



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 października 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że w otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona i utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej. Napływające dane świadczą o prawdopodobnym dalszym obniżeniu się dynamiki PKB strefy euro w III kw. 2023 r., w tym o pogłębieniu się spadku aktywności w Niemczech. W związku z tym pogorszyły się również prognozy wzrostu w strefie euro, które sygnalizują, że ożywienie koniunktury w 2024 r. będzie słabsze niż wcześniej oczekiwano. Zwracano uwagę, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki jest m.in. wpływ zacieśnienia polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego na gospodarkę strefy euro. Jednocześnie podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra.

Członkowie Rady wskazywali, że na świecie postępuje proces dezinflacji. Zwracano uwagę, że w strefie euro we wrześniu – zgodnie z szybkim szacunkiem Eurostatu – inflacja spadła do 4,3%, do czego przyczynił się istotny spadek inflacji bazowej. W Europie Środkowo-Wschodniej dynamika cen również się obniża, choć pozostaje wyższa niż w strefie euro. W Stanach Zjednoczonych stopniowo obniża się inflacja bazowa. Członkowie Rady zwracali uwagę, że w części dużych gospodarek dynamika cen producenta jest ujemna, co świadczy o niskiej presji kosztowej. Podkreślano, że Europejski Bank Centralny oraz Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych oczekują kontynuacji dezinflacji, ale spodziewają się powrotu inflacji do celów inflacyjnych nie wcześniej niż w II połowie 2025 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że banki te sygnalizują utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas.

W warunkach osłabionej koniunktury na świecie, również w Polsce dynamika aktywności pozostawała obniżona. Członkowie Rady wskazywali, że sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa w sierpniu 2023 r. obniżyły się w ujęciu rocznym, choć skala spadku była nieco mniejsza niż w poprzednim miesiącu. Zwracano również uwagę, że wskaźnik PMI pozostaje na niskim poziomie sygnalizując dalszy spadek aktywności w przemyśle. Jednocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła.

Biorąc pod uwagę napływające dane miesięczne, członkowie Rady argumentowali, że w III kw. 2023 r. roczna dynamika PKB prawdopodobnie nieco wzrosła, choć pozostała niska. Prawdopodobnie ponownie obniżyła się konsumpcja w ujęciu rocznym, podobnie



jak eksport i import. Dynamika aktywności w III kw. była również najprawdopodobniej niższa niż przewidywano w projekcji lipcowej oraz wyraźnie niższa od potencjalnego tempa wzrostu. W efekcie napływające dane wskazywały na pogłębienie ujemnej luki popytowej i utrzymywanie się niskiej presji popytowej w polskiej gospodarce.

Oceniano, że choć dynamika aktywności pozostaje niska, to w kolejnych kwartałach będzie ona rosła. Niektórzy członkowie Rady wyrażali w tym kontekście opinię, że dane o sprzedaży detalicznej mogą świadczyć o ożywieniu konsumpcji.

Na posiedzeniu wskazywano, że mimo spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej utrzymuje się dobra sytuacja na rynku pracy, w tym niskie bezrobocie. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to w sierpniu 2023 r. roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała do zera, a w ujęciu miesięcznym liczba etatów obniżyła się. W efekcie łączne zatrudnienie w tym sektorze było niższe niż na początku 2023 r. Zwracano także uwagę, że pogarszają się formułowane przez firmy oceny przyszłego zatrudnienia we wskaźniku PMI oraz że wzrosły obawy gospodarstw domowych przed bezrobociem. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wysoką – ich zdaniem – dynamikę wynagrodzeń w części branż.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. W sierpniu 2023 r. zarówno roczna, jak i miesięczna dynamika zadłużenia kredytowego w gospodarce pozostały ujemne, w tym spadła wartość kredytów mieszkaniowych. W efekcie relacja kredytów do PKB pozostaje najniższa od kilkunastu lat, co – w ocenie większości członków Rady – świadczy o tym, że akcja kredytowa nie jest obecnie czynnikiem proinflacyjnym.

Na posiedzeniu wskazywano, że we wrześniu 2023 r. roczny wskaźnik inflacji CPI ponownie wyraźnie się obniżył i – według szybkiego szacunku GUS – wyniósł 8,2%. Członkowie Rady zwracali uwagę, że odczyt ten okazał się niższy niż oczekiwania rynkowe. Podkreślano, że w ciągu siedmiu miesięcy roczny wskaźnik inflacji spadł o ponad 10 punktów procentowych, a w ciągu pięciu ostatnich miesięcy ogólny poziom cen nieco się obniżył. We wrześniu obniżyła się dynamika cen wszystkich głównych kategorii koszyka inflacyjnego.

Członkowie Rady wskazywali, że na podstawie dostępnych danych można szacować, iż we wrześniu 2023 r. – oprócz niższej dynamiki cen żywności i energii – także inflacja bazowa ponownie spadła, przy czym spadek ten był wyraźny. Zwracano również uwagę, że roczny wskaźnik inflacji PPI w sierpniu znów był ujemny. Oceniano zatem, że spadek



inflacji wynika zarówno z niższej presji popytowej, jak i kosztowej. Członkowie Rady podkreślali, że spadkowi inflacji towarzyszy spadek oczekiwań inflacyjnych, a zgodnie z danymi ankietowymi, przedsiębiorstwa ponownie obniżyły deklarowane tempo dalszych wzrostów cen sprzedawanych produktów. Większość członków Rady oceniła, że wyraźny spadek inflacji i obniżenie oczekiwań inflacyjnych oddziałują w kierunku wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że inflacja będzie się dalej obniżać. Na podstawie napływających informacji i prognoz oceniano, że w najbliższych kwartałach inflacja bazowa może być niższa niż wskazywała projekcja lipcowa. Podkreślano przy tym, że prognozy inflacji obarczone są dużą niepewnością związaną m.in. z kształtowaniem się cen surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, a także wysokością stawek VAT na towary żywnościowe oraz poziomem cen regulowanych, w tym cen energii. W tym kontekście wskazywano, że ewentualny wzrost cen ropy naftowej lub podatków oddziaływałyby z jednej strony w kierunku wzrostu inflacji, ale z drugiej strony miałyby negatywny wpływ na realne dochody i wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ryzykiem dla dalszego przebiegu dezinflacji może być tempo ożywienia koniunktury.

Większość członków Rady oceniła, że napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, a także ograniczenie presji inflacyjnej w warunkach osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania – a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę – Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP, co jest spójne z realizacją 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 oczekiwanego ożywienia gospodarczego i tempa dalszego spadku inflacji, na bieżącym posiedzeniu właściwe byłoby utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.



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 0,25 punktu procentowego, tj. do poziomu 5,75%. Jednocześnie Rada ustaliła następujący poziom pozostałych stóp procentowych NBP: stopa lombardowa 6,25%; stopa depozytowa 5,25%; stopa redyskontowa weksli 5,80%; stopa dyskontowa weksli 5,85%.

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

Data publikacji: 10 listopada 2023 r.