

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę na pogorszenie koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. W strefie euro, wraz z trwającą recesją w sektorze przemysłowym, obniżyło się roczne tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. W szczególności słaba pozostawała koniunktura w największych krajach tej gospodarki: w Niemczech kwartalna dynamika PKB wyniosła zero, a we Francji i Włoszech była ujemna. W Stanach Zjednoczonych tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. pozostało stabilne, pomimo osłabionej aktywności w przemyśle, jednak na początku 2020 r. doszło w tej gospodarce do pewnego pogorszenia koniunktury. Zwracano uwagę na wyraźne spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach na początku br.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnim czasie ze względu na rozprzestrzenianie się koronawirusa istotnie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw światowego wzrostu gospodarczego. W Chinach wstrzymana została produkcja w pewnych przedsiębiorstwach, w efekcie czego nastąpiło przerwanie części tzw. globalnych łańcuchów dostaw, a niektóre globalne firmy zawiesiły produkcję. Jednocześnie w wielu krajach spadł popyt na usługi turystyczne i transportowe. W tych warunkach prognozy wzrostu gospodarczego na świecie zostały obniżone oraz wyraźnie pogorszyły się nastroje na globalnych rynkach finansowych. Nastąpił silny spadek cen akcji oraz obniżyły się rentowności obligacji skarbowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę na wyraźny spadek cen ropy naftowej oraz cen skroplonego gazu ziemnego. Podkreślano jednak, że ceny wielu surowców żywnościowych utrzymały się na wysokim poziomie. W efekcie inflacja w gospodarce światowej, w tym w otoczeniu polskiej gospodarki, w ostatnich miesiącach wzrosła.

Ze względu na pogorszenie perspektyw koniunktury część banków centralnych obniżyło stopy procentowe lub zapowiedziało złagodzenie polityki pieniężnej. W szczególności stopy procentowe obniżyła Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed). Podkreślano, że Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Członkowie Rady zwracali uwagę, że rynki finansowej oczekują luzowania polityki pieniężnej przez EBC i dalszego obniżenia stóp procentowych przez Fed.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że możliwość przeciwdziałania gospodarczym skutkom koronawirusa poprzez luzowanie polityki pieniężnej jest ograniczona. W ich opinii wynika to częściowo z podażowego charakteru tego szoku oraz wysokiej niepewności gospodarczej, która mu towarzyszy. Członkowie ci wskazywali przy tym na ograniczoną przestrzeń do dalszego obniżania stóp procentowych w części gospodarek. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że obniżki stóp procentowych w wielu gospodarkach będą przeciwdziałać pogorszeniu się nastrojów oraz łagodzić skutki strat gospodarczych, a tym samym będą prowadzić do wsparcia koniunktury w dłuższym okresie.

Członkowie Rady oceniali, że w Polsce koniunktura pozostawała dobra mimo obniżania się tempa wzrostu gospodarczego. W IV kw. 2019 r. wzrost realnego PKB wyniósł 3,2% r/r.

Pozytywnie na wzrost gospodarczy oddziaływał systematyczny – choć wolniejszy niż we wcześniejszych kwartałach – wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Zwracano uwagę, że następował dalszy wzrost inwestycji, a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie się dynamiki popytu krajowego poniżej wieloletniej średniej.

Część członków Rady oceniała, że dane, które napłynęły na początku br. sugerują, że wzrost PKB w I kw. br. może być niższy niż w poprzednich latach. Wskazuje na to umiarkowany wzrost produkcji przemysłowej, obniżenie się dynamiki sprzedaży detalicznej oraz nieco gorsze – choć wciąż optymistyczne – nastroje gospodarstw domowych. Członkowie ci podkreślali jednak, że w styczniu dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła, co mogło częściowo wynikać z korzystnych warunków pogodowych w tym miesiącu. Dyskutując na temat bieżących danych niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się wskaźnika PMI poniżej 50 punktów oraz na pogorszenie się części innych wskaźników koniunktury.

Wskazywano, że na rynku pracy sytuacja pozostaje korzystna, choć dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieco się obniżyła. Natomiast dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wzrosła w styczniu br. (co mogło częściowo wynikać z podwyższenia płacy minimalnej), jednak pozostała zbliżona do poziomu obserwowanego w poprzednich dwóch latach. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że pewien wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w ostatnich miesiącach może sygnalizować pogorszenie się perspektyw rynku pracy.

Według wstępnych danych GUS inflacja w styczniu 2020 r. wzrosła powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Większość członków Rady podkreślała, że do wzrostu inflacji powyżej celu NBP przyczyniły się czynniki regulacyjne i podażowe pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. W szczególności obejmowały one wzrost cen energii elektrycznej, wyższe ceny paliw, wzrost opłat za wywóz śmieci, podwyższenie akcyzy na napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe, a także dalszy wzrost cen żywności nieprzetworzonej w związku z rozprzestrzenianiem się epidemii afrykańskiego pomoru świń w wielu krajach oraz ubiegłoroczną suszą. Podkreślano, że w kierunku wzrostu cen oddziaływały także czynniki popytowe związane z korzystną sytuacją finansową gospodarstw domowych, jednak same w sobie nie powodowały one przekroczenia celu inflacyjnego. Zwracano uwagę, że dynamika cen towarów nieżywnościowych i usług rynkowych – a więc tych cen, które kształtują się w dużym stopniu pod wpływem popytu, a nie pod wpływem czynników regulacyjnych i szoków podażowych – nie przekracza 2,5% r/r.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie wzrosły niektóre miary oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Większość członków Rady była jednak zdania, że wzrost ten należy wiązać z adaptacyjnym charakterem tych oczekiwań i wzrostem bieżącej inflacji. Podkreślano przy tym, że średniookresowe oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych pozostają zakotwiczone na poziomie celu inflacyjnego.

Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost inflacji nie wynika z nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. Członkowie ci podkreślali, że łączna dynamika kredytu dla sektora niefinansowego obniżyła się w ostatnich miesiącach i pozostaje niższa od tempa wzrostu nominalnego PKB. Zwracali oni również uwagę na obniżenie się dynamiki kredytu konsumpcyjnego oraz wciąż umiarkowaną dynamikę kredytów mieszkaniowych. Podkreślali również, że dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostaje niska, co – według niektórych członków Rady – może wynikać z faktu, że firmy finansują swoją aktywność z innych źródeł niż kredyt.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost inflacji oddziałuje w kierunku obniżenia realnych stóp procentowych, co przyczynia się do szybkiego – ich zdaniem – wzrostu kredytu, a także do wzrostu popytu na bardziej ryzykowne aktywa i nieruchomości. Część członków Rady podkreślała natomiast, że niższe niż w przeszłości realne stopy procentowe są obecnie typowe dla wielu gospodarek na świecie. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że obniżenie się realnych stóp procentowych wynika przede wszystkim z oddziaływania negatywnych szoków podażowych, które zmniejszają realne dochody gospodarstw domowych i ich zdolność do obsługi kredytów. Dlatego też szoki te oddziałują w kierunku ograniczenia akcji kredytowej w gospodarce. Sytuacja jest zatem odmienna niż w przypadku, gdy realne stopy procentowe obniżają się wskutek wzrostu cen związanego z nadmiernym popytem w gospodarce.

Omawiając wyniki marcowej projekcji, członkowie Rady wskazywali, że zgodnie ze ścieżką centralną dynamika PKB w 2020 oraz 2021 r. pozostanie zbliżona do 3%. Wzrost gospodarczy ma być nadal wspierany przede wszystkim przez konsumpcję, choć jej dynamika będzie niższa niż w poprzednich latach ze względu na oczekiwane obniżenie się dynamiki płac oraz prognozowany w 2021 r. spadek liczby pracujących. Jednocześnie wskazywano, że wzrost inwestycji w horyzoncie projekcji może spowolnić, ze względu na niższą dynamikę absorpcji środków unijnych. Podkreślano również, że dynamika eksportu może być niższa niż w poprzednich latach. Członkowie Rady byli zdania, że w tych warunkach dynamika PKB w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie się utrzymywać poniżej swojej wieloletniej średniej.

Zwracano uwagę, że ryzyka dla prognozowanego wzrostu PKB w Polsce są skierowane w dół. Głównym źródłem ryzyka jest dalsze rozprzestrzenianie się koronawirusa, które może doprowadzić do silniejszego spadku dynamiki aktywności gospodarczej w najbliższym otoczeniu Polski i – w efekcie – głębszego osłabienia dynamiki eksportu. Jednocześnie dalsze rozprzestrzenianie się koronawirusa może prowadzić do pogorszenia się nastrojów krajowych przedsiębiorstw oraz konsumentów.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ścieżka centralna marcowej projekcji inflacji wskazuje na możliwość kształtowania się dynamiki cen w bieżącym roku nieco powyżej górnej granicy odchyień od celu ze względu na oddziaływanie czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym. Większość członków Rady podkreślała jednak, że wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB i obniżeniem luki popytowej inflacja w przyszłym roku powróci w pobliże celu inflacyjnego. Czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia się inflacji będzie także obserwowany

ostatnio na rynkach światowych spadek cen ropy naftowej. Zwracano w tym kontekście uwagę, że na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu inflacyjnego w 2021 r. wskazuje nie tylko ścieżka centralna marcowej projekcji, ale również zewnętrzne prognozy.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja – zgodnie z centralną ścieżką projekcji – w kolejnych kwartałach będzie nadal przekraczać cel inflacyjny, w tym przejściowo również górną granicę odchyień od celu inflacyjnego. Członkowi ci wskazywali, że w kierunku wyższej inflacji będzie oddziaływać wysoka – w ich opinii – dynamika jednostkowych kosztów pracy. Wskazywano także, że utrzymuje się niepewność dotycząca dalszego kształtowania się cen energii i żywności nieprzetworzonej. Podkreślano, że przerwanie globalnych łańcuchów dostaw wskutek rozprzestrzeniania się koronawirusa może również oddziaływać proinflacyjnie.

Większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że w ostatnim czasie zwiększyła się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Większość członków Rady podkreślała, że choć w najbliższych kwartałach roczny wskaźnik inflacji może utrzymywać się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, to będzie to wynikać z oddziaływania czynników o charakterze podażowym i regulacyjnym, a więc pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. W opinii tych członków Rady, wraz z wygaśnięciem wpływu tych czynników oraz oczekiwanym osłabieniem tempa wzrostu PKB, inflacja będzie się obniżać, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej dynamika cen będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Taką ocenę wspierają wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB.

Członkowie Rady wskazywali, że ze względu na wzrost niepewności dotyczącej perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego i dalszego kształtowania się koniunktury i inflacji w Polsce, w ostatnim czasie wzrosła jednak niepewność dotycząca dalszego kształtowania się stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, 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. Członkowie ci oceniali jednak, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione na obecnym posiedzeniu Rady ze względu na wzrost niepewności dotyczącej dalszej sytuacji gospodarczej na świecie i jej przełożenia się na koniunkturę i inflację w Polsce.

Inni członkowie Rady zaznaczali z kolei, że w ostatnim czasie nadal rośnie ryzyko silniejszego i bardziej trwałego osłabienia globalnej koniunktury, a jednocześnie pojawiły się kolejne sygnały wskazujące na przekładanie się słabej koniunktury na świecie na wzrost gospodarczy w Polsce. W tym kontekście członkowie ci wskazywali na dodatkowe ryzyka związane z rozprzestrzenianiem się koronawirusa. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że w średnim okresie inflacja będzie zgodna z celem NBP. 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. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że ocena dotycząca ewentualnej zasadności poluzowania polityki pieniężnej w przyszłości będzie możliwa, gdy będą napływały kolejne informacje dotyczące sytuacji w gospodarce światowej i krajowej.

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: 19 marca 2020 r.