



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 kwietnia 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w gospodarce światowej widoczne są sygnały ożywienia koniunktury, choć w strefie euro – będącej głównym partnerem handlowym Polski – aktywność gospodarcza pozostaje osłabiona i wzrost PKB w I kw. 2024 r. był prawdopodobnie jedynie nieznacznie dodatni. W Niemczech w I kw. br. aktywność gospodarcza mogła się ponownie obniżyć, przy czym szczególnie słaba koniunktura występowała w tamtejszym sektorze przemysłowym. Podkreślano, że prognozy wzrostu dla Niemiec były w ostatnim czasie obniżane i obecnie sygnalizują wyraźniejsze ożywienie w niemieckiej gospodarce dopiero w 2025 r.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady zaznaczali, że pomimo silnego spadku w ostatnich kwartałach rocznej dynamiki cen w wielu krajach, w części z nich inflacja wciąż przekracza cele inflacyjne. Przy czym inflacja bazowa w szeregu gospodarek rozwiniętych, a także gospodarek regionu Europy Środkowo-Wschodniej pozostaje wyższa od inflacji ogółem. Członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek inflacji bazowej jest w wielu gospodarkach ograniczany przez nadal wysoką dynamikę cen usług, która obniża się powoli w związku z utrzymującym się podwyższonym wzrostem nominalnych wynagrodzeń.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że napływające dane wskazują na ożywienie koniunktury. Zwracano uwagę, że w styczniu i lutym 2024 r. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa wyraźnie wzrosły w ujęciu rocznym, po spadkach przez większość 2023 r. Jednocześnie na początku 2024 r. produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w ujęciu rocznym.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że w lutym br. nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw utrzymał się na wysokim poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że w warunkach dalszego spadku inflacji w lutym br. wzrost płac realnych w sektorze przedsiębiorstw ukształtował się na najwyższym od wielu lat poziomie. Zwracano jednak także uwagę, że nastąpił kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji wskazywano, że rośnie dynamika złotych kredytów dla gospodarstw domowych. Zdaniem członków Rady wciąż przyczyniał się do tego tzw.



program „Bezpieczny Kredyt”. Podkreślano przy tym, że roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje ujemna, głównie ze względu na spadek stanu kredytów bieżących.

Omawiając perspektywy koniunktury, członkowie Rady oceniali, że dynamika aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie rosła. Członkowie Rady wskazywali, że przyczyniać się do tego będą zwłaszcza korzystne uwarunkowania krajowego popytu wobec podwyższonej dynamiki wynagrodzeń, w tym w warunkach wzrostu płacy minimalnej oraz podwyżek w sektorze publicznym. Jednocześnie skala ożywienia gospodarczego jest obciążona niepewnością, a jednym z czynników ryzyka dla perspektyw aktywności gospodarczej jest dalsze kształtowanie się koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski.

Na posiedzeniu wskazywano, że w lutym i marcu 2024 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. W lutym inflacja CPI obniżyła się do 2,8%, a w marcu – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – do 1,9%, a zatem w ciągu trzynastu miesięcy od swojego szczytu inflacja spadła o ponad 16 pkt proc. Członkowie Rady zaznaczali, że w relatywnie krótkim czasie tempo wzrostu cen wyraźnie się obniżyło, a koszty społeczno-gospodarcze dezinflacji były niewielkie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w lutym 2024 r. roczna dynamika cen znacznej części towarów i usług ujętych w koszyku CPI nadal przekraczała 3,5%.

Członkowie Rady wskazywali, że spadkowi inflacji CPI towarzyszyło znaczne obniżenie się miar inflacji bazowej, co – zgodnie z dostępnymi szacunkami – miało miejsce prawdopodobnie również w marcu 2024 r. Zaznaczano jednak, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje podwyższona, a w szczególności jest wyższa od inflacji CPI ogółem. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż wysoką, mimo że stopniowo obniżającą się, roczną dynamikę cen usług. Jednocześnie – choć niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że miesięczna zmiana cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym 2024 r. była nieznacznie dodatnia – to utrzymywał się silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku spadku inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Część członków Rady wskazywała, że obserwowany spadek inflacji – przy utrzymywaniu stóp



procentowych na niezmienionym poziomie – oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych, co powinno ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami, w I połowie br. inflacja CPI będzie kształtować się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP wynoszącym $2,5\% \pm 1$ pkt proc., choć w najbliższych miesiącach prawdopodobnie wzrośnie. Do wzrostu inflacji w najbliższym czasie przyczyni się przywrócenie z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że kształtowanie się cen energii w kolejnych kwartałach jest obciążone wysoką niepewnością. W przypadku całkowitego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja wzrosłaby wyraźnie, przekraczając cel inflacyjny NBP. Z kolei w przypadku utrzymania cen energii na niezmienionym poziomie, w II połowie br. inflacja wzrosłaby znacznie słabiej, kształtując się w pobliżu górnej granicy odchyień od celu NBP.

Odnosząc się do perspektyw średniookresowych, wskazywano, że potencjalny wzrost wskaźnika inflacji w II połowie 2024 r. może wpłynąć także na oczekiwania inflacyjne. Zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu cen oddziaływać będzie obserwowane ożywienie koniunktury oraz oczekiwany wzrost presji popytowej, w szczególności związany z wysoką dynamiką płac, w tym w sektorze publicznym. Część członków Rady zaznaczała, że dalsze kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń jest głównym czynnikiem ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji, a utrzymanie się podwyższonej dynamiki wynagrodzeń może opóźnić trwały powrót inflacji CPI do celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że siła wpływu wyższych płac na ceny będzie uzależniona od wielu czynników, w tym od tempa ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, zmian rentowności przedsiębiorstw, a także skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że ewentualna realizacja zapowiedzi działań fiskalnych takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych również może prowadzić do wzrostu dynamiki popytu, a w efekcie wyższej inflacji, w tym inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że przestrzeń do zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej jest ograniczona – zwłaszcza wobec konieczności ponoszenia zwiększonych wydatków publicznych na cele wojskowe. Wskazywano także na utrzymujące się inne istotne źródła niepewności, obejmujące m.in. napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki.



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 w kierunku jej wzrostu będzie oddziaływać przywrócenie wyższej stawki podatku VAT na żywność. Towarzyszyć temu będzie stopniowe obniżanie się inflacji bazowej, choć pozostanie ona wyższa niż inflacja 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 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 niezmienionym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Pojawiła się opinia, że wobec podwyższonej inflacji bazowej, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia trwałego powrotu inflacji do celu w średnim okresie.

Odnosząc się do możliwych przyszłych decyzji, część członków Rady oceniała, że biorąc pod uwagę aktualne uwarunkowania makroekonomiczne, na kolejnych posiedzeniach uzasadnione może być utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Niektórzy członkowie Rady wyrażali z kolei opinię, że w przypadku materializacji w kolejnych kwartałach czynników ryzyka oddziałujących w kierunku wyższej inflacji w średnim okresie, nie można wykluczyć konieczności podwyższenia stóp procentowych w przyszłości.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym 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.



NARODOWY
BANK POLSKI

Data publikacji: 13 maja 2024 r.