

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

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane wskazują na osłabienie koniunktury w części największych gospodarek. Towarzyszył temu wzrost niepewności dotyczącej kształtowania się aktywności w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach. Zaznaczano, że dynamika PKB w strefie euro w IV kw. utrzymała się na niskim poziomie, a perspektywy koniunktury w tej strefie nieco się pogorszyły. Osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w ostatnim okresie było szczególnie wyraźne w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Zwracano także uwagę na dalsze stopniowe obniżanie się wzrostu aktywności gospodarczej w Chinach. Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że mimo obniżenia dynamiki PKB w IV kw., koniunktura w tej gospodarce pozostaje dobra.

Wskazywano, że – po silnym spadku w ostatnim kwartale ub.r. – ceny ropy naftowej od początku roku nieco wzrosły. W kierunku wzrostu cen tego surowca oddziaływało ograniczenie jego wydobycia w krajach należących do OPEC, przy utrzymywanych sankcjach na import ropy z Iranu i Wenezueli. Ograniczająco na skalę wzrostu cen ropy oddziaływało natomiast obniżenie bieżącego zapotrzebowania i pogorszenie perspektyw popytu na ten surowiec w związku z osłabieniem koniunktury w gospodarce globalnej oraz napięciem między Stanami Zjednoczonymi i Chinami.

Analizując kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej przyczynia się do obniżenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, jest obecnie niska.

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową od 4,5 roku poniżej zera. Jednocześnie EBC reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych. Zwracano uwagę, że – wobec pogorszenia koniunktury w strefie euro i wzrostu niepewności dotyczącej jej perspektyw – EBC na ostatnim posiedzeniu złagodził swoją retorykę i uzależnił swoje dalsze decyzje od napływających danych. Część członków Rady oceniło, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w strefie euro wyraźnie się obniżyło. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych – po podwyżce w grudniu 2018 r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie i na ostatnim posiedzeniu także złagodziła stanowisko dotyczące perspektyw polityki pieniężnej. Część członków Rady wyraziła opinię, że również w tej gospodarce dalsze podwyżki stóp procentowych mogą już nie nastąpić, a możliwe jest nawet zahamowanie procesu zmniejszania bilansu Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że wstępne dane o PKB w 2018 r. potwierdziły bardzo dobrą sytuację gospodarczą w Polsce w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że utrzymała się wysoka dynamika spożycia indywidualnego i – w efekcie – poziom konsumpcji na przestrzeni ostatnich dwóch lat wyraźnie się zwiększył.

Zaznaczano, że szybkiemu wzrostowi gospodarczemu w zeszłym roku nie towarzyszyło narastanie jakichkolwiek nierównowag makroekonomicznych. Wskazywano, że w 2018 r. utrzymywała się nadwyżka w handlu zagranicznym, dynamika kredytu dla sektora niefinansowego – choć wyższa niż w 2017 r. – pozostawała umiarkowana, a średnioroczna inflacja wyniosła 1,6%.

Odnosząc się do wzrostu gospodarczego w IV kw., wskazywano, że wstępne dane roczne o rachunkach narodowych sugerują, że dynamika PKB w tym okresie pozostała relatywnie wysoka, choć była prawdopodobnie nieco niższa niż w poprzednich kwartałach. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że w IV kw. utrzymał się także wzrost inwestycji, choć ich dynamika była ograniczana przez prawdopodobne osłabienie wzrostu nakładów inwestycyjnych w jednostkach samorządowych. Zwracano uwagę, że dane z rachunków narodowych wskazują, iż – mimo osłabienia koniunktury za granicą – wkład eksportu netto do dynamiki PKB był w IV kw. dodatni.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że napływające w ostatnim okresie informacje wskazują na prawdopodobne osłabienie wzrostu aktywności gospodarczej w I kw. br. Podtrzymywano ocenę, że – mimo pewnego pogorszenia perspektyw wzrostu w najbliższym otoczeniu Polski – dynamika PKB w Polsce w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie obniżać się jedynie stopniowo i koniunktura w kraju pozostanie relatywnie korzystna, chociaż niepewność dotycząca przyszłej dynamiki PKB w ostatnim okresie wzrosła.

Analizując sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki zatrudnienia. W ocenie części członków Rady mogło to odzwierciedlać nie tylko ograniczenia podażowe, ale także osłabienie wzrostu popytu na pracę. Wskazywano, że w grudniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać, że jej wcześniejszy wzrost wynikał z czynników o charakterze przejściowym. Członkowie ci oceniali także, że – mimo deklarowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia presji płacowej – tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach powinno pozostać stabilne, ze względu na prawdopodobnie niższą skłonność firm do podwyższania wynagrodzeń w warunkach osłabienia popytu zewnętrznego. Wyrażano opinię, że mimo to nie można wykluczyć wzrostu dynamiki płac w całej gospodarce, szczególnie gdyby zwiększyła się dynamika wynagrodzeń w sektorze publicznym. Część członków Rady podkreślała przy tym, że ewentualny wzrost dynamiki płac w gospodarce, przy oczekiwanym obniżeniu dynamiki PKB, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę.

Dyskutując nad długoterminowymi uwarunkowaniami polskiego rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się w przeszłości szybszy wzrost wydajności pracy niż mediany i dominanty realnych wynagrodzeń. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że występowanie takiej rozbieżności wynikało z rosnącego udziału polskich firm w globalnych łańcuchach produkcji i postępu technologicznego. Inni członkowie Rady

zaznaczali, że obecnie dynamika produktywności pracy jest niższa od dynamiki realnych wynagrodzeń, a utrzymywanie się odwrotnej zależności w przeszłości nie musi wpływać na aktualną politykę cenową przedsiębiorstw.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w poprzednich latach wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się w ostatnich miesiącach i pozostaje umiarkowana. Zaznaczano, że w kierunku obniżenia dynamiki cen oddziałują niższe niż w III kw. ub.r. ceny ropy naftowej na rynkach światowych, choć – w opinii niektórych członków Rady – ich wpływ na ceny paliw jest ograniczany przez strukturę rynku paliwowego w Polsce. Wskazywano ponadto, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała niska. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymywanie się niskiej inflacji bazowej w warunkach wyższej niż w poprzednich latach dynamiki wynagrodzeń, wynika z prawdopodobnie wolniejszego wzrostu mediany płac, która może mieć istotny wpływ na procesy inflacyjne.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak skala tego wzrostu będzie niewielka i wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. Zaznaczano, że zgodnie z tymi prognozami, średnia inflacja w bieżącym roku będzie niższa od 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych miesiącach będą prawdopodobnie rosnące ceny żywności, przy czym skala tego wzrostu pozostaje czynnikiem niepewności dla kształtowania się dynamiki cen. Część członków Rady oceniała, że dynamika cen może być niższa od obecnie prognozowanej ze względu na – oczekiwany przez nich – brak wyraźnego wzrostu inflacji bazowej w warunkach spowolniającego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że do silniejszego wzrostu inflacji przyczynić się mogą rosnące koszty produkcji, które wobec relatywnie niskiej – w opinii tych członków Rady – rentowności przedsiębiorstw w niektórych gałęziach gospodarki, mogą skłaniać je do podnoszenia cen produktów. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że rentowność w sektorze przedsiębiorstw pozostaje zbliżona do obserwowanej w poprzednich latach, a skłonność firm do podnoszenia cen będzie ograniczana przez silną konkurencję.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się prawdopodobnie kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Zaznaczano, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. Zwracano także uwagę, że oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych – po przejściowym wzroście w grudniu – ponownie się obniżyły. Część członków Rady oceniała, że także wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw pod koniec ub.r. mógł mieć przejściowy charakter. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że ewentualne utrzymanie się oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie mogłoby stanowić czynnik oddziałujący w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Wskazywali oni także na ryzyko wzrostu cen energii w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kolejnych latach osłabnąć może oddziaływanie czynników, które

dotychczas ograniczały wzrost dynamiki cen, takich jak wzrost liczby sklepów dyskontowych oraz zmiana struktury konsumpcji.

Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen zwiększy się, jednak – ze względu na niższy niż w III kw. ub.r. poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Rada oceniła zatem, że obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Większość członków Rady wyraziła opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym w szczególności wyraźny spadek ryzyka trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy jednoczesnym wzroście niepewności dotyczącej skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych, które przyczyniłyby się do wzrostu inflacji do poziomu, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza istotnie zmalało w ostatnich miesiącach.

Pojawiła się także opinia, że w razie hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej, połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 21 lutego 2019 r.