



Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 grudnia 2023 r.

Na posiedzeniu wskazywano, że koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje osłabiona, choć jest zróżnicowana między krajami. Zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych sytuacja gospodarcza jest wciąż dobra, ale po szybkim wzroście PKB w III kw. 2023 r., dynamika aktywności mogła spowolnić. Natomiast w strefie euro utrzymują się tendencje stagnacyjne. W Niemczech, tj. u głównego partnera handlowego Polski, roczna dynamika PKB w III kw. 2023 r. była ujemna. Prognozy sygnalizują, że w 2024 r. PKB w Niemczech zacznie ponownie rosnąć, jednak utrzymuje się niepewność dotycząca realizacji tego scenariusza. Niepewność ta związana jest ze strukturalnymi problemami niemieckiej gospodarki, dokonany zacieśnieniem polityki pieniężnej przez EBC oraz prawdopodobnym zacieśnieniem polityki fiskalnej.

Członkowie Rady podkreślali, że roczna dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki wciąż się obniża, przy czym w wielu krajach jest ona nadal podwyższona. W strefie euro inflacja, w tym inflacja bazowa, spadła silniej niż prognozowano. Obniża się również dynamika cen w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, choć jest ona wyższa niż w gospodarkach rozwiniętych.

Wskazywano, że w warunkach spadku inflacji, większość banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych w ostatnim czasie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie po ich wcześniejszym podwyższeniu. Zwracano uwagę, że oczekiwania rynkowe wskazują na możliwość obniżek stóp procentowych w głównych gospodarkach w 2024 r., choć podkreślano również, że oczekiwania te obarczone są niepewnością.

Na posiedzeniu wskazywano, że w warunkach osłabionej koniunktury na świecie, także w Polsce dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska, mimo że w ostatnim czasie wzrosła. W III kw. 2023 r. dynamika PKB w Polsce – według wstępnego szacunku GUS – wyniosła 0,5% r/r wobec -0,6% r/r w poprzednim kwartale. Dodatkowo na wzrost PKB oddziaływał wkład eksportu netto, a także – choć w mniejszym stopniu – wzrost inwestycji i konsumpcji. Część członków Rady podkreślała przy tym, że dynamika konsumpcji była wyższa niż oczekiwano. Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że wkład zmiany zapasów do dynamiki PKB w III kw. 2023 r. był wyraźnie ujemny.



Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej, zwracano uwagę, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie prawdopodobnie przyspieszać. Przyczyniać się do tego będzie wzrost konsumpcji następujący w warunkach wzrostu realnych wynagrodzeń. Większość członków Rady podkreślała przy tym, że mimo oczekiwanej wyższej dynamiki PKB, luka popytowa w kolejnych kwartałach – zgodnie z listopadową projekcją NBP – pozostanie ujemna. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wyższej konsumpcji oddziaływać może również wzrost nominalnej wartości aktywów gospodarstw domowych, który nastąpił w ostatnich latach.

Podczas dyskusji zaznaczano, że ostatnie dane miesięczne wpisują się w scenariusz przyspieszania wzrostu gospodarczego zarysowany w listopadowej projekcji NBP. W październiku sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa były wyższe niż rok wcześniej. Zwracano jednocześnie uwagę, że poprawiają się nastroje konsumenckie. Wzrósł również wskaźnik PMI dla przemysłu, który jednak cały czas sygnalizuje, że w przemyśle trwa dekoniunktura.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady wskazywali, że wciąż jest ona dobra, co w szczególności znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia. Choć liczba pracujących pozostaje wysoka, to zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw jest niższe niż na początku roku. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – pomimo wzrostu liczby obcokrajowców na polskim rynku pracy – jednym z czynników ograniczających dynamikę zatrudnienia mogą być zmiany demograficzne.

Jednocześnie w związku ze spadkiem inflacji roczna dynamika wynagrodzeń realnych w gospodarce narodowej wzrosła w III kw. 2023 r. i – podobnie jak w II kw. tego roku – była dodatnia. Większość członków Rady oceniała, że mimo obserwowanego wzrostu realnych płac, łączna presja kosztowa wśród przedsiębiorstw osłabia się. Natomiast niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wynagrodzenia realne rosną szybciej niż wydajność pracy, a według badań ankietowych miary presji płacowej – choć spadły – pozostają wyższe od długookresowej średniej.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. Wskaźnik kredytu bankowego dla sektora niefinansowego w odniesieniu do PKB jest o około 15 punktów procentowych niższy niż przed pandemią. Roczne dynamiki kredytów zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw są nadal ujemne. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że widać coraz wyraźniejsze symptomy ożywienia na rynku kredytowym. Wskazywano,



że banki udzielają coraz więcej kredytów mieszkaniowych, czemu sprzyja w szczególności program „Bezpieczny Kredyt”.

Na posiedzeniu wskazywano, że – zgodnie z dostępnymi wówczas danymi, tj. według szybkiego szacunku GUS – roczny wskaźnik inflacji w listopadzie wyniósł 6,5%. Członkowie Rady zaznaczali, że – tak jak wcześniej oczekiwano – proces dezinflacji jest już wolniejszy niż w poprzednich miesiącach, choć uwzględniając dostępne dane GUS, można szacować, że obniżenie inflacji bazowej w listopadzie było silniejsze niż w październiku. Większość członków Rady argumentowała, że dynamika cen jest ograniczana przez osłabioną presję popytową i obniżenie presji kosztowej. Na słabnącą presję kosztową i wygasanie większości zewnętrznych szoków podaźowych wskazują coraz głębsze spadki wskaźnika PPI. Jednocześnie członkowie Rady oceniali, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Część członków Rady wskazywała, że w ciągu ostatnich miesięcy obniżyły się miary oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na nieznaczące pogorszenie się struktury odpowiedzi w badaniach oczekiwań inflacyjnych.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że oczekiwany jest dalszy spadek dynamiki cen. Podkreślano przy tym, że kształtowanie się inflacji, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie jest obarczone niepewnością, w tym związaną z tempem ożywienia aktywności gospodarczej w Polsce i jego wpływem na procesy cenowe, a także przyszłą polityką fiskalną i regulacyjną. W szczególności zwracano uwagę, że – pomimo napływających zapowiedzi dotyczących kształtu polityki fiskalnej – utrzymuje się niepewność co do przyszłych stawek podatku VAT na towary żywnościowe oraz uregulowań w zakresie cen energii, a także innych elementów polityki fiskalnej. Podkreślano, że rozwiązania w zakresie polityki fiskalno-regulacyjnej mogą oddziaływać na przyszłe kształtowanie się inflacji zarówno bezpośrednio, jak i poprzez wpływ na koniunkturę i popyt w gospodarce.

Większość członków Rady oceniła, że napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. Biorąc pod uwagę dokonane w poprzednich miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP, a także niepewność co do kształtu przyszłej polityki fiskalnej i regulacyjnej oraz jej wpływu na inflację, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe



na niezmienionym poziomie. Rada oceniła, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Podkreślano przy tym, że Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Pojawiła się opinia, że wobec utrzymującej się wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych poziom stóp procentowych NBP jest zbyt niski dla zapewnienia powrotu inflacji do celu w średnim okresie oraz obniżenia oczekiwań inflacyjnych do poziomów spójnych ze średniookresowym celem inflacyjnym.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym 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: 11 stycznia 2024 r.