

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 lutego 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że informacje napływające z gospodarki światowej sygnalizują stabilizowanie się tempa wzrostu gospodarczego na relatywnie niskim poziomie. Mimo pewnej poprawy nastrojów w ostatnim czasie, koniunktura w części gospodarek pozostaje osłabiona, a dostępne prognozy wskazują na stabilizację lub jedynie nieznaczny wzrost dynamiki globalnego PKB w 2020 r. wobec poprzedniego roku. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw globalnej koniunktury, związana między innymi z trudnym do oceny wpływem rozprzestrzeniania się koronawirusa na aktywność gospodarczą.

W strefie euro, wobec trwającej dekonunktury w przemyśle, dynamika wzrostu gospodarczego w IV kw. 2019 r. obniżyła się. Zaznaczano, że sytuacja w sektorze przemysłowym strefy – mimo pewnego wzrostu wskaźników PMI – pozostaje niekorzystna. Wpływa to negatywnie na perspektywy wzrostu w strefie euro, a aktualne prognozy wskazują, że dynamika PKB w bieżącym roku będzie tam nieznacznie niższa niż w ubiegłym. W Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest relatywnie dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych. Dynamika PKB w IV kw. ub.r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale, choć była nadal ograniczana przez osłabioną aktywność w przemyśle. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że koniunktura w tej gospodarce może się pogorszyć, na co – ich zdaniem – wskazuje ujemna różnica w rentownościach krótko- i długoterminowych papierów skarbowych. W Chinach dynamika PKB w IV kw. ustabilizowała się na poziomie niższym niż w poprzednich latach.

W ostatnim okresie ceny ropy naftowej na rynku światowym – po wcześniejszym wzroście – silnie się obniżyły. Oceniano, że przyczyniły się do tego obawy o spadek popytu na ten surowiec w kolejnych kwartałach w związku z możliwym negatywnym wpływem koronawirusa na wzrost aktywności gospodarczej w Chinach. Obawy te skutkowały także spadkiem cen gazu ziemnego oraz metali przemysłowych. Jednocześnie, w ostatnich miesiącach wzrosły ceny wielu surowców żywnościowych, a indeks ich cen kształtuje się obecnie na wysokim poziomie. Drożęjąca żywność oraz wcześniejszy wzrost cen ropy przyczyniły się do wzrostu inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w 2019 r., utrzymuje je na niezmiennym poziomie. Ponadto w ostatnim okresie politykę pieniężną poluzowało kilka banków centralnych dużych gospodarek wschodzących.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwrócono uwagę, że koniunktura pozostaje dobra, choć tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się. Zaznaczano, że na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2019 r. można szacować, że dynamika PKB w IV kw. obniżyła się silniej niż oczekiwano. Pozytywnie na wzrost PKB oddziałuje wzrost konsumpcji, który jednak prawdopodobnie spowolnił mimo dobrej sytuacji finansowej

gospodarstw domowych. Część członków Rady oceniała, że mogło się do tego przyczynić pewne pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że w kierunku obniżenia realnej dynamiki konsumpcji mogła także oddziaływać wyższa niż na początku 2019 r. dynamika cen.

Zaznaczano, że wstępne szacunki PKB mogą sugerować, że dynamika inwestycji w IV kw. wzrosła. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na niepewność dotyczącą tempa wzrostu inwestycji w IV kw., związaną ze słabszymi odczytami niektórych danych sektorowych z ostatnich miesięcy.

Według wstępnych szacunków, w IV kw. 2019 r. utrzymał się także wzrost eksportu, choć jego dynamika była prawdopodobnie niższa niż w poprzednim kwartale. Wskazywano, że pozytywnie na tempo jego wzrostu oddziałuje silny wzrost eksportu usług. Natomiast wzrost sprzedaży zagranicznej towarów prawdopodobnie wyhamował. Oceniano, że sygnalizuje to nasilający się wpływ osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki na sprzedaż zagraniczną i krajową aktywność gospodarczą.

Członkowie Rady oceniali, że wobec niższej od oczekiwań implikowanej dynamiki PKB w IV kw., tempo wzrostu gospodarczego w bieżącym roku może być także wolniejsze od wcześniej prognozowanego i niższe od szacowanej dynamiki produktu potencjalnego. W tym kontekście część członków Rady zwracała uwagę na ponowny spadek – po kilku miesiącach poprawy – wskaźnika PMI oraz wyniki badań ankietowych NBP sygnalizujące pogorszenie prognoz dotyczących sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz ich aktywności inwestycyjnej w bieżącym roku. Wskazywali oni także, że perspektywy aktywności gospodarczej w najbliższym otoczeniu Polski pozostają istotnym źródłem ryzyka wolniejszego wzrostu w krajowej gospodarce.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych wskazywano, że roczna inflacja CPI w grudniu 2019 r. wyniosła 3,4% r/r. Do wzrostu dynamiki cen przyczynił się przede wszystkim wzrost cen żywności – związany głównie z rozprzestrzenianiem się epidemii ASF – oraz wzrost cen paliw – wynikający z wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie podwyżki opłat za wywóz śmieci i opłat ubezpieczeniowych, a także wzrost cen biletów lotniczych znalazły odzwierciedlenie w wyższej dynamice cen usług. Zwracano także uwagę na wysoką dynamikę cen administrowanych. W efekcie wzrosła także inflacja bazowa, kształtując się jednak nadal na umiarkowanym poziomie. Część członków Rady wyrażała opinię, że wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen usług jest naturalną i oczekiwaną reakcją gospodarki na utrzymujący się od wielu kwartałów wzrost popytu konsumpcyjnego i dochodów. Jednocześnie wskazywano, że dynamika cen towarów nieżywnościowych jest nadal niska, przez co łączna dynamika cen towarów i usług po wyłączeniu wpływu czynników podażowych i regulacyjnych pozostaje umiarkowana.

Członkowie Rady wskazywali, że według bieżących prognoz inflacja w najbliższych miesiącach wzrośnie i może przekroczyć górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Zaznaczano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynią się przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym i regulacyjnym, które pozostają poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej – takie jak wzrost cen energii elektrycznej, dalsze wzrosty opłat za wywóz śmieci, podwyżki akcyzy, rosnące ceny mięsa wynikające z dalszego

rozprzestrzeniania się epidemii ASF oraz związanego z tym silnego wzrostu popytu Chin na europejską wieprzowinę. Większość członków Rady zwracała uwagę, że czynniki podwyższające inflację będą miały charakter szoków podażowych, a więc będą równocześnie negatywnie oddziaływały na dynamikę zagregowanego popytu. W efekcie, członkowie ci oceniali, że wzrost dynamiki cen powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego będzie miał przejściowy charakter, a wraz z wygaśnięciem wpływu wskazanych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem wzrostu gospodarczego inflacja obniży się, powracając w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w pobliże celu inflacyjnego.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że biorąc pod uwagę możliwą uporczywość części czynników podwyższających inflację dynamika cen może być wyższa od obecnie prognozowanej. Jednocześnie skala osłabienia wzrostu gospodarczego będzie – zdaniem tych członków Rady – ograniczona i nie przełoży się na istotne osłabienie presji popytowej. Członkowie ci oceniali, że wobec podwyższonej bieżącej inflacji istnieje ryzyko nasilenia się presji płacowej i wystąpienia efektów drugiej rundy. W efekcie, choć dynamika cen w II połowie 2020 r. będzie prawdopodobnie niższa niż w I połowie roku, to – według tych członków Rady – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej może utrzymać się powyżej celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali także, że w ostatnim okresie wzrosły niektóre miary oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Ocenili oni, że rosnące oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw – w warunkach niższej niż w poprzednich latach rentowności ich działalności – mogą nasilać ich skłonność do podnoszenia cen.

Większość członków Rady zwracała jednak uwagę, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw mają adaptacyjny charakter i ich wzrost odzwierciedla głównie wyższy bieżący poziom inflacji. Wskazywano, że w sytuacji oczekiwanego spowolnienia gospodarczego skłonność i możliwości podnoszenia cen produktów przez przedsiębiorstwa będą ograniczone. Ponadto zaznaczano, że prognozy analityków finansowych dotyczące inflacji wskazują na jej obniżenie w pobliżu 2,5% w przyszłym roku.

Większość członków Rady zwracała uwagę, że w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych na świecie, realne stopy procentowe kształtują się na ujemnym poziomie w wielu krajach, w tym we wszystkich gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, a ich poziom w Polsce jest jednym z wyższych wśród tych gospodarek. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że choć w Polsce stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna, to realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest wyraźnie dodatnie. Zaznaczali oni także, że średnie oprocentowanie nowych umów kredytowych dla gospodarstw domowych w Polsce jest obecnie jednym z najwyższych wśród gospodarek Unii Europejskiej. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę na wyraźne spowolnienie wzrostu kredytu w gospodarce w ostatnim okresie. Podkreślali także, że w 2019 r. nastąpiło dalsze obniżenie relacji kredytu do PKB.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że – przy braku podwyżek stóp NBP – prognozowany wzrost inflacji spowoduje obniżenie się stopy referencyjnej NBP w ujęciu

realnym do bardziej ujemnego poziomu. Członkowie ci oceniali, że ujemny poziom realnych stóp procentowych przyczynia się do szybkiego – ich zdaniem – wzrostu kredytu, w tym w szczególności kredytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Wyrażali oni także opinię, że niski poziom realnych stóp procentowych odpowiada za wysoką dynamikę depozytów bieżących, a także zwiększa popyt na inne, bardziej ryzykowne aktywa, w tym nieruchomości.

Biorąc pod uwagę aktualne informacje i prognozy większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB będzie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Rada zaznaczyła, że według bieżących prognoz inflacja w najbliższych miesiącach może przekroczyć górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Jednocześnie czynniki, które prawdopodobnie podwyższą wskaźnik CPI w nadchodzących miesiącach, mają głównie charakter podażowy i regulacyjny, przez co będą one tylko przejściowo wpływać na inflację, a jednocześnie będą negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą. W efekcie, wraz z oczekiwanym obniżeniem dynamiki wzrostu gospodarczego, inflacja będzie się obniżać i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej powróci w pobliże celu inflacyjnego. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych będzie więc sprzyjał utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej, a jednocześnie umożliwi realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prawdopodobnie silniejszym niż wcześniej prognozowano osłabieniu się tempa wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady, uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, ewentualne podniesienie stóp procentowych w obecnych uwarunkowaniach nie zapobiegłoby przejściowemu wzrostowi inflacji w 2020 r., a jednocześnie mogłoby dodatkowo pogłębić spowolnienie wzrostu gospodarczego i przyczynić się do obniżenia inflacji poniżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej może być wyższa niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że takie ryzyko jest związane z możliwą uporczywością części czynników podwyższających obecnie dynamikę cen. W opinii tych członków Rady, jeśli napływające dane oraz projekcja będą wskazywały na wzrost tego ryzyka, wówczas w najbliższym czasie uzasadnione może być podwyższenie stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że rośnie ryzyko silniejszego i bardziej trwałego osłabienia globalnej koniunktury, a jednocześnie pojawiają się kolejne sygnały wskazujące na przekładanie się słabej koniunktury na świecie na wzrost gospodarczy w

Polsce. Jednocześnie ryzyko odchylenia się inflacji od celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest ograniczone. W efekcie podtrzymano opinię, że uzasadnione jest już obecnie obniżenie stóp procentowych NBP, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 20 lutego 2020 r.