



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki – w szczególności w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski – koniunktura pozostaje osłabiona. Członkowie Rady podkreślali, że choć roczna dynamika PKB w strefie euro przyspieszyła, to w Niemczech pozostała ujemna. Wskazywano, że dostępne prognozy sygnalizują pewne ożywienie aktywności w Niemczech w 2025 r., jednak są one obarczone wysoką niepewnością wobec strukturalnych problemów niemieckiego sektora przemysłowego. Podkreślano jednocześnie, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. 2024 r. ponownie ukształtował się na relatywnie wysokim poziomie, co potwierdza silne fundamenty amerykańskiej gospodarki.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro i Stanach Zjednoczonych – w warunkach silnie ujemnej dynamiki cen energii – inflacja kształtowała się ostatnio w pobliżu celów tamtejszych banków centralnych. Podkreślano jednocześnie, że inflacja bazowa w największych gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się na podwyższonym poziomie, do czego przyczynia się wysoka dynamika cen usług wobec szybko rosnących płac nominalnych. W trakcie dyskusji wskazywano, że w październiku br. Europejski Bank Centralny po raz kolejny obniżył stopy procentowe.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce wskazywano, że we wrześniu 2024 r. zarówno sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa odnotowały ujemną dynamikę roczną. Członkowie Rady zaznaczali, że spadek sprzedaży detalicznej we wrześniu wraz z relatywnie niską dynamiką tej kategorii w sierpniu świadczą o osłabionym popycie konsumpcyjnym na towary w III kw. 2024 r. Podkreślano także, że niska dynamika produkcji przemysłowej w Polsce jest związana ze stagnacją w niemieckim przemyśle. W efekcie – zgodnie z danymi GUS – indeksy realnej sprzedaży detalicznej oraz realnej produkcji sprzedanej przemysłu we wrześniu 2024 r. były na poziomach niższych niż przed dwoma laty. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wskaźnik PMI istotnie wzrósł w ostatnich miesiącach, co może sygnalizować poprawę koniunktury. Wskazywano ponadto, że spadek produkcji budowlano-montażowej we wrześniu br. był nieco płytszy od oczekiwań rynkowych, a obniżanie się produkcji tej branży wynika m.in. z tymczasowej luki między



wydatkowaniem środków z kolejnych perspektyw finansowych Unii Europejskiej. Na podstawie napływających danych oceniano, że dynamika PKB w III kw. 2024 r. mogła być niższa niż w II kw. br.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że bezrobocie pozostaje niskie, a zatrudnienie w gospodarce wysokie, ale następuje też dalszy stopniowy spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że dane o zatrudnieniu świadczą o zmianie struktury branżowej popytu na pracę oraz odzwierciedlają zmiany demograficzne, natomiast – w ich opinii – zagregowany popyt na pracę w gospodarce pozostaje silny. Analizując kształtowanie się presji płacowej, członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. nieco się obniżyła, ale pozostała dwucyfrowa.

W trakcie dyskusji zwracano uwagę na stopniowy wzrost rocznej dynamiki wartości kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Jednocześnie podkreślano, że dynamika miesięczna złotych kredytów mieszkaniowych jest w ostatnich miesiącach niższa niż na początku br.

Omawiając perspektywy aktywności gospodarczej członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z listopadową projekcją w najbliższych kwartałach dynamika PKB najprawdopodobniej będzie stopniowo rosła. W szczególności dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2025 r. powinna być wyższa niż w br., w tym w związku z napływem funduszy unijnych w ramach nowej perspektywy finansowej oraz Krajowego Programu Odbudowy. Natomiast dynamika spożycia gospodarstw domowych może być wciąż umiarkowana, a wkład eksportu netto w 2025 r. prawdopodobnie pozostanie ujemny. Uwzględniając wszystkie te czynniki w 2025 r. wzrost PKB powinien być wyższy niż w br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z listopadową projekcją luka popytowa ma do końca horyzontu projekcji pozostać ujemna. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ewentualne zmiany w polityce gospodarczej, w tym handlowej, Stanów Zjednoczonych mogą mieć wpływ na koniunkturę w Europie, a przez to także w Polsce.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS w październiku 2024 r. inflacja CPI wyniosła 5,0% (wobec 4,9% we wrześniu br.). Zwracano uwagę, że inflacja bazowa mogła się wówczas nieznacznie obniżyć. Podkreślano, że podwyższona pozostaje dynamika cen usług. Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach inflacja jest silnie podwyższana przez czynniki regulacyjne. W tym kontekście zwracano przede wszystkim uwagę na częściowe odmrożenie cen energii dla gospodarstw domowych od



połowy bieżącego roku, ale także na wysoką dynamikę cen m.in. wyrobów tytoniowych, na które podniesiono akcyzę w br., a także zaopatrywania w wodę czy usług kanalizacyjnych. Zaznaczano, że w kierunku wyższego rocznego wskaźnika inflacji wciąż oddziałują także efekty podniesienia podatku VAT na żywność od kwietnia br. i relatywnie niskie zbiory niektórych krajowych warzyw i owoców, a także efekty bazy dotyczące leków refundowanych. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że dynamika cen towarów nieżywnościowych jest relatywnie niska, co jest spójne z danymi o sprzedaży detalicznej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo słabszych od oczekiwań danych o konsumpcji, presja cenowa pozostaje silna, o czym świadczy w szczególności podwyższony poziom inflacji bazowej. Inni członkowie Rady podkreślali, że o ile w Polsce inflacja bazowa pozostaje podwyższona, to – uwzględniając porównywalne dane dotyczące wskaźnika HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, alkoholu i wyrobów tytoniowych – jest niższa niż w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady podkreślali wysoką niepewność co do decyzji regulacyjnych w zakresie cen energii, w związku z którą listopadowa projekcja inflacji została przygotowana w dwóch wariantach – w scenariuszu pełnego odmrożenia cen energii od stycznia 2025 r. (zgodnym z obowiązującym stanem prawnym) oraz w scenariuszu dalszego mrożenia cen energii. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że możliwe są również warianty pośrednie.

Członkowie Rady wskazywali, że niezależnie od wariantu projekcja przewiduje wzrost inflacji w I kw. 2025 r. Podkreślano przy tym, że w II kw. 2025 inflacja ma być tylko nieznacznie niższa niż na początku roku, w szczególności w związku ze wzrostem akcyzy na wyroby tytoniowe i ich substytuty. Zwracano uwagę, że wzrost akcyzy wraz z innymi czynnikami związanymi z decyzjami regulacyjnymi, takimi jak wzrost cen zaopatrywania w wodę czy usług kanalizacyjnych, będą oddziaływać w kierunku wzrostu również inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii. Inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach podwyższona także w konsekwencji wysokiej dynamiki cen usług w warunkach wysokiej dynamiki płac. I choć dynamika wynagrodzeń – zgodnie z projekcją – ma się stopniowo obniżać, to część członków Rady zwracała uwagę na możliwą uporczywość inflacji bazowej. Jednocześnie podkreślano, że zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja dopiero w 2026 r. ma się obniżyć do średniokresowego celu NBP.



Członkowie Rady zaznaczali, że istotnym uwarunkowaniem dla oceny średniookresowych perspektyw inflacji jest kształt polityki fiskalnej. Wskazywano, że w bieżącym roku doszło do poluzowania polityki fiskalnej. Podkreślano, że ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjałoby wyraźne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych, w tym deficytu strukturalnego. Oceniano, że projekt *Ustawy budżetowej na rok 2025* przewiduje natomiast, że deficyt sektora w 2025 r., w tym deficyt strukturalny, może pozostać na bardzo wysokim poziomie, co oznacza, że zaplanowany kształt polityki fiskalnej ogranicza przestrzeń dla potencjalnego poluzowania polityki pieniężnej.

Omawiając najważniejsze czynniki niepewności dla średniookresowych perspektyw inflacji, członkowie Rady podkreślali, że trudna do oceny pozostaje skala przełożenia dotychczasowego i możliwego w przyszłości wzrostu cen energii oraz innych cen regulowanych na oczekiwania inflacyjne, a poprzez żądania płacowe także na dynamikę wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że w październiku br. oczekiwania inflacyjne konsumentów nieco wzrosły. Zaznaczano ponadto, że w przypadku silniejszego niż obecnie oczekiwanego ożywienia aktywności, szybki wzrost płac może okazać się bardziej trwały. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że jeśli słaba koniunktura w Niemczech będzie się przedłużać lub absorbcja środków z Krajowego Planu Odbudowy okaże się słabsza od obecnych oczekiwań, to może to skutkować niższą presją popytową i w konsekwencji niższą dynamiką cen. Członkowie Rady zaznaczali, że utrzymuje się bardzo wysoka niepewność związana z napiętą sytuacją geopolityczną.

Większość członków Rady oceniła, że inflacja jest obecnie istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii, a także inne czynniki regulacyjne. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje również wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą ogranicza krajową presję inflacyjną. W tym samym kierunku oddziałuje także wcześniejsze umocnienie kursu złotego. W najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, a w przypadku dalszego podniesienia cen energii na początku 2025 r. wzrośnie. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii oraz w warunkach oczekiwanego obniżenia dynamiki wynagrodzeń – 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: 6 grudnia 2024 r.