



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 maja 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro PKB w I kw. br. wzrósł w ujęciu rocznym, po spadku w II połowie ub.r. Podkreślano jednak, że mimo pewnego ożywienia aktywność w tej gospodarce wciąż jest osłabiona, przy czym lepsza koniunktura panuje obecnie w tych krajach strefy euro, z którymi Polska jest słabiej związana gospodarczo. W Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – roczna dynamika PKB w I kw. 2024 r. pozostała ujemna, choć również tam pojawiają się sygnały poprawy koniunktury. Natomiast w Stanach Zjednoczonych roczna dynamika PKB w I kw. br. była nadal relatywnie wysoka, mimo że wzrost był nieco niższy od oczekiwań rynkowych.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w kwietniu 2024 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,4% (podobnie jak w marcu), przy dalszym spadku inflacji bazowej. Jednocześnie zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych dynamika cen w ostatnim czasie była wyższa niż oczekiwano i w marcu inflacja CPI wyniosła 3,5% (wobec 3,2% w lutym br.), przy stabilizacji inflacji bazowej. W związku z różnicami w przebiegu dezinflacji w dwóch największych gospodarkach rozwiniętych odnotowano, że oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na możliwość obniżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny na kolejnym posiedzeniu oraz na utrzymywanie stóp procentowych Banku Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych na niezmiennym poziomie w najbliższych miesiącach.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że napływające dane sygnalizują stopniowe ożywienie koniunktury, choć niektóre dane miesięczne z marca 2024 r. były gorsze niż oczekiwano. Wskazywano, że roczna dynamika PKB w I kw. br. najprawdopodobniej była wyższa niż w poprzednim kwartale. Zwracano uwagę, że dane o sprzedaży detalicznej w I kw. 2024 r. sugerują stopniowy wzrost dynamiki popytu ze strony gospodarstw domowych, z kolei dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej mogą świadczyć o obniżeniu dynamiki inwestycji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano, że w marcu br. utrzymał się wysoki roczny nominalny wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Członkowie Rady podkreślali, że w warunkach inflacji kształtującej się na poziomie zgodnym z celem



inflacyjnym NBP, wzrost płac realnych w sektorze przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach był najwyższy od wielu lat. Podkreślano, że wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw sygnalizują wolniejszy wzrost płac w II kw. br. Członkowie Rady wskazywali także na kolejny nieznaczny spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji zaznaczano, że w dalszym ciągu rośnie roczna dynamika złotych kredytów dla gospodarstw domowych, oraz że przyspieszył wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, choć roczna dynamika kredytów bieżących dla przedsiębiorstw pozostała ujemna.

Na posiedzeniu wskazywano, że w kwietniu 2024 r. roczna dynamika cen konsumpcyjnych – zgodnie z szybkim szacunkiem GUS – wyniosła 2,4% (wobec 2,0% w marcu br.), tj. pozostała na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Członkowie Rady podkreślali, że wzrost rocznej dynamiki cen względem poprzedniego miesiąca wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen żywności, spowodowanego przywróceniem z zera do 5% stawki podatku VAT, oraz wzrostu cen paliw. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że w kwietniu 2024 r. prawdopodobnie ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć pozostaje ona wyższa od inflacji CPI ogółem. Zaznaczano, że podwyższona pozostaje zwłaszcza dynamika cen usług w szczególności w związku z wysokim wzrostem wynagrodzeń wobec relatywnie wysokiego udziału płac w kosztach tego sektora. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w marcu 2024 r. roczna dynamika cen znacznej części towarów i usług ujętych w koszyku CPI nadal przekraczała 3,5%.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie 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 ograniczenia inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem, który powinien ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie jest obecny poziom stóp procentowych. Członkowie ci podkreślali, że oczekiwania inflacyjne kształtują się na niskim poziomie.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami w II kw. br. inflacja CPI pozostanie na poziomie zgodnym z



celem inflacyjnym NBP wynoszącym $2,5\% \pm 1$ pkt proc., choć w najbliższych miesiącach prawdopodobnie dalej wzrośnie, do czego może przyczynić się wzrost dynamiki cen żywności i energii. Członkowie Rady zaznaczali przy tym, że kształtowanie się cen energii w kolejnych kwartałach jest nadal obarczone 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 niezmiennym 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 wzrost cen żywności związany ze wzrostem podatku VAT, a także oczekiwany wzrost cen energii w II połowie 2024 r. mogą wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Zwracano jednak uwagę, że choć wyższe ceny żywności i energii mogą zwiększać żądania płacowe oraz presję na wzrost świadczeń społecznych, to jednocześnie będą ograniczać dynamikę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, oddziałując w kierunku niższej presji popytowej. Członkowie Rady zaznaczali, że dalsze kształtowanie się dynamiki wynagrodzeń jest głównym czynnikiem ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji. Wskazywano, 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 wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej. Podkreślano, że jak dotąd wciąż nie zrealizowano zapowiedzi niektórych działań fiskalnych, takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych. 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 II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartałach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej



na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce i 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 wyraźny 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.

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.

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: 7 czerwca 2024 r.