



## **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 lutego 2024 r.**

Na posiedzeniu wskazywano, że w IV kw. 2023 r. strefa euro znajdowała się w stagnacji, a PKB w Niemczech się obniżył. Natomiast w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje korzystna, a sytuacja na rynku pracy jest tam nawet lepsza od oczekiwań. Zaznaczano jednocześnie, że w otoczeniu polskiej gospodarki trwa proces dezinflacji. W szczególności inflacja bazowa w największych gospodarkach rozwiniętych dalej stopniowo się obniża, a w ostatnim okresie odnotowano również istotny spadek światowych cen większości surowców energetycznych.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że – zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS – w 2023 r. dynamika PKB w Polsce wyniosła 0,2%. Członkowie Rady wskazywali, że implikuje to pewne przyspieszenie wzrostu PKB w IV kw. 2023 r., co jest zgodne z oczekiwaniami z listopadowej projekcji NBP i świadczy o stopniowym ożywieniu koniunktury. Zaznaczano przy tym, że dane miesięczne za grudzień pokazały obniżenie się sprzedaży detalicznej w ujęciu rok do roku, spadek – choć mniejszy od oczekiwań rynkowych – produkcji przemysłowej oraz silny wzrost produkcji budowlano-montażowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że sytuacja w wielu sekcjach przemysłowych poprawia się systematycznie od kilku miesięcy.

Część członków Rady oceniała, że dostępne dane potwierdzają, że mimo ożywienia, wzrost PKB jest wciąż relatywnie niski i istotnie niższy niż potencjał polskiej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady w dalszej perspektywie – przede wszystkim ze względu na spodziewany wyższy wzrost konsumpcji – można oczekiwać kontynuacji ożywienia gospodarczego, choć jego skala jest obciążona niepewnością. Wskazywano, że w kierunku wzrostu konsumpcji będzie oddziaływać przyspieszenie wzrostu dochodów realnych gospodarstw domowych w warunkach niższej inflacji, której towarzyszyć będzie podniesienie płacy minimalnej, waloryzacja świadczeń społecznych i podwyższenie płac w sektorze publicznym. Część członków Rady oceniała jednak, że dla perspektyw koniunktury konsumenckiej duże znaczenie może mieć dążenie przez gospodarstwa domowe do odbudowy oszczędności.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że wciąż jest ona dobra, co w szczególności znajduje odzwierciedlenie w niskiej stopie bezrobocia. Nieco zmniejszyła się też skala spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w ujęciu rok do roku.



Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że rośnie liczba osób pracujących w ramach innych form stosunku pracy niż umowa o pracę. Jednocześnie zwracano uwagę, że w grudniu 2023 r. roczna dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się poniżej 10%, choć argumentowano, że – uwzględniając wzrost płacy minimalnej i podwyżki wynagrodzeń dla pracowników sektora publicznego – w I kw. 2024 r. dynamika płac może istotnie wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że realna dynamika płac pod koniec 2023 r. była wyższa niż w poprzednich kwartałach, czemu nie towarzyszyło wyraźne przyspieszenie wydajności pracy.

Zdaniem większości członków Rady na rynku kredytowym nadal widać efekty wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP. W opinii tych członków Rady świadczy o tym w szczególności fakt, że zadłużenie kredytowe prywatnego sektora niefinansowego w odniesieniu do PKB jest dużo niższe niż przed pandemią. Zaznaczano jednak także, że ma miejsce ożywienie na rynku kredytów, do czego przyczynił się tzw. program „Bezpieczny Kredyt”. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na przyrost stanu kredytów konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorstw.

Na posiedzeniu zaznaczano, że roczny wskaźnik inflacji w grudniu 2023 r. obniżył się do 6,2%, co oznacza, że był niemal trzy razy niższy niż w szczycie z lutego 2023 r. Członkowie Rady podkreślali, że spadek wskaźnika CPI nie wynikał jedynie z niższych cen surowców czy statystycznych efektów bazy, gdyż dynamiki miesięczne większości kategorii cen obniżyły się do poziomów zgodnych ze średnią wieloletnią. Wskazywano również, że w grudniu po raz kolejny spadła inflacja bazowa, czemu sprzyjała osłabiona presja popytowa, a także wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej, przy czym wskazywano, że inflacja bazowa pozostaje podwyższona. Część członków Rady zwracała uwagę, że w grudniu pogłębił się też spadek cen produkcji w przemyśle, co świadczy o wygasaniu wcześniejszych zewnętrznych szoków podażowych i słabej presji kosztowej. Oceniano, że obniżaniu inflacji sprzyja umocnienie kursu złotego, które jest spójne z fundamentami polskiej gospodarki.

Dyskutując o krótkookresowych perspektywach inflacji w Polsce, wskazywano, że na początku 2024 r. oczekiwany jest dalszy spadek dynamiki cen. Podobnie jak na styczniowym posiedzeniu, członkowie Rady zaznaczali, że w I kw. 2024 r. inflacja będzie najprawdopodobniej niższa niż przewidywano w listopadowej projekcji NBP. Oceniano, że według aktualnych prognoz wskaźnik CPI w marcu br. może spaść poniżej 3%, tj. do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP wynoszącym 2,5% +/-1 pkt proc. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że również inflacja bazowa będzie się obniżać,



choć jej spadek będzie wolniejszy i w efekcie inflacja bazowa pozostanie wyższa od inflacji ogółem. W tym kontekście członkowie Rady wyrażali opinię, że kształtowanie się inflacji bazowej ma istotne znaczenie dla oceny krajowych procesów inflacyjnych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że dalszy wyraźny spadek inflacji na początku 2024 r. – przy niezmiennych stopach procentowych NBP – oddziaływał będzie w kierunku wyższych realnych stóp procentowych.

Omawiając perspektywy inflacji ogółem w dalszym horyzoncie, członkowie Rady podtrzymali ocenę, że kształtowanie się dynamiki cen w kolejnych kwartałach będzie zależało od decyzji regulacyjno-fiskalnych i obarczone jest wysoką niepewnością. Wskazywano, że według aktualnego stanu prawnego, zerowa stawka VAT na towary żywnościowe ma obowiązywać do końca marca 2024 r., a ceny gazu, energii elektrycznej i ciepła sieciowego dla gospodarstw domowych mają pozostać zamrożone do końca czerwca 2024 r. Zaznaczano, że przy założeniu braku podwyżki stawki podatku VAT na żywność i utrzymania cen energii na niezmiennym poziomie do końca br., inflacja od lutego do końca 2024 r. mogłaby pozostać na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Natomiast w przypadku przywrócenia z zera do 5% stawki podatku VAT na żywność oraz całościowego lub częściowego zniesienia dopłat do cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Ponadto część członków Rady zwróciła uwagę, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest także kształtowanie się cen surowców oraz powrót napięć w handlu międzynarodowym w związku z sytuacją na Morzu Czerwonym, która spowodowała silny wzrost cen frachtu w ostatnich miesiącach.

Także omawiając perspektywy inflacji bazowej w dalszym horyzoncie, członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się niepewność co do jej dalszego kształtowania się, związana w szczególności z tempem ożywienia gospodarczego w Polsce i jego wpływem na presję inflacyjną. Część członków Rady oceniała, że czynnikiem, który może podwyższać inflację bazową będzie istotny wzrost wynagrodzeń w sektorze publicznym. Będzie on bowiem oddziaływał w kierunku wyższej dynamiki płac w całej gospodarce i wyższego popytu konsumpcyjnego. Podobny efekt miałyby realizacja zapowiedzi innych działań fiskalnych, takich jak wzrost kwoty wolnej od podatku dochodowego, przy czym część członków Rady zaznaczała, że obecnie nie ma jasności, czy i w jakim stopniu propozycje te będą realizowane. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście, że – zwłaszcza wobec konieczności wzrostu wydatków publicznych na cele wojskowe i na transformację energetyczną – pole dla zwiększenia ekspansywności polityki fiskalnej jest ograniczone i należy się raczej spodziewać działań konsolidacyjnych.



Większość członków Rady oceniła, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku niższej krajowej inflacji. W I kw. 2024 r. roczna dynamika CPI prawdopodobnie istotnie spadnie, przy czym spadek inflacji bazowej będzie wolniejszy. Natomiast w kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest wysoką niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w II połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć. Jednocześnie w kierunku wyższej presji popytowej w gospodarce oddziaływać będzie podwyższona dynamika nominalnych 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.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wobec nadal wysokiej rocznej dynamiki cen oraz podwyższonych oczekiwań inflacyjnych, a także oczekiwanego dalszego ożywienia popytu i podejmowanych działań fiskalnych, 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 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: 8 marca 2024 r.