

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

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że napływające dane potwierdzają osłabienie wzrostu gospodarczego w części największych gospodarek, co widoczne jest w szczególności w handlu międzynarodowym i aktywności sektora przemysłowego. Podkreślano także, że utrzymuje się niepewność dotycząca kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady zaznaczała, że w strefie euro najprawdopodobniej utrzymało się niskie tempo wzrostu gospodarczego na początku roku, po słabym wzroście PKB w IV kw. ub.r. Sygnalizują to zarówno najnowsze dane o produkcji, jak i wskaźniki koniunktury, które okazały się słabsze od oczekiwań. Członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury widoczne jest zwłaszcza w gospodarce niemieckiej, w której odnotowano dalszy spadek zamówień eksportowych oraz utrzymujące się spowolnienie w przemyśle motoryzacyjnym. Jednocześnie podkreślano, że stabilizująco na gospodarkę europejską, w tym niemiecką, wpływają korzystne uwarunkowania wzrostu konsumpcji, w tym trwający wzrost zatrudnienia i płac, a w 2019 r. także dodatkowo złagodzenie polityki fiskalnej w Niemczech.

Wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, choć w I kw. dynamika PKB prawdopodobnie się tam obniżyła. Częściowo było to związane z czynnikami przejściowymi, ale prognozy na cały 2019 r. przewidują niższe tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej niż odnotowane w 2018 r.

W Chinach tempo wzrostu aktywności gospodarczej nadal stopniowo słabnie. Zaznaczano, że towarzyszą temu jednak działania władz nakierowane na złagodzenie skali spowolnienia.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie globalnej koniunktury znalazło odzwierciedlenie w zmianie nastawienia polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Wobec rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego i inflacji w najbliższych latach dla strefy euro i Stanów Zjednoczonych, zarówno EBC, jak i Fed złagodziły swoją komunikację dotyczącą przyszłego kształtowania się warunków monetarnych.

W szczególności zaznaczano, że EBC wydłużył okres przewidywanego utrzymywania stóp procentowych na dotychczasowym poziomie, w tym stopy depozytowej poniżej zera, oraz zapowiedział uruchomienie dodatkowych operacji zasilających sektor bankowy w płynność. Jednocześnie EBC nadal reinwestuje środki z zapadających papierów wartościowych.

Z kolei Fed zaprzestał sygnalizowania kolejnych podwyżek stóp procentowych w 2019 r. i zapowiedział wstrzymanie ograniczania swojej sumy bilansowej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że pod koniec marca br. doszło w Stanach Zjednoczonych do tzw. odwrócenia się krzywej dochodowości, co mogło być związane z pogorszeniem się oczekiwań uczestników rynków finansowych dotyczących

amerykańskiej koniunktury i w efekcie pojawieniem się oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej przez Fed.

Zwracano również uwagę, że mimo wzrostu cen ropy naftowej, jaki nastąpił od początku br., ich poziom jest wciąż niższy niż w III kw. ub.r., co przyczynia się do utrzymywania się umiarkowanej inflacji w wielu krajach. Wskazywano przy tym, że inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje niska.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura, choć napływające dane sygnalizują, że tempo wzrostu PKB w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Członkowie Rady zaznaczali, że wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Podkreślano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego, część członków Rady wskazywała, że w pierwszych miesiącach br. dane o produkcji i sprzedaży detalicznej okazały się lepsze niż oczekiwano, przez co dynamika PKB w I kw. mogła być nieco wyższa niż szacowano w marcowej projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że utrzymują się relatywnie niskie wskaźniki nastrojów wśród przedsiębiorstw, co – w ocenie tych członków Rady – może sygnalizować ryzyko, że w kolejnych miesiącach spowolnienie za granicą może się silniej przełożyć na sytuację w polskim sektorze przemysłowym. Zaznaczano, że najważniejszym źródłem ryzyka dla krajowej koniunktury jest skala i długość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dotychczas polski eksport okazał się relatywnie odporny na spowolnienie za granicą, a prognozy dynamiki PKB dla Polski zostały nawet nieco podwyższone w ostatnim okresie. Jednocześnie zwracano uwagę na poprawę nastrojów konsumentów w marcu, do czego prawdopodobnie przyczyniły się zapowiedzi zwiększenia wydatków fiskalnych. Zdaniem części członków Rady, wraz z dalszym wzrostem zatrudnienia i płac, będzie to czynnik wspierający dynamikę konsumpcji. Członkowie Rady wyrażali przy tym opinię, że dynamika PKB w bieżącym roku może być wyższa niż wskazuje na to marcowa projekcja.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na początku 2019 r. wciąż wynosiła blisko 3%, a tempo wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w styczniu i lutym br. wyniosło około 7,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się napięcia na rynku pracy, przejawiające się w sygnalizowanych problemach ze znalezieniem pracowników, a także na utrzymujące się żądania płacowe różnych grup zawodowych. Część członków Rady zaznaczała, że mimo to rynek pracy nie generuje dotychczas wyraźnej presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy może w przyszłości zacząć się silniej przekładać na presję inflacyjną i w konsekwencji doprowadzić do wyższej dynamiki cen niż obecnie przewidywana.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce podkreślano, że mimo wzrostu w ostatnim okresie roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na niskim poziomie. Nadal niska – mimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach – jest także inflacja po wyłączeniu

cen żywności i energii. Część członków Rady oceniała, że biorąc pod uwagę obecne prognozy, inflacja w br. może utrzymywać się w okolicach dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że nastąpiła rewizja wag udziałów poszczególnych wydatków we wskaźniku CPI. Rewizja wag odzwierciedla zmiany w strukturze konsumpcji gospodarstw domowych, wskazujące na wzrost udziału wydatków na dobra wyższego rzędu. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost dynamiki cen usług oraz cen produkcji sprzedanej przemysłu w ostatnim okresie, które mogą sygnalizować rosnącą wewnętrzną presję inflacyjną. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen energii elektrycznej w kolejnych latach.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych zaznaczano, że w ostatnim okresie obniżyły się oczekiwania przedsiębiorstw, natomiast oczekiwania gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że do obniżenia oczekiwań przedsiębiorstw przyczyniło się zamrożenie cen energii elektrycznej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku pozostają zakotwiczone w pobliżu celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, choć w kolejnych kwartałach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie i w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie kształtować się 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 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 podkreślała, że występują czynniki, które mogą w średnim okresie przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli ogłoszone działania fiskalne, potencjalny wzrost dynamiki płac lub ewentualny wzrost cen energii przyczyniłyby się do wyraźnego wzrostu inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby 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 niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 18 kwietnia 2019 r.