

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 października 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna mimo nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Zwracano uwagę, że uwarunkowania dalszego wzrostu konsumpcji w strefie euro pozostają korzystne, co powinno przemawiać za jedynie stopniowym spowolnieniem dynamiki PKB w tej strefie w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zaznaczała jednak, że w ostatnim okresie prognozy wzrostu dla strefy euro były obniżane, co – jeżeli będzie kontynuowane – może świadczyć o ryzyku silniejszego spowolnienia aktywności gospodarczej u najważniejszego partnera handlowego Polski. Podkreślano, że negatywnie na wzrost PKB w strefie euro oddziałuje pewne spowolnienie w handlu międzynarodowym, widoczne w szczególności w słabszym wzroście sprzedaży zagranicznej Niemiec. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dodatkowym ryzykiem dla koniunktury w najbliższym otoczeniu Polski są nasilające się okresowo napięcia związane z problemami silnie zadłużonej gospodarki włoskiej. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy utrzymuje się na wysokim poziomie, do czego przyczynia się nadal bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, wysokie ceny aktywów oraz stymulacja fiskalna.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że są one wyraźnie wyższe niż przed rokiem. W ostatnim okresie odnotowano wzrost cen ropy naftowej, węgla i gazu. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej pozostają pod znaczącym wpływem czynników geopolitycznych. Dalszemu wzrostowi cen sprzyja oczekiwany spadek podaży ropy wynikający z nałożenia sankcji na Iran oraz Wenezuelę, przy braku deklaracji zwiększenia wydobycia w krajach OPEC+, a także rosnący popyt na paliwa będący efektem wciąż korzystnej globalnej koniunktury. Na notowania cen ropy w ostatnim okresie miały ponadto wpływ informacje o zapasach i wydobyciu tego surowca w gospodarce amerykańskiej oraz oczekiwania co do ewentualnego rozpoczęcia sprzedaży ropy z zapasów strategicznych Stanów Zjednoczonych.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, wskazywano, że istotny wzrost cen surowców energetycznych przyczynił się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednak inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana mimo utrzymującej się tam dobrej koniunktury. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki w kolejnych kwartałach może być wyższa niż wcześniej prognozowano. Inni członkowie Rady zaznaczali dodatkowo, że w warunkach zwiększonych napięć w handlu międzynarodowym i wprowadzania ceł przez największe gospodarki dezinflacyjne oddziaływanie globalizacji na ceny może być słabsze niż dotychczas.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć od października w

zmniejszonej skali, i podtrzymuje zapowiedź zakończenia programu łagodzenia ilościowego z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – jeżeli oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie silniejsze niż wskazują na to aktualne prognozy – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać niskie dłużej niż to obecnie sygnalizuje EBC. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej i zgodnie z oczekiwaniami we wrześniu po raz kolejny podniosła stopy procentowe. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć oddziałuje to w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału z gospodarek wschodzących, to ryzyko silnego odpływu kapitału z krajów charakteryzujących się korzystną sytuacją gospodarczą i brakiem nierównowag zewnętrznych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że proces zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych może zakończyć się wcześniej niż się obecnie oczekuje.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane sugerują, że wzrost PKB w III kw. był nadal dość wysoki, choć nieco niższy niż w I połowie 2018 r. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że część danych o aktywności w sektorze przedsiębiorstw – w tym indeks PMI oraz dynamika produkcji przemysłowej – w ostatnim okresie osłabiła się. Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie się stopniowo obniżać w ślad za słabnącym tempem wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Zaznaczano, że na dynamikę PKB wciąż korzystnie wpływa rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń i bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji i prognozowane jest jego przyśpieszenie w III kw. br. Zwracano uwagę, że oprócz inwestycji publicznych rosną także nakłady na środki trwałe firm prywatnych, co potwierdzają dane z sektora dużych przedsiębiorstw za II kw.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano, że roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw jest nadal wysoka, choć stopniowo się obniża. Jednocześnie stopa bezrobocia pozostaje na niskim poziomie. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac, która jednak nie przyśpiesza. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach. Ich zdaniem wskazuje na to spadek odsetka firm planujących podwyżki oraz umiarkowany wzrost płac w sferze budżetowej zakładany w projekcie ustawy budżetowej, a także utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się, co wraz z prawdopodobnym nasilaniem się żądań płacowych w sferze budżetowej może przyczyniać się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że pomimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB, roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Według szybkiego szacunku GUS we wrześniu inflacja wyniosła 1,8% wobec 2,0% w poprzednich kilku miesiącach. Zaznaczano równocześnie, że inflacja bazowa jest niska, a dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu nieco się obniżyła. Niektórzy członkowie

Rady zwrócili uwagę, że w ostatnim okresie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostały stabilne, natomiast oczekiwania przedsiębiorstw wzrosły.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w I połowie 2019 r. będzie wyższa niż obecnie. Członkowie Rady zaznaczali, że do wzrostu inflacji przyczynią się głównie wyższe ceny energii związane z wyższymi cenami surowców energetycznych, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla. Zdaniem niektórych członków Rady w kierunku wzrostu cen paliw może także oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej. Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji będzie również oczekiwana wyższa roczna dynamika cen części produktów żywnościowych będąca efektem tegorocznej suszy. Podkreślano, że źródłami podwyższonej inflacji będą zatem szoki podażowe, które jednocześnie będą negatywnie wpływały na rentowność firm i sytuację gospodarstw domowych. Z kolei inflacja bazowa ma rosnąć jedynie stopniowo i w I połowie 2019 r. powinna utrzymać się na poziomie niższym niż cel inflacyjny NBP.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost cen energii może podwyższać inflację nie tylko w krótkim, ale także w dłuższym okresie. Przyczynić się do tego może – w ich opinii – konieczność modernizacji dotychczasowej infrastruktury energetycznej, związana m.in. z dążeniem do dywersyfikacji źródeł pozyskania energii. Zdaniem tych członków Rady, choć podwyżki cen energii dla gospodarstw domowych prawdopodobnie będą w najbliższym czasie nieznaczne, to dla przedsiębiorstw mogą być istotne i zwiększą koszty działalności firm. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrosty cen energii mogą podwyższyć oczekiwania inflacyjne w gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że prawdopodobieństwo silnego wzrostu inflacji ze względu na wzrost kosztów energii jest ograniczane przez silną konkurencję wśród przedsiębiorstw, która może zwiększać skłonność firm do redukcji marż lub innych kosztów w celu zachowania udziału w rynku, a także oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. W odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych członkowie Ci zaznaczali, że w dłuższym okresie nie widać ryzyka ich nadmiernego wzrostu.

Większość członków Rady oceniała, że mimo szoków podażowych, które mogą podwyższyć inflację w I połowie 2019 r., w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku ograniczenia inflacji w kolejnych latach będzie oddziaływać obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że oczekiwana skala spowolnienia dynamiki PKB jest relatywnie niewielka, przez co w niewielkim stopniu może ograniczać presję inflacyjną.

Członkowie Rady podkreślali, że w polskiej gospodarce nie występują obecnie wyraźne nierównowagi zewnętrzne i wewnętrzne. Wskazywano, że saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, a dynamika kredytu dla sektora niefinansowego pozostaje umiarkowana, tj. niższa od wzrostu nominalnego PKB. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że choć rynek mieszkaniowy jest obecnie w fazie wysokiej aktywności, to kredyty mieszkaniowe nie rosną w nadmiernym tempie. Ponadto w II kw. sprzedaż

mieszkań była niższa niż w I kw., co może znaczyć, że ceny mieszkań osiągnęły poziom, który zaczyna ograniczać popyt na nie ze strony gospodarstw domowych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Jednocześnie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, 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, stabilizacja stóp w kolejnych kwartałach będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki oraz podwyższona niepewność co do perspektyw koniunktury w gospodarce światowej.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

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: 25 października 2018 r.