



## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 2024 r.

W trakcie dyskusji na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wskazywano, że koniunktura na świecie stopniowo się poprawia, ale cały czas jest zróżnicowana między gospodarkami i sektorami. Stopniowa poprawa koniunktury następuje również wśród głównych partnerów handlowych Polski. Według prognoz w Niemczech w II kw. br. powinno nastąpić pewne ożywienie aktywności, jednak podkreślano, że prawdopodobnie będzie ono powolne. Jednocześnie w Stanach Zjednoczonych koniunktura jest nadal lepsza niż w strefie euro.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro oraz w Stanach Zjednoczonych dynamika cen nieznacznie przekracza cele inflacyjne. Jednocześnie inflacja bazowa pozostaje wyższa od inflacji ogółem. Zwracano uwagę, że w strefie euro według wstępnych danych Eurostatu inflacja bazowa w maju br. – po raz pierwszy od niemal roku – nieco wzrosła. Wskazywano, że w dalszym ciągu kluczowym czynnikiem spowalniającym dezinflację w głównych gospodarkach jest podwyższona dynamika cen usług. Wiąże się ona z jednej strony z wyższą dynamiką popytu na usługi niż na towary, a z drugiej strony z czynnikami kosztowymi związanymi z utrzymywaniem się podwyższonej dynamiki wynagrodzeń nominalnych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że oczekiwania uczestników rynków finansowych wskazują na wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny w czerwcu br. Z kolei w Stanach Zjednoczonych w najbliższych miesiącach według oczekiwań rynkowych bardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

Dyskutując na temat aktywności gospodarczej w Polsce, członkowie Rady oceniali, że trwa ożywienie koniunktury, choć ostatnie dane były zróżnicowane. Dynamika PKB w I kw. 2024 r. przyspieszyła do 2,0%. Zaznaczano, że – w warunkach rosnących płac realnych – bardzo wyraźnie wzrosła roczna dynamika konsumpcji (wyniosła ona 4,6% i była najwyższa od niemal dwóch lat). Zwracano uwagę, że ożywienie popytu konsumpcyjnego może z czasem przekładać się na presję cenową. Jednocześnie podkreślano, że wzrost konsumpcji był wolniejszy od wzrostu realnych płac, co sugeruje odbudowę oszczędności. Z kolei roczna dynamika inwestycji wyraźnie się obniżyła.



Niektórzy członkowie Rady podkreślali wpływ kształtowania się aktywów netto gospodarstw domowych w ujęciu realnym na konsumpcję.

Omawiając dane miesięczne, wskazywano, że w kwietniu produkcja przemysłowa wzrosła o niemal 8%, czyli najsilniej od około półtora roku, chociaż w pewnym stopniu wpłynęły na to czynniki statystyczne. Z kolei wzrost sprzedaży detalicznej w kwietniu był słabszy od prognoz rynkowych. Jednocześnie PMI za maj się obniżył, co zwiększyło niepewność dotyczącą tempa dalszego ożywienia w przemyśle.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zaznaczano, że w I kw. 2024 r. wynagrodzenia nominalne w gospodarce narodowej wzrosły o ponad 14% r/r, do czego przyczyniły się podwyżki płac w sektorze publicznym i wzrost płacy minimalnej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dynamika wynagrodzeń w I kw. br. była wyższa od wskazań projekcji marcowej. Z kolei roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu ponownie się obniżyła i średnie wynagrodzenie – po silnym wzroście w pierwszych trzech miesiącach roku – było nieco niższe niż w marcu. Wskazywano, że przy nieznacznie wyższej inflacji, realna dynamika wynagrodzeń w kwietniu także nieco spowolniła, choć była nadal w pobliżu historycznie wysokiego poziomu. Zwracano uwagę, że zatrudnienie w przedsiębiorstwach w kwietniu ponownie nieznacznie się obniżyło, choć liczba ofert pracy wzrosła w porównaniu do marca. Jednocześnie liczba pracujących według BAEL w I kw. 2024 r. spadła. Podczas dyskusji o wzroście wynagrodzeń niektórzy członkowie Rady wskazywali, że część dochodów sektora gospodarstw domowych pochodzi z działalności gospodarczej.

W trakcie dyskusji zaznaczano, że roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych w ciągu ostatnich miesięcy wzrosła, do czego przyczynił się program „Bezpieczny Kredyt 2%”, przy czym miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych maleją po zamknięciu przyjmowania wniosków w ramach tego programu. Zwracano uwagę, że od czerwca br. zaczęły obowiązywać tzw. wakacje kredytowe w nowej formie. Jednocześnie roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje zbliżona do zera.

Na posiedzeniu wskazywano, że według szybkiego szacunku GUS, w maju 2024 r. inflacja CPI wyniosła 2,5% r/r. Podkreślano, że czwarty miesiąc z rzędu dynamika cen była zgodna z poziomem średniookresowego celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt proc.). W maju wzrosła roczna dynamika cen energii, w tym paliw. Zwracano uwagę, że roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych nieznacznie się obniżyła, co sugeruje, że silna konkurencja na rynku detalicznym nadal ma wpływ na ceny.



Szacowano, że w maju ponownie obniżyła się inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, przy czym spadek ten był prawdopodobnie nieco głębszy od prognoz rynkowych. Podkreślano jednak, że ta miara inflacji bazowej pozostaje wyższa od inflacji CPI ogółem, w szczególności wskutek nadal podwyższonej dynamiki cen usług, w związku z wysokim wzrostem wynagrodzeń przy relatywnie wysokim udziale płac w kosztach tego sektora. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że pomimo wzrostu popytu na usługi, roczna dynamika cen usług w ostatnich miesiącach nie rosła.

Członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim czasie utrzymywał się silny spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, potwierdzając wygasanie większości zewnętrznych szoków podażowych oraz ograniczenie presji kosztowej. Wraz z relatywnie niską – mimo pewnego przyspieszenia – dynamiką aktywności gospodarczej oddziałuje to w kierunku ograniczenia inflacji. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja także umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki. Większość członków Rady wskazywała, że czynnikiem, który powinien ograniczać presję inflacyjną także w średnim okresie jest obecny poziom stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na pewien wzrost miar oczekiwań inflacyjnych konsumentów w ostatnim okresie.

Dyskutując o perspektywach inflacji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z dostępnymi prognozami w II kw. br. inflacja CPI pozostanie na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Z kolei w II połowie 2024 r., w przypadku podniesienia cen energii, inflacja według prognoz wzrośnie, przekraczając cel inflacyjny NBP. Członkowie Rady zaznaczali przy tym, że kształtowanie się cen energii w nadchodzących kwartałach jest nadal obciążone niepewnością, w tym związaną z przyszłymi decyzjami Prezesa URE.

Odnosząc się do średniookresowych perspektyw inflacji, wskazywano, że oczekiwany wzrost cen energii w II połowie 2024 r. może z jednej strony ograniczać presję popytową w zakresie pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych, jednak z drugiej strony może wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem niepewności jest dalsze kształtowanie się wynagrodzeń, a także skala wpływu wzrostu płac na popyt konsumpcyjny. Jednocześnie oceniano, że pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw w I kw. 2024 r. może oddziaływać w kierunku ograniczenia przestrzeni do absorbowania rosnących płac przez firmy. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że mogą występować różnice w wynikach finansowych w zależności od wielkości przedsiębiorstw.



Członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostaje kształt polityki fiskalnej. Podkreślano, że jak dotąd wciąż nie zrealizowano zapowiedzi niektórych działań fiskalnych, takich jak podwyższenie lub wprowadzenie nowych świadczeń socjalnych. Jednocześnie zwracano uwagę, że Polska może zostać objęta procedurą nadmiernego deficytu, choć obecnie trudno ocenić, jaki będzie tego wpływ na politykę fiskalną w najbliższych latach. Wskazywano także na utrzymujące się inne istotne źródła niepewności, w tym napiętą sytuację geopolityczną, kształtowanie się cen surowców i stan koniunktury gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski.

Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej inflacji. W efekcie w II kw. 2024 r. roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Towarzyszyć temu będzie niższa niż w poprzednich kwartałach inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, choć – wobec podwyższonej dynamiki cen usług – pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest jednak znaczną niepewnością, związaną m.in. z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, w tym na oczekiwania inflacyjne, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce i sytuacją na rynku pracy. Podkreślano, że w przypadku podniesienia cen energii w II połowie 2024 r. inflacja wzrośnie. Jednocześnie w średnim okresie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. 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 bazowej, a także ożywienia popytu konsumpcyjnego i wysokiej dynamiki wynagrodzeń, 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.



NARODOWY  
BANK POLSKI

Data publikacji: 5 lipca 2024 r.