



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski koniunktura stopniowo się poprawia, ale pozostaje wyraźnie osłabiona. Zwracano uwagę, że w strefie euro w I kw. 2024 r. dynamika konsumpcji była niższa od dynamiki realnych dochodów do dyspozycji, co sygnalizuje, że tamtejsze gospodarstwa domowe część dochodu mogły przeznaczyć na zwiększenie oszczędności. W II kw. 2024 r. wzrost PKB w tej gospodarce prawdopodobnie ponownie był niski, w szczególności w Niemczech roczna dynamika PKB mogła być zbliżona do zera. Podkreślano, że szczególnie osłabiona jest aktywność w europejskim sektorze przemysłowym, a relatywnie lepsza sytuacja panuje w usługach. Wskazywano, że prognozy na następne kwartały sygnalizują raczej stopniowe ożywienie koniunktury w strefie euro. Z kolei w Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest wyraźnie lepsza niż w strefie euro i według dostępnych prognoz pozostanie tak również w kolejnych okresach.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w wielu gospodarkach dynamika cen w dalszym ciągu kształtuje się na poziomach nieco przekraczających cele inflacyjne tamtejszych banków centralnych. Podkreślano jednocześnie, że w największych gospodarkach rozwiniętych inflacja bazowa jest wyższa niż inflacja ogółem. Wpływa na to wciąż podwyższona dynamika cen usług, przy silnej dezinflacji cen towarów.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że Europejski Bank Centralny w czerwcu br. obniżył stopy procentowe. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w dalszym ciągu utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że trwa stopniowe ożywienie koniunktury, choć ostatnie dane były zróżnicowane. Wskazywano, że roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. prawdopodobnie była wyższa niż w I kw. br. Analizując dane miesięczne zwracano uwagę, że sprzedaż detaliczna w maju br. wzrosła o 5% w ujęciu rocznym. Z kolei produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa były w maju niższe niż przed rokiem. Podkreślano, że o słabej kondycji sektora przemysłowego świadczą też wskaźniki koniunktury, w tym PMI, co



prawdopodobnie jest częściowo związane z trwającym osłabieniem w niemieckim przemyśle.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że w maju wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw był nieco wyższy niż w kwietniu, co przy jedynie nieznacznie wyższej inflacji oznacza utrzymywanie się wysokiej dynamiki realnych płac. Jednocześnie zatrudnienie w tym sektorze ponownie się obniżyło, w szczególności w przedsiębiorstwach przemysłowych.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na wzrost wartości kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych w ostatnim okresie, zaznaczając jednocześnie, że w przypadku kredytów mieszkaniowych miesięczne przyrosty maleją. Osłabienie akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych prawdopodobnie związane jest z zamknięciem przyjmowania wniosków w ramach programu „Bezpieczny Kredyt”. Wskazywano także, że tzw. wakacje kredytowe przyczyniają się do zwiększenia dochodu do dyspozycji części gospodarstw domowych. Podczas dyskusji o kondycji finansowej konsumentów niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w ostatnich latach zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych spadło, w szczególności w ujęciu realnym. Członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje niska.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z lipcową projekcją w najbliższych kwartałach ożywienie koniunktury powinno być kontynuowane. W związku z tym w 2025 r. wzrost PKB będzie prawdopodobnie wyższy niż w 2024 r., a w kolejnym roku może według projekcji nieznacznie wyhamować.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS, w czerwcu 2024 r. inflacja CPI wyniosła 2,6% r/r (wobec 2,5% w maju). Podkreślano, że drugi kwartał z rzędu dynamika cen była zgodna z poziomem średniookresowego celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1 pkt proc.). W czerwcu br. wzrosła roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych, natomiast roczna dynamika cen energii obniżyła się. Szacowano, że w czerwcu ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć pozostała ona wyższa od inflacji CPI. Wynika to w szczególności z nadal podwyższonej dynamiki cen usług, w związku z wysokim wzrostem wynagrodzeń przy relatywnie wysokim udziale płac w kosztach sektora usługowego.

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. Większość członków Rady wskazywała, że czynnikiem, który powinien ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie jest obecny poziom stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w warunkach prognozowanego wzrostu inflacji w najbliższych kwartałach i związanego z tym możliwego wzrostu oczekiwań inflacyjnych, realne stopy procentowe obniżą się.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że według lipcowej projekcji w kolejnych kwartałach inflacja prawdopodobnie wzrośnie i ukształtuje się na poziomie wyraźnie wyższym od celu inflacyjnego NBP. Podkreślano, że nastąpi to w warunkach trwającego ożywienia gospodarczego i silnego wzrostu płac. Wskazywano, że w tych okolicznościach dla perspektyw średniookresowych istotne jest to, jak oczekiwany wzrost inflacji wpłynie na oczekiwania inflacyjne i dynamikę wynagrodzeń, a także jak kształtować się będzie skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji i oszczędzania. Podkreślano, że wzrost cen energii w II połowie 2024 r. będzie mieć charakter szoku podażowego, który okresowo oddziałuje w kierunku wzrostu inflacji, ale równocześnie zmniejsza dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wyniki lipcowej projekcji wskazują także na wzrost dynamiki cen żywności w kolejnych kwartałach w związku z opóźnionymi efektami podniesienia podatku VAT oraz wzrostu cen surowców rolnych. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej* średniookresowy charakter celu inflacyjnego oznacza, że – ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe – inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyłeń od celu. Podkreślano, że reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. Jednocześnie zaznaczano, że zgodnie z najnowszą projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja w 2026 r. powróci do celu NBP. Sugeruje to, że nie ma obecnie potrzeby wzrostu stóp procentowych w reakcji na przewidywany w najbliższych kwartałach wzrost inflacji.

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. Jednocześnie zwracano uwagę, że Polska może zostać objęta



procedurą nadmiernego deficytu, choć obecnie trudno ocenić, jaki będzie tego wpływ na politykę fiskalną w najbliższych latach. Wskazywano także na utrzymujące się inne istotne źródła niepewności, w tym napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. W kierunku wyższej presji popytowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. W najbliższych kwartałach dynamika cen konsumpcyjnych prawdopodobnie wzrośnie i będzie wyższa od celu inflacyjnego NBP, do czego przyczyni się podwyższenie cen energii. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy. 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 prognozowanego wzrostu inflacji, a także ożywienia popytu konsumpcyjnego 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: 22 sierpnia 2024 r.