Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lipca 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. W strefie euro dynamika aktywności w ostatnich kwartałach była ograniczona. Zaznaczano, że w kolejnych kwartałach oczekiwane jest ożywienie wzrostu w tej gospodarce, jednak jego skala raczej będzie umiarkowana, a w Niemczech w całym 2023 r. ma – według prognoz – nastąpić spadek PKB. W Stanach Zjednoczonych bieżąca koniunktura pozostaje lepsza niż w strefie euro, jednak prognozy wskazują na jej możliwe osłabienie.

Członkowie Rady podkreślali, że inflacja na świecie obniża się, ale wciąż jest podwyższona. Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w maju spadła do 4,0%, a inflacja HICP w strefie euro w czerwcu do 5,5%. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja również się obniżyła. Zwracano uwagę, że w ostatnich miesiącach w wielu gospodarkach zaczęła też spadać inflacja bazowa, choć pozostaje ona podwyższona.

Prognozy sygnalizują dalszy spadek inflacji na świecie w kolejnych kwartałach. Ma on wynikać zarówno z wygasania efektów wcześniejszych szoków podażowych, jak i z wyraźnego globalnego zacieśnienia polityki pieniężnej i związanego z nim osłabienia dynamiki aktywności gospodarczej. Na kontynuację procesu dezinflacji wskazuje wyraźny spadek presji kosztowej i cenowej, w tym silne obniżenie się inflacji PPI.

Na posiedzeniu Rady zwracano uwagę, że banki centralne w Stanach Zjednoczonych i strefie euro prognozują, że obniżanie się dynamiki cen będzie stopniowe. W efekcie, inflacja w tych gospodarkach w 2025 r. może wciąż nieznacznie przekraczać cele inflacyjne. Podkreślano, że dalsze tempo obniżania się inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki będzie determinowane w szczególności przez sytuację na rynkach pracy oraz politykę cenową przedsiębiorstw. Wskazywano w tym kontekście na istotną rolę wzrostu marż i zysków przedsiębiorstw w kształtowaniu się cen w ostatnich kwartałach.

W warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, również w Polsce nastąpiło spowolnienie dynamiki aktywności. Członkowie Rady zwracali uwagę, że maj 2023 r. był trzecim miesiącem z rzędu, w którym sprzedaż detaliczna silnie spadła w ujęciu rocznym. W związku z tym wskazywano, że w II kw. br. prawdopodobnie pogłębił się spadek konsumpcji gospodarstw domowych. Również produkcja przemysłowa i budowlano-

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

montażowa w maju 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Jednocześnie zwracano uwagę, że sytuacja na rynku pracy nie zmienia się istotnie. Zaznaczano, że następuje dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze usług, przy spadku zatrudnienia w przemyśle. Towarzyszyła temu stabilna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z projekcją lipcową NBP dynamika PKB w 2023 r. będzie niska. Podkreślano, że dynamika konsumpcji może być ujemna przez cały 2023 r., co wspierać będzie proces dezinflacji. Choć według lipcowej projekcji w kolejnych kwartałach – w warunkach wzrostu realnych wynagrodzeń oraz wygasania negatywnych szoków podażowych – ma nastąpić pewne ożywienie aktywności, to w horyzoncie projekcji dynamika PKB pozostanie umiarkowana, a luka popytowa ma być ujemna.

Na posiedzeniu podkreślano, że inflacja – zgodnie z wcześniejszymi przewidywaniami – wyraźnie się obniża. Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI w czerwcu 2023 r. spadła do 11,5% r/r. Zaznaczano, że w ostatnich czterech miesiącach inflacja obniżyła się o około 7 punktów procentowych, a czerwiec był drugim miesiącem z rzędu, w którym ogólny poziom cen konsumpcyjnych nie zmienił się względem poprzedniego miesiąca. Zwracano uwagę na ponowny spadek cen energii oraz obniżenie się cen żywności wobec poprzedniego miesiąca.

Większość członków Rady argumentowała, że wciąż wysoki roczny wskaźnik inflacji nie świadczy zatem o bieżącym wzroście ogólnego poziomu cen, lecz wynika z historii zmian cen w poprzednich okresach. Wskazywano, że na podstawie dostępnych danych można szacować, iż w czerwcu obniżyła się dynamika cen wszystkich głównych grup koszyka towarów i usług konsumpcyjnych, w tym prawdopodobnie wyraźnie spadła inflacja bazowa. Członkowie Rady zaznaczali też, że inflacja PPI szybko spadała w ostatnich kwartałach, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu w sektorze przetwórstwa przemysłowego w maju br. była już ujemna.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że procesy cenotwórcze w Polsce – podobnie jak w innych krajach – przebiegają obecnie inaczej niż w okresie niskiej inflacji. Zdaniem tych członków Rady obniżenie się rocznego wskaźnika CPI odzwierciedla przede wszystkim efekty bazy oraz spadek cen surowców, natomiast oczekiwania inflacyjne – mimo spadku – są w dalszym ciągu wysokie, a inflacja w Polsce i na świecie pozostaje uporczywa. Członkowie ci podkreślali także poprawę oczekiwanej sytuacji na rynku

pracy w kilku ostatnich projekcjach NBP, co może oddziaływać w kierunku wyższej inflacji.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce większość członków Rady wskazywała jednak, że zgodnie z lipcową projekcją inflacja w kolejnych kwartałach będzie nadal się obniżać i w II połowie 2025 r. osiągnie poziom zgodny z celem inflacyjnym NBP. Sprzyjać temu będzie wygasanie efektów wcześniejszych szoków na rynkach surowców i zaburzeń w globalnych łańcuchach podaży, dokonane silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP oraz spowolnienie dynamiki zagregowanego popytu. W opinii tych członków Rady do spadku inflacji CPI będzie się również przyczyniać obserwowany obecnie silny spadek inflacji PPI, spadek wartości kredytów dla sektora niefinansowego oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw. Oceniano, że procesowi dezinflacji sprzyja także obserwowane w ostatnich miesiącach wyraźne umocnienie kursu złotego.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji w Polsce może być relatywnie wysoka dynamika wynagrodzeń. Większość członków Rady oceniała jednak, że osłabienie koniunktury będzie ograniczać możliwość dalszego podnoszenia cen przez przedsiębiorstwa, a ewentualny wzrost kosztów, w tym kosztów pracy, firmy będą w stanie absorbować przez ograniczanie marż, które w poprzednich kwartałach były wysokie.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki wraz z niższymi cenami surowców będzie nadal wpływać ograniczająco na globalną inflację, co będzie w dalszym ciągu oddziaływać również w kierunku niższej dynamiki cen w Polsce. Do spadku krajowej inflacji będzie się przyczyniać osłabienie dynamiki krajowego PKB, w tym utrzymujący się spadek konsumpcji, następujące w warunkach istotnego obniżenia dynamiki kredytu. Większość członków Rady oceniła, że silne zacieśnienie polityki pieniężnej NBP prowadzi 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 wyraźny spadek inflacji i oczekiwane jej dalsze stopniowe obniżanie się, jak również osłabienie krajowej koniunktury, w tym utrwalający się spadek popytu konsumpcyjnego, obniżanie się oczekiwań inflacyjnych, niską dynamikę agregatów monetarnych i kredytu, a także obniżanie się presji inflacyjnej za granicą w połączeniu z ryzykami dla światowej koniunktury, oraz uwzględniając silne wcześniejsze zacieśnienie monetarne, uzasadnione jest zakończenie cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że wyraźny spadek inflacji oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne przy niezmienionym poziomie stóp procentowych oddziałują w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej. W tych uwarunkowaniach, a także biorąc pod uwagę perspektywy dalszego spadku inflacji oraz niską dynamikę aktywności gospodarczej, w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być rozważenie obniżenia stóp procentowych NBP.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

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: 30 sierpnia 2023 r.