



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 lutego 2025 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej pozostaje słaba, choć są widoczne oznaki niewielkiego przyspieszenia w niektórych krajach. W IV kw. 2024 r. wzrost PKB w strefie euro wyniósł 0,9% r/r, a zatem był niższy od wieloletniej średniej. W Niemczech – które są głównym partnerem handlowym Polski – roczna dynamika PKB w IV kw. 2024 r. pozostała nieznacznie ujemna. Zwracano uwagę, że dane o wskaźniku PMI dla strefy euro i Niemiec w styczniu wskazały na pewną poprawę koniunktury na początku roku. Wskazywano, że choć na 2025 r. prognozowane jest powolne ożywienie w tych gospodarkach, to nie jest ono pewne, w szczególności ze względu na problemy strukturalne niemieckiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali, że wyraźniejsza poprawa koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski wsparłaby krajowy eksport i aktywność w przemyśle. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w IV kw. 2024 r. wyniósł 2,5% r/r, a zatem – pomimo pewnego obniżenia – pozostał relatywnie szybki. Prognozy dla tej gospodarki wskazują na utrzymanie relatywnie szybkiego wzrostu PKB w bieżącym roku. Zaznaczano, że utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw aktywności w największych gospodarkach, w tym w związku z możliwymi zmianami polityki handlowej na świecie.

Członkowie Rady wskazywali, że inflacja w największych gospodarkach rozwiniętych kształtuje się nieco powyżej celów inflacyjnych banków centralnych i w ostatnich miesiącach wzrosła. Jednocześnie inflacja bazowa jest nadal wyższa od inflacji ogółem, w tym utrzymuje się wysoka dynamika cen usług. W strefie euro w styczniu, według wstępnych danych Eurostatu, inflacja HICP wzrosła. W krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, tj. w Czechach, Rumunii i na Węgrzech, inflacja pod koniec 2024 r. była nadal wyższa niż w strefie euro, przy wciąż podwyższonej inflacji bazowej.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę, że różnice w sytuacji makroekonomicznej w największych gospodarkach rozwiniętych znalazły odzwierciedlenie w ostatnich decyzjach banków centralnych. W Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna w styczniu utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Z kolei w strefie euro aktywność gospodarcza jest od dawna osłabiona, a inflacja według projekcji Europejskiego Banku Centralnego ma w bieżącym roku powrócić do celu.



W związku z tym Europejski Bank Centralny w styczniu obniżył stopy procentowe. Z kolei w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w grudniu ub.r. i w styczniu br. banki centralne zdecydowały o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, wskazywano, że według wstępnych danych GUS wzrost PKB w 2024 r. wyraźnie przyspieszył w porównaniu do poprzedniego roku (wyniósł 2,9% w 2024 r. wobec 0,1% w 2023 r.). Na podstawie wstępnych danych GUS za 2024 r. szacowano, że w IV kw. roczna dynamika PKB była wyższa niż w III kw. Oceniano, że po słabszym III kw. prawdopodobnie nastąpił szybszy wzrost konsumpcji, bo roczna dynamika sprzedaży detalicznej w IV kw. wyraźnie przyspieszyła. Z kolei wzrost produkcji przemysłowej w IV kw. był wolniejszy niż wzrost sprzedaży detalicznej. Jednak w styczniu wskaźnik PMI wzrósł, co powinno sygnalizować poprawę również w przemyśle.

Członkowie Rady podkreślali, że dostępne prognozy na bieżący rok wskazują na kontynuację ożywienia w krajowej gospodarce. Według ostatnich prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz OECD wzrost PKB w Polsce w 2025 r. powinien być zbliżony do oczekiwań z listopadowej projekcji NBP. Zwracano uwagę, że według tych prognoz – a także według jesiennej prognozy Komisji Europejskiej – w bieżącym roku wzrost gospodarczy w Polsce powinien być jednym z najwyższych w Unii Europejskiej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że utrzymuje się niskie bezrobocie i wysoka liczba pracujących, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2024 r. było niższe niż rok wcześniej. Zaznaczano, że w grudniu 2024 r. roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była nadal wysoka, pomimo niewielkiego spadku. Zwracano uwagę, że nieco niższy wzrost wynagrodzeń w grudniu mógł wynikać z mniejszej dynamiki nagród i premii w związku z gorszymi wynikami finansowymi firm. Podkreślano też, że w kierunku niższego wzrostu wynagrodzeń w grudniu oddziaływały zmiany płac w szczególności w sektorze górniczym i rolnictwie. Część członków Rady oceniała, że w 2025 r. w kierunku niższej rocznej dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw powinien oddziaływać m.in. mniejszy niż w 2024 r. wzrost płacy minimalnej oraz kształtowanie się wskaźników rentowności kapitału własnego.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady zwracali uwagę, że zadłużenie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych nadal rośnie w ujęciu rocznym.



Wskazywano, że roczna dynamika jest dodatnia we wszystkich głównych segmentach rynku kredytowego, tj. kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, a także bieżących i inwestycyjnych kredytów dla przedsiębiorstw.

Podczas dyskusji na temat inflacji w Polsce wskazywano, że roczna dynamika CPI w grudniu 2024 r. utrzymała się na poziomie 4,7%, tj. wyraźnie powyżej celu NBP. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w grudniu 4,0% i choć była nieco niższa niż w listopadzie, to pozostała wyższa niż jeszcze w połowie 2024 r. Jednocześnie na wysokim poziomie kształtowała się w dalszym ciągu roczna dynamika cen usług (w grudniu wyniosła 6,6%). Podkreślano jednocześnie, że średnioroczna inflacja CPI w 2024 r. była znacznie niższa niż w poprzednim roku.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że według dostępnych prognoz inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii w 2025 r. może nadal kształtować się w pobliżu 4%. Z kolei inflacja CPI w I kw. 2025 r. może wzrosnąć i przekroczyć 5%, do czego przyczynią się między innymi zmiany tariff dystrybucyjnych na gaz ziemny od stycznia oraz podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe, a także wyższe taryfy na usługi wodno-kanalizacyjne. Podkreślano, że w II połowie 2025 r. mogą nastąpić kolejne podwyżki cen energii, które będą oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami od lipca zostanie przywrócona opłata mocowa, a w październiku ma wygasnąć mechanizm ceny maksymalnej na energię elektryczną, co przy obecnym poziomie tariff oznaczałoby istotny wzrost jej cen. Zwracano uwagę, że w tych warunkach inflacja CPI – po przejściowym spadku w III kw. 2025 r. pod wpływem efektów bazy – pod koniec roku może ponownie wzrosnąć. Jednocześnie prognozy wskazują, że średnioroczna inflacja w 2025 r. będzie wyraźnie przekraczała cel inflacyjny NBP. Podkreślano, że odmrożenie cen energii w II połowie roku może oddziaływać w kierunku wyższego wskaźnika CPI także przez część 2026 r.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że bieżąca i prognozowana inflacja jest podbita istotnie powyżej celu inflacyjnego w znacznym stopniu przez czynniki regulacyjne. Towarzyszy temu trwające ożywienie gospodarcze, wysoka dynamika płac przy rekordowo niskim bezrobociu oraz wciąż luźna polityka fiskalna. Oceniano, że taki kontekst makroekonomiczny stwarza ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych i utrwalenia się wysokiej inflacji. Wskazywano również na inne czynniki niepewności dla perspektyw inflacji, w tym dotyczące poziomu regulowanych tariff na energię elektryczną, kształtowania się cen surowców na rynkach światowych, sytuacji geopolitycznej i możliwych zmian w polityce handlowej na świecie.



W trakcie posiedzenia zaznaczano, że prognozowany na bieżący rok wysoki deficyt sektora finansów publicznych oraz brak konkretnych rozwiązań zmierzających do zacieśnienia polityki fiskalnej w 2026 r. nie wspierają spadku inflacji. Oceniano, że obecny kształt polityki fiskalnej ogranicza przestrzeń dla ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej.

Większość członków Rady oceniła, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego przyczynią się efekty wcześniejszego wzrostu cen energii, a także wzrosty stawek akcyzy i cen usług administrowanych. Jednocześnie podwyższona pozostanie prawdopodobnie także inflacja bazowa. Odmrożenie cen energii w II połowie 2025 r. może przyczynić się do przedłużenia okresu pozostawania inflacji powyżej celu inflacyjnego. W średnim okresie – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP oraz w warunkach oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki płac – inflacja powinna powrócić do celu NBP. Czynnikiem niepewności pozostaje wpływ podwyższonej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową, zwłaszcza wobec spodziewanego ożywienia gospodarczego i niskiego bezrobocia. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej. 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 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: 14 marca 2025 r.