



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

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki koniunktura pozostaje osłabiona. W II kw. 2024 r. roczna dynamika PKB w strefie euro nadal była niska. Podkreślano, że szczególnie słaba koniunktura utrzymuje się w Niemczech, gdzie w II kw. 2024 r. roczny wzrost PKB po wyrównaniu sezonowym wyniósł 0%. Również napływające dane za III kw. 2024 r. w tej gospodarce pozostały słabe, wskazując, że perspektywa ożywienia ponownie się oddaliła. Zwracano uwagę, że słaba koniunktura w Niemczech może niekorzystnie oddziaływać na aktywność gospodarczą w polskim przemyśle, zwłaszcza w sektorze eksportowym. Podkreślano natomiast, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB pozostaje wysoki (w II kw. 2024 r. nieznacznie przekraczał on 3% r/r), choć stopniowo rośnie stopa bezrobocia.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w największych gospodarkach dynamika cen w dalszym ciągu nieznacznie przekracza cele inflacyjne, choć w ciągu ostatnich miesięcy nieco się obniżyła. Według wstępnych szacunków Eurostatu w strefie euro inflacja w sierpniu spadła do 2,2%. W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 2,9%. Zwracano uwagę, że proces obniżania się inflacji w głównych gospodarkach jest powolny w związku z tym, że inflacja bazowa pozostaje podwyższona, co wynika w szczególności z utrzymywania się wysokiej dynamiki cen usług w warunkach szybkiego wzrostu wynagrodzeń.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w lipcu br. Europejski Bank Centralny – po wcześniejszym obniżeniu stóp procentowych w czerwcu br. – zdecydował o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie kontynuowała stabilizację stóp procentowych. Zwracano uwagę, że w warunkach stopniowego spadku inflacji w głównych gospodarkach przy utrzymującej się słabej koniunkturze gospodarczej w strefie euro oraz wzroście bezrobocia w Stanach Zjednoczonych, większość uczestników rynków finansowych oczekuje spadku stóp procentowych w tych gospodarkach w najbliższych miesiącach. Zaznaczano przy tym, że stopy procentowe w otoczeniu polskiej gospodarki są wyraźnie wyższe niż średnio w latach poprzedzających pandemię COVID-19.



Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, wskazywano, że trwa stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej, choć napływające dane są zróżnicowane. Według wstępnego szacunku GUS roczna dynamika PKB w II kw. 2024 r. wyniosła 3,2% i była nieco wyższa niż wskazywała lipcowa projekcja. Dodatkowo na dynamikę PKB oddziaływał przede wszystkim wzrost popytu konsumpcyjnego, wiedziony silnym przyrostem realnych dochodów. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dodatnią roczną dynamikę nakładów brutto na środki trwałe w II kw. 2024 r., która była trudna do przewidzenia, zwłaszcza biorąc pod uwagę spadek inwestycji w sektorze dużych i średnich przedsiębiorstw. Z kolei eksport netto miał ujemny wkład do wzrostu PKB. Na osłabienie eksportu wskazują też dane miesięczne. Zwracano uwagę, że w lipcu br. sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa miały dodatnie dynamiki roczne, jednak te wzrosty były słabsze od oczekiwań i wzrost produkcji przemysłowej wynikał przede wszystkim z większej liczby dni roboczych. Również indeks PMI nie wskazuje na poprawę koniunktury w przemyśle. Oceniano, że negatywnie na koniunkturę w przemyśle, zwłaszcza w sektorze eksportowym, oddziałuje słabość popytu u głównych partnerów handlowych Polski. Część członków Rady wskazywała, że wskaźniki rentowności w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych – po wcześniejszym wyraźnym spadku – poprawiły się w II kw. 2024 r.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zaznaczano, że dynamika wynagrodzeń pozostaje na podwyższonym, dwucyfrowym poziomie. Wzrost płac w gospodarce narodowej w II kw. br. okazał się szybszy od oczekiwań, co jednak po części wynikało z przesunięcia efektów podwyżek dla nauczycieli i części innych pracowników sfery budżetowej. Wskazywano, że w sektorze przedsiębiorstw widać stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń. Zwracano przy tym uwagę, że w lipcu br. wzrost wynagrodzeń nominalnych w ujęciu rocznym spowolnił, choć był to głównie efekt silnego spadku płac w górnictwie. Podkreślano, że obniżenie się dynamiki płac – wraz ze wzrostem inflacji – przełożyło się na spowolnienie realnego wzrostu wynagrodzeń w lipcu br. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, przede wszystkim w przemyśle, pozostawało niższe niż rok wcześniej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dynamiczny wzrost płac dotyczy wielu sektorów gospodarki i firmy w badaniach ankietowych nadal często deklarują skłonność do podwyżek wynagrodzeń w horyzoncie następnego kwartału, a średnia skala tych planowanych podwyżek jest – w ocenie tych członków – relatywnie wysoka.



W trakcie dyskusji zwracano uwagę na wzrost wartości kredytów dla gospodarstw domowych w ujęciu rocznym, przy nadal niskiej dynamice kredytów dla przedsiębiorstw. Wskazywano, że dynamika roczna kredytów mieszkaniowych jest nadal podbijana przez efekty zakończonego programu „Bezpieczny Kredyt”. Jednocześnie miesięczne przyrosty złotych kredytów mieszkaniowych były w ostatnich miesiącach dodatnie, choć mniejsze niż na początku roku. Systematycznie rośnie też kredyt konsumpcyjny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że tzw. wakacje kredytowe przyczyniają się do zwiększenia dochodu do dyspozycji części gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu wskazywano, że w I połowie 2024 r. średnia inflacja wyniosła 2,7%, a zatem była zgodna z celem inflacyjnym. Według szybkiego szacunku GUS roczny wskaźnik inflacji CPI wyniósł 4,3% w sierpniu 2024 r. (wobec 4,2% w lipcu br. oraz 2,6% w czerwcu br.). Wzrost inflacji względem czerwca wynikał głównie z podwyżek administrowanych cen nośników energii, a także – choć w mniejszym stopniu – ze wzrostu rocznej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych. Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była w ostatnich miesiącach relatywnie stabilna po wcześniejszym spadku. Oceniano, że dynamika cen usług jest stosunkowo wysoka. W lipcu 2024 r. utrzymał się wyraźny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym. Większość członków Rady oceniała, że podwyżka administrowanych cen nośników energii to szok podażowy, który jest niezależny od krajowej polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała, że bieżąca inflacja jest niższa od poziomu stopy referencyjnej NBP. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że podwyższona dynamika cen dotyczy szerokiej grupy towarów i usług konsumpcyjnych.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że inflacja CPI, w tym inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, w najbliższym czasie prawdopodobnie nieco wzrośnie. Zwracano uwagę, że w I kw. 2025 r. dynamika cen może jeszcze wzrosnąć, przy czym skala tego wzrostu obarczona jest niepewnością związaną z decyzjami w zakresie administrowanych cen nośników energii. Podkreślano również, że założone we wstępnym projekcie ustawy budżetowej podwyżka akcyzy na alkohol oraz – znacznie silniejsza niż wynikało to z tzw. mapy drogowej – podwyżka akcyzy na wyroby tytoniowe będą oddziaływać w kierunku wyższej dynamiki CPI w 2025 r. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że według prognoz, inflacja bazowa w kolejnych kwartałach będzie nadal podwyższona.



Zwracano uwagę, że jednym z czynników ryzyka dla średniookresowych perspektyw inflacji jest kształt polityki fiskalnej. Według wstępnego projektu ustawy budżetowej rząd planuje na 2025 r. deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA2010 na poziomie 5,5% PKB, a zatem znacznie powyżej poziomu zapowiadanego przez rząd w kwietniu 2024 r. Oceniano, że – pomimo formalnego uruchomienia procedury nadmiernego deficytu – wstępny projekt ustawy budżetowej na 2025 r. nie wskazuje na zacieśnienie polityki fiskalnej, które sprzyjałoby ograniczeniu presji inflacyjnej. Część członków Rady wskazywała przy tym, że istotne znaczenie dla kształtowania się inflacji ma nie tylko wielkość wydatków, ale również ich struktura rodzajowa.

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 – a także ożywienia popytu konsumpcyjnego i 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.



NARODOWY  
BANK POLSKI

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: 4 października 2024 r.