



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

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona i utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności. W strefie euro roczna dynamika PKB w II kw. br. spowolniła znacznie poniżej wieloletniej średniej, a w Niemczech PKB spadł w ujęciu rok do roku. Podkreślano, że dane napływające w III kw. sygnalizują dalsze pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Ponadto zaznaczano, że w Chinach odbudowa aktywności po odejściu od tzw. polityki „zero-Covid” przebiega znacznie wolniej niż oczekiwano. Z kolei w Stanach Zjednoczonych bieżąca koniunktura pozostaje lepsza niż w strefie euro.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że słaba koniunktura gospodarcza na świecie wraz z ustępowaniem szoków podaźowych oddziałuje dezinflacyjnie. W strefie euro inflacja w sierpniu – zgodnie z szybkim szacunkiem Eurostatu – wyniosła 5,3%. W Stanach Zjednoczonych inflacja była w lipcu wyraźnie niższa niż w strefie euro, choć cały czas przekraczała cel inflacyjny. Wyraźnie spada inflacja w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wskazywano, że inflacja bazowa na świecie także się obniża, choć wolniej, przy czym spada dynamika cen towarów przy wciąż podwyższonej dynamice cen usług. Silne tendencje dezinflacyjne są widoczne we wskaźnikach cen producenta, w tym w gospodarkach ważnych dla światowego przemysłu. Podkreślano, że w Niemczech ceny produkcji spadły w lipcu br. o około 6% r/r, a w Chinach roczna dynamika PPI jest ujemna od dziesięciu miesięcy.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że część głównych banków centralnych, w tym EBC i Fed, sygnalizuje, że będzie utrzymywać stopy procentowe na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas, gdyż presja na wzrost cen w tych gospodarkach pozostaje podwyższona. Część członków Rady wskazywała natomiast, że banki te zaczęły podwyższać stopy procentowe później niż wiele innych banków centralnych.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce nastąpiło obniżenie dynamiki aktywności. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2023 r. wyniosła -0,6%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że odczyt ten był wyraźnie niższy niż prognozowany w projekcji lipcowej. Podkreślano, że w dalszym ciągu obniżał się popyt konsumpcyjny, co sprzyja dezinflacji. Jednocześnie nadal rosły inwestycje. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że silny napływ uchodźców do Polski bezpośrednio



po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie oddziaływał w 2022 r. w kierunku wzrostu konsumpcji w Polsce, co – ze względu na efekt bazy statystycznej – obecnie ogranicza roczną dynamikę tej kategorii. Jednocześnie pojawiła się opinia, że obecne spowolnienie w polskiej gospodarce ma w dużej mierze charakter strukturalny, związany z transformacją energetyczną i konsekwencjami pandemii COVID-19.

Napływające dane wskazują, iż w III kw. 2023 r. koniunktura gospodarcza pozostała osłabiona. Sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w lipcu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym. Również wskaźnik PMI w przemyśle sygnalizuje osłabioną koniunkturę. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali, że roczna dynamika PKB w III kw. 2023 r. będzie prawdopodobnie także wyraźnie niższa od przewidywań z lipcowej projekcji. Jednocześnie oceniano, że w kolejnych kwartałach dynamika aktywności gospodarczej w Polsce będzie stopniowo przyspieszać, czemu powinno sprzyjać wygasanie wcześniejszych szoków podaźowych i obniżająca się inflacja.

Na posiedzeniu wskazywano, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, w tym bezrobocie utrzymuje się na niskim poziomie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to wyhamowuje roczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i stopniowo obniża się dynamika wynagrodzeń nominalnych.

Większość członków Rady wskazywała, że na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. W lipcu 2023 r. roczne dynamiki zadłużenia kredytowego w gospodarce, a także gotówki w obiegu i agregatu monetarnego M1 były ujemne. Jednocześnie relacja kredytów do PKB pozostaje najniższa od kilkunastu lat. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na istotną ich zdaniem wielkość nowo udzielanych kredytów oraz na wzrost liczby wniosków o kredyty mieszkaniowe w ostatnim czasie, któremu sprzyjało uruchomienie tzw. programu „Bezpieczny Kredyt”. Większość członków Rady wyrażała jednak opinię, że oczekiwana skala wpływu tego programu na procesy makroekonomiczne będzie ograniczona.

Członkowie Rady wskazywali, że roczny wskaźnik inflacji CPI w sierpniu 2023 r. ponownie wyraźnie się obniżył i – według szybkiego szacunku GUS – wyniósł 10,1%. Podkreślano, że w ciągu pół roku roczny wskaźnik inflacji spadł o ponad 8 punktów procentowych. Zwracano także uwagę, że łącznie w ostatnich miesiącach ogólny poziom cen obniżył się. Do spadku inflacji w sierpniu w ujęciu rok do roku przyczynił się głównie spadek rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Wskazywano, że na podstawie dostępnych danych można szacować, iż w sierpniu także inflacja bazowa



ponownie spadła. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że poziom inflacji bazowej jest nadal wysoki, mimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej.

Podczas dyskusji zaznaczano, że w lipcu ceny produkcji sprzedanej przemysłu spadły w ujęciu rocznym, a od czerwca 2022 r. roczna dynamika PPI obniżyła się o ponad 27 punktów procentowych. Jednocześnie wskazywano, że przedsiębiorstwa raportują coraz większe trudności z podnoszeniem cen oraz rewidują w dół swoje oczekiwania dotyczące inflacji CPI w perspektywie roku. Wskazywano, że spada również wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Obniżają się także wszystkie miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Większość członków Rady oceniła, że wyraźny spadek inflacji i obniżenie oczekiwań inflacyjnych oddziałują w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej. Podkreślano, że znalazło to odzwierciedlenie we wzroście realnych stóp procentowych. W tym kontekście zwracano uwagę, że stopa referencyjna NBP jest wyższa od oczekiwań inflacyjnych analityków rynkowych w horyzoncie roku, które w ostatnim czasie istotnie spadły. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że stopa referencyjna NBP pozostaje niższa od skwantyfikowanych oczekiwań inflacyjnych konsumentów w horyzoncie roku.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że proces dezinflacji się utrwała i inflacja będzie się dalej obniżać. Na podstawie napływających informacji i prognoz oceniano, że roczna dynamika cen we wrześniu br. ponownie spadnie i osiągnie poziom niższy od 10%. Oceniano, że w najbliższych kwartałach inflacja będzie się dalej obniżać. Wskazywano, że biorąc pod uwagę informacje o niższej presji popytowej w gospodarce oraz czynnikach regulacyjnych, przyszła dynamika cen będzie prawdopodobnie niższa od przewidywań z lipcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że przewidywania co do dalszego kształtowania się inflacji uzależnione są od przyszłej skali i zakresu działań osłonowych podejmowanych w związku z wcześniejszym wzrostem cen surowców na rynkach światowych.

Większość członków Rady oceniła, że osłabienie krajowej koniunktury – w szczególności niższa od wcześniejszych oczekiwań presja popytowa – i niska dynamika agregatów monetarnych i kredytowych oraz obniżanie się oczekiwań inflacyjnych i presji kosztowej, a także spadek presji inflacyjnej za granicą w połączeniu ze słabą koniunkturą w otoczeniu polskiej gospodarki, będą sprzyjały szybszemu powrotowi inflacji w Polsce do celu inflacyjnego NBP. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę – Rada dokonała



dostosowania stóp procentowych NBP. W opinii większości członków Rady po takim dostosowaniu poziom stóp procentowych będzie nadal sprzyjał powrotowi inflacji do celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. 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.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą tempa dalszego spadku inflacji, a jednocześnie wobec perspektyw ożywienia gospodarczego, dotychczasowy poziom stóp procentowych jest właściwy, choć zaznaczali, że w przyszłości obniżka stóp procentowych może być zasadna.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych 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 obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,75 punktu procentowego, tj. do poziomu 6,00%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 6,50%; stopa depozytowa 5,50%; stopa redyskontowa weksli 6,05%; stopa dyskontowa weksli 6,10%.

Członkowie Rady wskazywali, że dalsze decyzje Rady będą zależne od napływających informacji dotyczących perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej.

Data publikacji: 6 października 2023 r.