

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niska oraz utrzymuje się niepewność dotycząca perspektyw kształtowania się globalnej koniunktury. Zwracano przy tym uwagę, że produkcja przemysłowa spada w ujęciu rocznym w prawie wszystkich największych gospodarkach świata, a prognozy globalnego wzrostu gospodarczego są obniżane. W efekcie, zgodnie z niektórymi prognozami, dynamika światowego PKB w tym roku może być najniższa od 10 lat, a w 2020 r. ma ona pozostać niska, zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych.

W strefie euro roczna dynamika PKB w III kw. br. pozostała niska. Wskazywano, że negatywnie na wzrost PKB w tej gospodarce oddziałuje dekonunktura w przemyśle. W związku z tym zwracano uwagę, że wskaźnik PMI dotyczący koniunktury w przemyśle strefy euro wciąż sugeruje utrzymywanie się tendencji recesyjnych, choć w ostatnim okresie przestał się pogarszać. Podkreślano zarazem, że koniunktura w usługach w strefie euro pozostaje korzystna, jednak część członków Rady zauważała, że wskaźnik dotyczący nowych zamówień w tym sektorze wyraźnie się obniżył, co może sygnalizować pogorszenie się koniunktury w usługach w nadchodzącym okresie.

Zaznaczano, że w Niemczech kwartalne tempo wzrostu PKB w III kw. br. prawdopodobnie pozostało niskie. Podkreślano, że produkcja przemysłowa w tej gospodarce silnie spada już od kilku miesięcy, a napływające dane o koniunkturze sugerują kontynuację negatywnych tendencji w przemyśle. Zwracano uwagę, że prognozy wzrostu PKB dla tej gospodarki przewidują niski wzrost gospodarczy również w 2020 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że we Francji koniunktura pozostaje lepsza niż w Niemczech.

Członkowie Rady oceniali, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje relatywnie korzystna, jednak tempo wzrostu PKB w III kw. br. w tej gospodarce się zmniejszyło. Podkreślano, że wzrost PKB w tej gospodarce wciąż podtrzymuje konsumpcja, wspierana przez solidne tempo wzrostu wynagrodzeń i niskie bezrobocie. Natomiast roczne dynamiki inwestycji i eksportu były w III kw. zbliżone do zera.

Inflacja w wielu krajach na świecie w ostatnich miesiącach się obniżyła i pozostaje umiarkowana. Zwracano w związku z tym uwagę na spadek inflacji w strefie euro, w tym w jej największych gospodarkach, wyraźnie poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego. Jednocześnie wskazywano, że w szybciej rosnących gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej, należących do tego obszaru walutowego, inflacja jest wyższa.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ceny ropy naftowej na świecie utrzymują się na umiarkowanym poziomie, co jest jednym z czynników sprzyjających niskiej inflacji. Niektórzy członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że ceny tego surowca mogą pozostać

umiarkowane również w kolejnych kwartałach ze względu na niski wzrost gospodarczy na świecie oraz spodziewany wzrost produkcji ropy.

Członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnim okresie wiele banków centralnych złągodziło politykę pieniężną. Wskazywano przy tym, że Rezerwa Federalna w październiku po raz trzeci w tym roku obniżyła stopy procentowe, sygnalizując jednocześnie prawdopodobny brak zmian stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z aktualnymi oczekiwaniami rynkowymi kolejną decyzją Rezerwy Federalnej może być dalsza obniżka stóp procentowych, choć nie w najbliższych miesiącach.

Podkreślano, że Europejski Bank Centralny, po poluzowaniu polityki pieniężnej we wrześniu, w październiku nie zmienił jej parametrów. Wskazywano przy tym, że rynki finansowe oczekują dalszych cięć stopy depozytowej EBC w przyszłości i spodziewają się, że stopa ta pozostanie ujemna przez kilka najbliższych lat.

Członkowie Rady zaznaczali, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż napływające dane wskazują na prawdopodobne obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br., przede wszystkim ze względu na osłabienie koniunktury za granicą. Podkreślano, że na obniżenie rocznej dynamiki PKB w III kw. br. wskazuje niższa dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w tym okresie. Zwracano przy tym uwagę na dalszy – choć prawdopodobnie wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost inwestycji w III kw. br. Część członków Rady zaznaczała, że spadek wskaźnika PMI w ostatnim okresie sugeruje, że pogorszenie koniunktury za granicą przekłada się na zmianę oceny koniunktury przez część przedsiębiorców. Część członków Rady zwracała uwagę, że pomimo niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro, utrzymuje się wzrost polskiego eksportu, czemu sprzyja większa dywersyfikacja geograficzna jego odbiorców.

Członkowie Rady oceniali, że pozytywnie na koniunkturę gospodarczą w Polsce oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego, związany z bardzo dobrymi nastrojami konsumentów, korzystną sytuacją na rynku pracy i wypłatami świadczeń społecznych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że choć sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo dobra, to roczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniża się, a dynamika wynagrodzeń pozostaje stabilna.

Członkowie Rady oceniali, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Większość członków Rady była przy tym zdania, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie zbliżona do przedstawionej w listopadowej projekcji. Wskazywano, że w kierunku spowolnienia dynamiki PKB może oddziaływać obserwowane pogorszenie koniunktury za granicą oraz możliwe obniżenie się dynamiki inwestycji. Jednocześnie stabilizująco na koniunkturę będzie oddziaływał dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego.

Część członków Rady oceniała, że utrzymuje się ryzyko, że wzrost PKB będzie niższy niż przewidywany w ścieżce centralnej listopadowej projekcji. Wskazywano przy tym, że w kierunku niższej dynamiki PKB w Polsce może oddziaływać silniejsze niż się oczekuje

spowolnienie wzrostu gospodarczego za granicą. Według niektórych członków Rady czynnikiem ryzyka dla wzrostu konsumpcji w kolejnych kwartałach może być wzrost dynamiki cen usług, który może negatywnie wpłynąć na nastroje konsumentów i oddziaływać w kierunku spadku siły nabywczej ich dochodów.

Członkowie Rady wskazywali, że według wstępnych szacunków GUS inflacja w październiku wyniosła 2,5% r/r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływała podwyższona – choć obniżająca się – dynamika cen żywności, natomiast ograniczająco na inflację CPI wpływał spadek cen energii. Większość członków Rady wskazywała, że inflacja bazowa w ostatnim okresie wzrosła, jednak pozostaje umiarkowana. Członkowie ci podkreślali, że dynamika cen towarów pozostaje bardzo niska, a w kierunku wyższej inflacji bazowej oddziałuje wzrost dynamiki cen usług, związany częściowo z podniesieniem niektórych opłat administrowanych, a częściowo ze wzrostem wynagrodzeń następującym w warunkach konwergencji polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na niski deflator sprzedaży detalicznej oraz utrzymującą się od kilku miesięcy bardzo niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że wyższa dynamika cen usług wynika także z utrzymującej się presji popytowej w gospodarce. Zwracali oni także uwagę, że deflator wartości dodanej w gospodarce jest obecnie wyższy niż dynamika cen konsumpcyjnych.

Większość członków Rady wskazywała, że według ścieżki centralnej listopadowej projekcji, inflacja CPI w I kw. 2020 r. przejściowo wzrośnie, po czym w kolejnych kwartałach obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Wskazywano, że ograniczająco na inflację w kolejnych latach będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oraz prawdopodobne utrzymywanie się niskiej inflacji za granicą. Większość członków Rady zwracała także uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się cen energii w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na wyraźną – w ich opinii – presję popytową w gospodarce, inflacja może w kolejnych kwartałach utrzymać się na poziomie wyższym niż przewiduje ścieżka centralna projekcji. W tym kontekście zwracali oni także uwagę na wysoki – ich zdaniem – wzrost kredytu dla gospodarstw domowych oraz dynamikę agregatów monetarnych przewyższającą nominalne tempo wzrostu PKB. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest niska i się obniża.

Większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych kwartałach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. W ocenie większości członków Rady inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Większość członków Rady oceniła zatem, że obecny poziom stóp

procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła również opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje oraz wyniki projekcji, 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 prognozowanym stopniowym obniżaniu się tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury. W opinii tych członków Rady czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia się inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, 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: 21 listopada 2019 r.