

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Nastroje w sektorze przemysłowym są nadal słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Jednocześnie, choć sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, to napływające informacje wskazują na jej możliwe pogorszenie w kolejnych miesiącach. Towarzyszy temu podwyższona niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikająca częściowo z dalszych możliwych zmian w polityce handlowej głównych gospodarek.

Członkowie Rady zaznaczali, że w strefie euro utrzymuje się obniżona dynamika aktywności gospodarczej. Zwracano uwagę na osłabioną koniunkturę w przemyśle tej strefy, podkreślając, że produkcja przemysłowa w Niemczech obniżyła się w ostatnim okresie. Towarzyszy temu nadal dobra sytuacja w sektorze usług. Część członków Rady oceniała jednak, że utrzymująca się dekoniunktura w przemyśle może z czasem wpłynąć negatywnie na nastroje gospodarstw domowych i oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności w usługach. Podkreślano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w bieżącym roku wyraźnie niższa niż w 2018 r. Część członków Rady zaznaczała, że istnieje znaczne ryzyko, że wzrost w tej strefie będzie wolniejszy od prognoz, szczególnie gdyby wprowadzono cła na eksport części produktów europejskich do Stanów Zjednoczonych.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że pozostaje ona dobra. Przy czym ostatnie odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe osłabienie aktywności w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, a prognozy wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że napływające dane wskazują na pogorszenie koniunktury w II kw. 2019 r.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona zmienność cen ropy naftowej, które jednak pozostawały niższe niż przed rokiem. Towarzyszył temu wzrost cen części produktów żywnościowych na rynkach światowych. Podkreślano, że inflacja w wielu krajach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Zwracano uwagę, że w strefie euro inflacja obniżyła się w ostatnim okresie, a inflacja bazowa ukształtowała się poniżej 1%.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą, zwracano uwagę na wyraźną zmianę retoryki głównych banków centralnych w ostatnich miesiącach. Wskazywano, że Rezerwa Federalna – choć dotychczas utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie – to stopniowo ograniczała zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując możliwość poluzowania polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, oraz reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył sygnalizowany okres utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie oraz wskazał na możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczyła, że także w regionie Europy

Środkowo-Wschodniej – mimo, iż w części gospodarek inflacja kształtuje się powyżej celów inflacyjnych – banki centralne nie sygnalizują zacieśniania polityki pieniężnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Napływające dane wskazują także na kontynuację znaczącego wzrostu inwestycji i eksportu.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniła, że wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci wyrażali opinię, że możliwe jest także spowolnienie wzrostu eksportu, w sytuacji ewentualnego pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych i osłabienia popytu konsumpcyjnego w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowi ci zaznaczali także, że w sytuacji silniejszego osłabienia koniunktury w strefie euro, dynamika PKB w Polsce może być niższa od prognozowanej w lipcowej projekcji NBP. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że tempo wzrostu gospodarczego może ukształtować się powyżej poziomu oczekiwanego w lipcowej projekcji. Oceniali oni, że wpływ spowolnienia wzrostu za granicą na polską gospodarkę może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – niewielki i słabszy od oczekiwań.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju obniżyła się. Część członków Rady oceniała, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Jednocześnie wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw, mimo nieco wyższej dynamiki w maju, rosną w relatywnie stabilnym tempie. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności dla przyszłej sytuacji na rynku pracy jest zmiana przepisów regulujących zatrudnienie pracowników spoza UE w Niemczech. Wskazywano, że może się to przyczynić do odpływu z polskiego rynku pracy części pracowników z Ukrainy, ale skala tego zjawiska jest trudna do oszacowania. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie liczby pracowników z Ukrainy aktywnych na polskim rynku pracy wraz z oczekiwanym przez tych członków Rady wzrostem dynamiki płac w sektorze publicznym, może przyczynić się do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, a co za tym idzie dynamiki cen. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wobec oczekiwanego stopniowego obniżania się dynamiki PKB w Polsce, ryzyko przyspieszenia wzrostu płac i inflacji jest niskie.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wzrosła, jednak pozostaje na umiarkowanym poziomie. Do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Towarzyszył temu wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że inflacja bazowa wzrosła w umiarkowanym stopniu i pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost inflacji bazowej – wraz z wyższą dynamiką cen dóbr

znajdujących się pod wpływem krajowej koniunktury i cen usług – wskazuje na narastanie presji popytowej w gospodarce.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z projekcją NBP dynamika cen w niemal całym horyzoncie projekcji ma pozostać zbliżona do 2,5%, z wyjątkiem początku 2020 r., gdy ze względu na oddziaływanie przejściowych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej czynników, może znaleźć się na wyższym poziomie, choć nadal poniżej górnej granicy odchyień od celu. Członkowie ci zwracali uwagę, że ma temu towarzyszyć jedynie stopniowy wzrost inflacji bazowej. Część członków Rady wyrażała opinię, że w przypadku ewentualnego silniejszego obniżenia dynamiki PKB w strefie euro i – w konsekwencji – w Polsce, dynamika cen może być niższa od prognozowanej. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że ścieżka inflacji z lipcowej projekcji NBP jest wyższa niż w projekcji z marca, a dynamika cen ma kształtować się w górnym przedziale odchyień od celu przez większość uwzględnionego w niej okresu. Wyrażali oni opinię, że do wzrostu inflacji w kolejnych latach przyczynić się może oczekiwany przez tych członków Rady dalszy wzrost dynamiki cen usług oraz silniejsze przełożenie rosnących kosztów przedsiębiorstw na ceny produktów końcowych. Członkowie ci oceniali, że przewidywany wyższy poziom inflacji na początku przyszłego roku może się utrwalić, a dynamika cen w całym horyzoncie projekcji może być wyższa od prognozowanej.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci zaznaczali, że wobec prognozowanego wzrostu inflacji, stabilizacja stóp NBP będzie przyczyniała się do dalszego obniżania się stóp realnych, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że realne stopy procentowe w Polsce są jednymi z najwyższych w Europie, a tempo wzrostu kredytu jest umiarkowane i niższe od dynamiki depozytów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Zdaniem tych członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie inflacja pozostanie umiarkowana i 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, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci zaznaczali, że przemawiają za tym aktualne prognozy wskazujące na ograniczone ryzyko trwałego odchylenia dynamiki cen od celu inflacyjnego. Podkreślali oni, że za stabilizacją stóp przemawia także utrzymująca się podwyższona niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury w gospodarce światowej, a także jego przełożenia na krajową koniunkturę.

Część członków Rady zaznaczała, że w sytuacji wyraźnego wzrostu cen, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Natomiast niektórzy członkowie Rady ocenili, że tempo wzrostu gospodarczego i dynamika cen będą prawdopodobnie wyższe niż wskazuje aktualna projekcja. W efekcie, inflacja może – ich zdaniem – przekraczać cel inflacyjny w kolejnych latach. Ponadto wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, obniżyć się będzie poziom realnych stóp procentowych, co mogłoby – w opinii tych członków Rady – nadmiernie stymulować akcję kredytową i rodzić problem zbyt dużego zadłużenia gospodarstw domowych. W opinii tych członków Rady, dążąc do utrzymania stabilności cen i ograniczenia wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, wskazane jest podwyższenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

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.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. 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: 22 sierpnia 2019 r.