacje te standardowo będą przeprowadzane w sposób regularny, co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych będzie obowiązywać stała rentowność, równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na przewidywane utrzymywanie się w 2023 r. nadpłynności w sektorze bankowym, operacje te będą polegać na emisji bonów pieniężnych NBP. Sposób prowadzenia operacji podstawowych może zostać zmodyfikowany, jeśli będzie to uzasadnione zmianą warunków rynkowych lub parametrów polityki pieniężnej NBP.

Operacje dostrajające będą stanowić instrument uzupełniający operacje podstawowe w zakresie realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej. Przesłanką zastosowania tych operacji może być potrzeba zasilenia sektora bankowego w płynność bądź absorpcji płynności. W ramach operacji zasilających, NBP może oferować transakcje repo, a także dokonywać przedterminowego wykupu bonów pieniężnych NBP. W przypadku operacji absorbujących, bank centralny może zastosować emisję bonów pieniężnych NBP, a także zaoferować transakcje reverse repo. Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji będą dostosowane do celu ich stosowania.

Operacje strukturalne mogą być przeprowadzane w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym, jak również dla zapewnienia płynności rynku wtórnego dłużnych papierów wartościowych lub wzmocnienia mechanizmu transmisji monetarnej. W ramach operacji strukturalnych NBP może przeprowadzać skup bądź sprzedaż dłużnych papierów wartościowych na rynku wtórnym, a także dokonywać emisji obligacji.

### **System rezerwy obowiązkowej**

Głównym celem wykorzystania systemu rezerwy obowiązkowej będzie oddziaływanie w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z uśrednionego sposobu utrzymywania rezerwy, który stwarza podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu utrzymywania rezerwy, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków w NBP na poziomie nie niższym od wymaganej wartości rezerwy. Jednocześnie wymóg utrzymywania rezerwy ogranicza skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej będą uzależnione od warunków prowadzenia polityki pieniężnej w 2023 r.



---

## Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2023 r.

---

### **Operacje depozytowo-kredytowe**

Oferowanie przez NBP operacji depozytowo-kredytowych będzie mieć na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej overnight poprzez stabilizowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Kredyt lombardowy będzie pozwalać na pozyskiwanie z banku centralnego w każdym dniu operacyjnym środków na termin overnight. Kredyt ten jest zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny, w tym m.in. skarbowymi papierami wartościowymi, dłużnymi papierami wartościowymi gwarantowanymi przez Skarb Państwa, papierami wartościowymi wyemitowanymi przez NBP, obligacjami komunalnymi, listami zastawnymi oraz obligacjami korporacyjnymi o wysokiej jakości kredytowej. Oprocentowanie tego instrumentu, wyznaczając koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, będzie stanowić górne ograniczenie dla stawki rynkowej overnight.

Depozyt na koniec dnia będzie umożliwiać lokowanie w każdym dniu operacyjnym nadwyżek środków w banku centralnym na termin overnight. Oprocentowanie tego instrumentu będzie określać dolne ograniczenie dla stawki rynkowej wyznaczanej dla tego terminu.

Szerokość korytarza pomiędzy stopą lombardową a depozytową NBP będzie kształtowana w sposób sprzyjający efektywnej transmisji polityki pieniężnej przy uwzględnieniu sprawnego funkcjonowania rynku krótkoterminowych depozytów międzybankowych.

### **Kredyt wekslowy**

NBP może oferować kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorcom.

### **Swapy walutowe**

NBP może przeprowadzać swapy walutowe. Swap walutowy polega na tym, że NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaje (lub odkupuje) je w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

### **Interwencje walutowe**

NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

## Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2023 r.

### Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2022 r. dynamika aktywności gospodarczej w poszczególnych gospodarkach była zróżnicowana, przy czym w wielu z nich stopniowo spowalniała. Negatywnie na koniunkturę oddziaływał wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz komponentów produkcji, a także utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu międzynarodowego. Silnym wstrząsem zewnętrznym była zbrojna agresja Rosji na Ukrainę, która przyczyniła się do nasilenia powyższych szoków oraz do pogorszenia nastrojów i wzrostu niepewności w gospodarce światowej. Powyższe czynniki przyczyniły się do spadku realnego PKB w Stanach Zjednoczonych w I połowie 2022 r. Z kolei w strefie euro dynamika PKB była relatywnie wysoka, choć perspektywy wzrostu aktywności gospodarczej wyraźnie się pogorszyły. Jednocześnie, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i strefie euro sytuacja na rynku pracy pozostawała korzystna, co wraz z dobrą sytuacją finansową gospodarstw domowych wspierało wzrost konsumpcji prywatnej, pomimo utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. W części gospodarek wschodzących nastąpiło wyraźne osłabienie aktywności. W Chinach wynikało ono w znacznej mierze ze wzrostu zakażeń COVID-19 i towarzyszącej temu restrykcyjnej polityki sanitarnej, a w Rosji i Ukrainie z załamania koniunktury w wyniku wojny.

W I połowie 2022 r. inflacja na świecie wyraźnie wzrosła, osiągając w wielu krajach najwyższe poziomy od dekad, co dotyczyło zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących. Głównym źródłem globalnego wzrostu inflacji był silny wzrost cen surowców energetycznych i rolnych oraz zaburzenia w światowych łańcuchach podaży i transporcie międzynarodowym powodujące wzrost cen materiałów i komponentów produkcji. Powyższe szoki były nasilone przez efekty zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę. Jednocześnie ze względu na wcześniejsze wzrosty cen energii oraz w wyniku odbudowy popytu na świecie po kryzysie pandemicznym, wspieranej przez zakumulowane oszczędności gospodarstw domowych i dobrą sytuację na rynku pracy, w wielu gospodarkach wyraźnie wzrosła inflacja bazowa. W części gospodarek wprowadzono działania fiskalne łagodzące spadek siły nabywczej gospodarstw domowych, który nastąpił zwłaszcza na skutek silnego wzrostu cen energii i żywności.

W warunkach wyraźnego wzrostu inflacji na świecie, w I połowie 2022 r. banki centralne zacieśniały politykę pieniężną. Większość banków centralnych gospodarek rozwiniętych i wschodzących podniosła stopy procentowe oraz zakończyła zakupy netto aktywów. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych od marca 2022 r. podnosiła stopy procentowe (łącznie na koniec sierpnia o 2,25 punktu procentowego do 2,25-2,50%). Z kolei Europejski Bank Centralny w lipcu 2022 r. dokonał pierwszej od 2011 r. podwyżki stóp procentowych, w tym podniósł stopę

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2023 r.

---

depozytową o 0,50 punktu procentowego, do poziomu 0,00%. Banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej oraz w wielu pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących wyraźnie zacieśniały politykę pieniężną, silnie podnosząc stopy procentowe.

Dostępne prognozy wskazują na ryzyko pogorszenia się globalnej koniunktury w II połowie 2022 r. oraz na możliwość wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB na świecie w 2023 r., które będzie oddziaływać w kierunku spadku cen surowców. W efekcie, obecnie oczekuje się, że po silnym wzroście inflacji w 2022 r., w 2023 r. – wraz z wygasaniem czynników obecnie ją podwyższających i osłabieniem aktywności gospodarczej – inflacja powinna zacząć się obniżać, choć w wielu gospodarkach wciąż będzie kształtować się powyżej celów inflacyjnych banków centralnych.

#### **Uwarunkowania krajowe**

Koniunktura gospodarcza w Polsce na początku 2022 r. była korzystna. Wysokiej aktywności gospodarczej sprzyjał wzrost konsumpcji, która była wspierana przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie i wzrost wynagrodzeń, oraz popyt kreowany przez napływ uchodźców z Ukrainy. Silny popyt krajowy oraz relatywnie wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych sprzyjały także wyższym inwestycjom, choć były one ograniczane przez rosnące koszty i problemy podażowe. Istotny wkład do wzrostu PKB w I kw. miał przyrost zapasów. Z kolei wkład eksportu netto do wzrostu PKB był ujemny, do czego przyczyniało się osłabienie wzrostu eksportu w efekcie trwających zakłóceń w łańcuchach dostaw, przy nadal relatywnie wysokiej dynamice importu.

Pomimo utrzymywania się korzystnej koniunktury, trwająca od końca lutego 2022 r. zbrojna agresja Rosji na Ukrainę, wraz z towarzyszącym jej wzrostem inflacji, spowodowała pogorszenie nastrojów konsumentów, a także ocen koniunktury formułowanych przez przedsiębiorców. Osłabienie wskaźników koniunktury związane było w dużej mierze z dalszym wzrostem cen surowców i materiałów oraz z problemami z ich dostępnością, a także ze wzrostem niepewności dotyczącej dalszego kształtowania się popytu. W efekcie, w II kw. 2022 r. dynamika PKB obniżyła się względem I kw.

W I połowie 2022 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – w dalszym ciągu rosła. Wzrost inflacji wynikał głównie z silnego wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, który istotnie nasilił się po rozpoczęciu zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę. W kierunku wyższej inflacji od początku 2022 r. oddziaływały również wyższe taryfy na energię elektryczną, gaz ziemny i energię cieplną będące następstwem wzrostu cen surowców energetycznych i uprawnień do emisji dwutlenku węgla w 2021 r. Wskutek wzrostu cen energii i nawozów oraz rozpoczęcia zbrojnej agresji Rosji na Ukrainę również ceny surowców rolnych ukształtowały się na bardzo wysokich poziomach, co znalazło odzwierciedlenie w szybszym wzroście cen żywności. W kierunku wyższej inflacji oddziaływały ponadto utrzymujące się zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw oraz wysokie ceny transportu międzynarodowego. Czynniki te przyczyniły się do wzrostu kosztów

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2023 r.

---

funkcjonowania przedsiębiorstw. Jednocześnie korzystna na początku 2022 r. koniunktura ułatwiała przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumpcyjne. W efekcie nastąpił dalszy wzrost inflacji bazowej. Dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych ograniczała Tarcza Antyinflacyjna obejmująca m.in. zniesienie akcyzy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych oraz obniżenie akcyzy na paliwa silnikowe, jak również czasowe obniżenie stawek VAT na wybrane towary, w tym gaz ziemny, energię elektryczną, energię ciepłą i paliwa do prywatnych środków transportu oraz podstawową żywność.

W tych uwarunkowaniach Rada kontynuowała podwyżki stóp procentowych NBP rozpoczęte w 2021 r. Od stycznia do lipca 2022 r. Rada podniosła stopę referencyjną NBP łącznie o 4,75 punktu procentowego, tj. do 6,50%. W lutym podjęto także decyzję dotyczącą podwyższenia podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej do poziomu sprzed pandemii, tj. do 3,50%.

Aktualne prognozy wskazują, że w II połowie 2022 r. oraz w 2023 r. – po okresie silnej odbudowy aktywności gospodarczej w poprzednich kwartałach – dynamika PKB wyraźnie się obniży. Koniunktura krajowa będzie kształtować się pod wpływem negatywnego szoku podażowego związanego ze wzrostem cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych oraz z utrzymującymi się zaburzeniami w globalnych łańcuchach dostaw. Prognozowane osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro i innych dużych gospodarkach również będzie niekorzystnie oddziaływać na wzrost gospodarczy w Polsce. Skalę obniżenia dynamiki krajowego PKB będą natomiast łagodzić zmiany polityki fiskalnej. Jednocześnie można oczekiwać, że w II połowie 2023 r. nastąpi pewne przyspieszenie tempa wzrostu PKB, wspierane inwestycjami publicznymi oraz poprawą koniunktury za granicą, choć wzrost PKB pozostanie umiarkowany.

Aktualne prognozy wskazują, że wskutek utrzymywania się oddziaływania czynników dotychczas podwyższających dynamikę cen, w II połowie 2022 r. inflacja pozostanie wysoka. Natomiast w 2023 r. – wraz z wygaszaniem ich wpływu na dynamikę cen oraz w warunkach wolniejszego wzrostu krajowego popytu i oczekiwanego ograniczenia presji kosztowej na rynku pracy, a także wskutek podwyżek stóp procentowych NBP – prognozowane jest obniżenie się inflacji. Przy czym ze względu na skalę i trwałość wcześniejszych szoków makroekonomicznych, w tym w szczególności szoków surowcowych, nasilonych na skutek wojny w Ukrainie, oczekiwane obniżanie się inflacji będzie następowało stopniowo.

#### **Czynniki niepewności**

Zarysowany scenariusz makroekonomiczny obarczony jest wysoką niepewnością. Głównym czynnikiem niepewności dla koniunktury oraz procesów cenowych na świecie, w tym w Polsce, w 2023 r. jest przyszła sytuacja geopolityczna, a także skala i trwałość zaburzeń w funkcjonowaniu światowej i europejskiej gospodarki wywołanych zbrojną agresją Rosji na Ukrainę. W tym kontekście kluczowa jest w szczególności sytuacja na europejskim rynku energetycznym. Ze względu na dotychczas istotny udział Rosji w europejskim imporcie surowców

---

### Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2023 r.

---

energetycznych, zmiany wielkości tego importu, a także możliwości jego substytucji mogą mieć szczególne znaczenie dla przyszłego kształtowania się cen tych surowców.

Niepewnością obarczona jest także skala i trwałość oczekiwanego pogorszenia globalnej koniunktury, a następnie tempo poprawy uwarunkowań makroekonomicznych. Wysoka niepewność dotyczy również skali produkcji i możliwości eksportu surowców rolnych z terytorium Ukrainy, a także innych czynników, w tym warunków agrometeorologicznych, które mogą wpływać na ceny żywności na rynkach międzynarodowych oraz w Polsce.

Czynnikiem ryzyka jest również trwałość utrzymywania się zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw, na co wpływ może mieć – oprócz wojny w Ukrainie – dalszy rozwój epidemii COVID-19 w Chinach i polityka epidemiczna prowadzona przez chińskie władze. Przyszły przebieg pandemii pozostaje źródłem ryzyka także w innych krajach.

Niepewność dla kształtowania się krajowej koniunktury, a przede wszystkim dla inflacji w 2023 r. dotyczy ponadto zakresu działań po stronie polityki fiskalnej w reakcji na szoki makroekonomiczne, w tym okresu obowiązywania rozwiązań w ramach Tarczy Antyinflacyjnej.