



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 października 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. Członkowie Rady podkreślali, że napływające dane wskazują, że w III kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro, w tym w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – była prawdopodobnie wciąż niska. Zwracano uwagę, że w Niemczech dostępne dane za III kw. 2024 r. sygnalizują, że nastąpił tam dalszy spadek produkcji przemysłowej, co wraz z innymi informacjami płynącymi z tej gospodarki powoduje, że prognozy ożywienia aktywności w Niemczech są systematycznie odsuwane w czasie. Członkowie Rady wyrażali opinię, że problemy w gospodarce niemieckiej mogą mieć w znacznej mierze charakter strukturalny. Zwracano uwagę, że słaba koniunktura w Niemczech niekorzystnie oddziałuje na aktywność gospodarczą przedsiębiorstw przemysłowych w Polsce, zwłaszcza eksporterów. Podkreślano równocześnie, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB prawdopodobnie pozostaje wysoki, choć w ostatnich miesiącach bezrobocie w tej gospodarce było nieco wyższe niż na początku br.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w największych gospodarkach rozwiniętych dynamika cen w ostatnich miesiącach obniżyła się w pobliżu celów inflacyjnych banków centralnych. Jednocześnie inflacja bazowa – zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych – pozostaje wyższa od inflacji ogółem. Członkowie Rady podkreślali, że również w krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja bazowa wciąż jest podwyższona, co związane jest z wysoką dynamiką cen usług i szybkim wzrostem płac nominalnych.

W trakcie dyskusji wskazywano, że we wrześniu br. Europejski Bank Centralny po raz kolejny obniżył stopy procentowe. Zwracano uwagę, że we wrześniu również Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych, a skala obniżki, która była pierwszą obniżką po okresie utrzymywania stóp na niezmiennym poziomie, była większa niż oczekiwała większość analityków.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, wskazywano, że w I połowie 2024 r. następowało stopniowe ożywienie, a napływające w ostatnim czasie dane były zróżnicowane. Podkreślano, że dodatkowo na dynamikę PKB oddziaływał prawdopodobnie przede wszystkim wzrost popytu konsumpcyjnego, wiedziony



przyrostem realnych dochodów. Zwracano jednak uwagę, że w lipcu i sierpniu br. dynamika sprzedaży detalicznej była niższa niż w II kw. br. oraz że realna sprzedaż detaliczna kształtuje się na poziomie zbliżonym do notowanego przed dwoma laty. Z kolei nastroje konsumenckie we wrześniu br. nieco się poprawiły. Członkowie Rady podkreślali, że dostępne dane wskazują na wciąż niską aktywność w sektorze przemysłowym. W sierpniu 2024 r. produkcja przemysłowa obniżyła się o 1,5% r/r, przy czym nadal dynamika produkcji była istotnie wyższa w działach silniej zorientowanych na sprzedaż krajową niż na eksport, na co wpłynął słaby popyt ze strony głównych partnerów handlowych Polski.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zaznaczano, że roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw jest niższa niż na początku roku, ale jej spadek jest powolny i w efekcie tempo wzrostu płac pozostaje dwucyfrowe. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że także dynamika płac w ujęciu miesięcznym w sektorze przedsiębiorstw pozostaje relatywnie wysoka. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w dalszym ciągu się zmniejsza, a w sierpniu spadek ten nawet nieco się pogłębił.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na stopniowy wzrost rocznej dynamiki wartości kredytów, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw. Podkreślano przy tym, że roczna dynamika kredytów mieszkaniowych jest nadal podbijana przez efekty zakończonego programu „Bezpieczny Kredyt”.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS we wrześniu 2024 r. inflacja CPI wyniosła 4,9% (wobec 4,3% w sierpniu br.). Członkowie Rady zaznaczali, że wzrost inflacji w ostatnich miesiącach wynikał głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Zwracano jednocześnie uwagę, że we wrześniu prawdopodobnie wzrosła także inflacja bazowa, co wynikało z jednej strony z efektów bazy, w szczególności w zakresie cen artykułów medyczno-farmaceutycznych, a z drugiej strony – z szacowanej wciąż wysokiej dynamiki cen usług, związanej z nadal podwyższoną dynamiką wynagrodzeń. Podkreślano przy tym, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niższa od inflacji CPI. Członkowie Rady zaznaczali, że wzrost inflacji w III kw. 2024 r. był zgodny z wcześniejszymi przewidywaniami, w szczególności z lipcową projekcją inflacji i PKB. W sierpniu 2024 r. utrzymał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym. Większość członków Rady



podkreślała, że podwyżka administrowanych cen nośników energii to szok podażowy, który jest niezależny od krajowej polityki pieniężnej.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen, w tym inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, w IV kw. 2024 r. może pozostać na podobnym poziomie jak we wrześniu br. Podkreślano, że w I kw. 2025 r. inflacja ogółem może jeszcze wzrosnąć, przy czym skala tego wzrostu obarczona jest niepewnością związaną z decyzjami w zakresie administrowanych cen nośników energii. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście, że dotychczas nie widać zjawiska przenoszenia wzrostu cen nośników energii na dynamikę wynagrodzeń i oczekiwaniami inflacyjne, choć jest zbyt wcześnie, aby ocenić czy tak pozostanie. Zaznaczano również, że – oprócz ewentualnych zmian cen nośników energii – w kierunku wyższej dynamiki CPI w 2025 r. będą oddziaływać założone w projekcie ustawy budżetowej podwyżki akcyzy na alkohol oraz wyroby tytoniowe. W odniesieniu do inflacji bazowej, niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że – według aktualnych prognoz – inflacja bazowa w kolejnych kwartałach będzie wciąż podwyższona.

Zwracano uwagę, że jednym z czynników ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji jest kształt polityki fiskalnej. Oceniano, że – pomimo formalnego uruchomienia procedury nadmiernego deficytu – projekt ustawy budżetowej na 2025 r. nie wskazuje na zacieśnienie polityki fiskalnej, które sprzyjałoby ograniczeniu presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że dla oceny wpływu polityki fiskalnej na procesy inflacyjne istotne znaczenie ma nie tylko wielkość wydatków, ale również ich struktura.

Członkowie Rady zaznaczali, że istotnym czynnikiem ryzyka dla przyszłego kształtowania się inflacji jest także siła ożywienia gospodarczego oraz dalszy rozwój sytuacji na rynku pracy. Członkowie ci podkreślali również niepewność dotyczącą cen surowców, w szczególności w kontekście wzrostu napięcia na Bliskim Wschodzie. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na ryzyka związane z cenami żywności.

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. Ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziałuje także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. W kierunku wyższej presji cenowej



w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie inflacja jest istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii. W najbliższych kwartałach czynnik ten będzie nadal oddziałował na roczny wskaźnik inflacji. 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 podwyższonej inflacji – w tym inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii – zwłaszcza w warunkach wysokiej dynamiki wynagrodzeń, obecny poziom stóp procentowych NBP, przy obecnym kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych, 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 listopada 2024 r.