



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 marca 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro koniunktura pozostaje osłabiona, choć część wskaźników sygnalizuje, że w najbliższych kwartałach może nastąpić powolne ożywienie aktywności. Jednocześnie napływające dane sugerują, że w Niemczech PKB w I kw. br. może się ponownie obniżyć, a według prognoz w całym 2024 r. wzrośnie jedynie nieznacznie. Oceniano, że osłabiona koniunktura gospodarcza w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, będzie nadal niekorzystnie wpływała na dynamikę polskiego eksportu.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że po wcześniejszym silnym spadku roczna dynamika cen w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro kształtuje się powyżej celów inflacyjnych banków centralnych tych gospodarek. Jednocześnie inflacja bazowa w tych gospodarkach pozostaje wyższa od inflacji ogółem, choć także powoli się obniża. Zaznaczano, że spadek inflacji bazowej w otoczeniu polskiej gospodarki jest spowalniany przez utrzymywanie się podwyższonej dynamiki cen usług wobec relatywnie silnego wzrostu nominalnych wynagrodzeń. W tych warunkach banki centralne gospodarek rozwiniętych utrzymują stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że następuje ożywienie koniunktury, choć wzrost PKB pozostaje relatywnie niski. Zgodnie z wstępnym szacunkiem GUS, roczna dynamika PKB w IV kw. 2023 r. wzrosła do 1%. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto oraz inwestycji. Jednocześnie obniżyła się dynamika konsumpcji. Napływające dane dotyczące koniunktury na początku 2024 r. wskazują, że w styczniu wzrosła zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa. Zdaniem członków Rady dane te sygnalizują przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej, w tym także ożywienie konsumpcji. Zwracano przy tym uwagę, że roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej w styczniu br. była ujemna.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że – zgodnie z przewidywaniami – w styczniu br. wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył, do czego w znacznej mierze przyczyniło się podwyższenie płacy minimalnej. Podkreślano, że istotny spadek inflacji i wyższa dynamika płac nominalnych przełożyły się na wyraźny



wzrost wynagrodzeń realnych. Z kolei roczna dynamika zatrudnienia w tym sektorze była nadal ujemna. Jednocześnie stopa bezrobocia rejestrowanego pozostała blisko historycznych minimów.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie zaznaczano, że w poprzednich miesiącach widoczne były sygnały ożywienia akcji kredytowej, zwłaszcza dla gospodarstw domowych, w tym przede wszystkim kredytów hipotecznych, do czego przyczyniał się tzw. program „Bezpieczny Kredyt”. W kontekście kredytów hipotecznych część członków Rady wskazywała na niepewność związaną z ewentualnym ponownym wprowadzeniem tzw. wakacji kredytowych.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej, członkowie Rady wskazywali, że według marcowej projekcji w 2024 r. wzrost PKB przyspieszy i przekroczy 3% (wobec wzrostu o 0,2% w 2023 r.). Podkreślano, że zgodnie z projekcją, po wyraźnym spadku w ubiegłym roku, popyt krajowy ma w bieżącym roku istotnie wzrosnąć. Wyniki projekcji wskazują w szczególności na zdecydowane ożywienie konsumpcji, wspierane przez wysoki wzrost płac, w tym znaczne podwyżki wynagrodzeń w sektorze publicznym i wzrost płacy minimalnej, a także przez wyższe świadczenia społeczne. Prognozowany jest także dalszy wzrost inwestycji.

Zwracano uwagę, że prognozy dotyczące PKB są obarczone niepewnością dotyczącą zarówno czynników zewnętrznych, w tym sytuacji geopolitycznej i koniunktury w Europie, jak i krajowej polityki fiskalnej oraz kształtowania się cen energii i żywności. Członkowie Rady zaznaczali również, że utrzymuje się niepewność dotycząca tego, w jakim stopniu wyższe dochody gospodarstw domowych będą się przekładać na wzrost wydatków konsumpcyjnych, a w jakim na przyrost oszczędności. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że według projekcji marcowej wzrost PKB w latach 2024-2025 może być nieco wyższy niż wskazywała projekcja listopadowa.

Na posiedzeniu wskazywano, że według wstępnych danych GUS w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się istotnie i była niższa od mediany prognoz analityków rynkowych. Zwracano uwagę, że w ciągu niespełna roku od swojego szczytu, inflacja CPI spadła o ponad 14 pkt proc. Szacowano, że również inflacja bazowa znacząco się obniżyła, choć pozostała wyższa od inflacji CPI ogółem i podobnie jak w wielu innych gospodarkach obniżała się ona wolniej. Jednocześnie w styczniu 2024 r. pogłębił się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, potwierdzając wygasanie większości



zewnątrznych szoków podaźowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że do spadku rocznego wskaźnika inflacji w styczniu br. przyczynił się statystyczny efekt wysokiej bazy z poprzedniego roku. Oceniali oni również, że inflacja bazowa – mimo obniżenia się – pozostaje wysoka.

Członkowie Rady oceniali, że w lutym br. inflacja prawdopodobnie ponownie się obniżyła i wróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP, który wynosi 2,5% +/- 1 pkt proc. Zaznaczano, że według dostępnych prognoz dynamika CPI prawdopodobnie spadnie również w marcu br.

Dyskutując o perspektywach inflacji, podkreślano, że według marcowej projekcji w kolejnych kwartałach dynamika cen może ponownie wzrosnąć. Utrzymuje się jednak wysoka niepewność dotycząca skali tego wzrostu, która wynika w szczególności z dalszego kształtu działań fiskalno-regulacyjnych wpływających na ceny żywności i energii w koszyku CPI. Wskazywano, że w scenariuszu braku podwyżki stawki podatku VAT na żywność i utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie do końca 2024 r., inflacja według marcowej projekcji w kolejnych kwartałach wzrośnie nieznacznie i będzie się kształtować w pobliżu górnej granicy odchyień od celu NBP. Natomiast w przypadku przywrócenia z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność oraz całościowego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja wzrosłaby wyraźnie, przekraczając cel inflacyjny. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ działań osłonowych w zakresie cen żywności i energii na średniookresowe perspektywy inflacji jest ograniczony.

Podczas dyskusji zwracano uwagę, że inflacja w ostatnim czasie spadła poniżej poziomu stopy referencyjnej NBP. Wyraźny spadek inflacji w warunkach utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych *ex post*, co powinno stanowić czynnik ograniczający inflację bazową w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady podkreślali, że istotne znaczenie dla polityki pieniężnej mają średniookresowe perspektywy inflacji, które również obarczone są niepewnością. Większość członków Rady zwracała uwagę, że według marcowej projekcji – przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – od II połowy



2025 r., a także w 2026 r., czyli w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, inflacja CPI powinna być spójna z celem NBP. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że średnioroczna inflacja bazowa – która zgodnie z projekcją ma się nadal stopniowo obniżać – pozostanie w horyzoncie prognozy wyższa od inflacji CPI ogółem. Zaznaczano również, że według marcowej projekcji w 2025 r. inflacja bazowa będzie wyższa niż prognozowano w listopadzie, co w istotnym stopniu wynika z większej niż oczekiwano w listopadzie skali podwyżek płac w sektorze publicznym w bieżącym roku. Zwracano przy tym uwagę, że w ostatnich kwartałach inflacja, w tym bazowa, spadała nieco szybciej niż wskazywały wcześniejsze prognozy.

Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla perspektyw inflacji bazowej, w tym cen usług, jest kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń. Zdaniem niektórych członków Rady podwyższona dynamika wynagrodzeń w horyzoncie projekcji może utrudniać trwały powrót inflacji CPI do celu. Jednocześnie w opinii niektórych członków Rady prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji pod koniec horyzontu projekcji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym jest zbyt niskie.

Oceniano, że presję popytową, a przez to inflację bazową w kolejnych latach, mogłaby zwiększyć dodatkowo realizacja zapowiedzi innych działań fiskalnych, w tym podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych, jak i ewentualne podniesienie kwoty wolnej od podatku, przy czym obecnie nie ma jasności, czy i w jakim stopniu propozycje te będą realizowane. Członkowie Rady zwracali uwagę również na inne czynniki ryzyka dla inflacji, w tym związane z sytuacją geopolityczną, która może być istotna dla cen surowców i funkcjonowania handlu międzynarodowego.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W efekcie oczekuje się, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP, przy czym inflacja bazowa utrzyma się powyżej inflacji CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wzrost



wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W tych warunkach Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec podwyższonej inflacji bazowej, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 5,75%; 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: 8 kwietnia 2024 r.