

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 listopada 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, choć w części gospodarek pojawiły się sygnały jej osłabienia. Zaznaczano, że w strefie euro wzrost PKB w III kw. obniżył się, do czego prawdopodobnie przyczyniło się częściowo osłabienie aktywności w handlu międzynarodowym. Zwracano równocześnie uwagę, że uwarunkowania dalszego wzrostu konsumpcji w strefie euro pozostają korzystne dzięki pozytywnym nastrojom konsumentów, zwiększającemu się zatrudnieniu i rosnącym płacom. Koniunkturę w strefie euro nadal wspiera także łagodna polityka pieniężna EBC. Jednocześnie część członków Rady zaznaczała, że w ostatnim okresie pogorszyły się niektóre wskaźniki koniunktury – zwłaszcza w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy nieznacznie przyspieszył, co potwierdza, że koniunktura w gospodarce amerykańskiej jest wciąż bardzo dobra. Przyczynia się do tego trwający wzrost zatrudnienia, jak również stymulacja fiskalna.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że mimo spadku w ostatnim okresie są one wyraźnie wyższe niż przed rokiem. Zaznaczano, że ceny ropy naftowej pozostają pod silnym wpływem czynników geopolitycznych. W szczególności podkreślano, że spadek cen w ostatnim okresie był wynikiem czasowego złagodzenia sankcji Stanów Zjednoczonych dotyczących zakupu ropy z Iranu przez inne kraje. W kierunku niższych cen ropy oddziaływało również zwiększenie jej produkcji przez Stany Zjednoczone, a także Arabię Saudyjską i inne państwa należące do OPEC+. Jednocześnie wzrost popytu na ropę, mimo sygnałów słabnięcia koniunktury w gospodarce światowej, utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że wcześniejszy istotny wzrost cen surowców energetycznych na świecie przyczynił się do podwyższenia inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostaje umiarkowana.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje 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 stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać niskie dłużej niż to obecnie sygnalizuje EBC, jeżeli spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie silniejsze niż wskazują na to aktualne prognozy, a wzrost inflacji będzie wynikać głównie z wyższych cen surowców energetycznych, przy wciąż umiarkowanym poziomie inflacji bazowej.

Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że dalsze stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej Fed, w połączeniu ze wzrostem obaw o perspektywę globalnej gospodarki, przełożyły się na pewien spadek cen aktywów na

rynkach światowych w ostatnim okresie. Jednocześnie podkreślano, że rentowności polskich obligacji oraz poziom kursu złotego pozostały stabilne mimo pogorszenia się nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zdaniem Rady świadczy to o korzystnej ocenie sytuacji gospodarczej w Polsce i jej fundamentów, w tym braku zewnętrznych i wewnętrznych nierównowag.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Polsce, choć w III kw. wzrost PKB był prawdopodobnie niższy niż w I połowie 2018 r. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej nadal sprzyja rosnąca, choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, konsumpcja, która wciąż jest wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszy temu wzrost inwestycji, których dynamika prawdopodobnie wzrosła w III kw., w szczególności ze względu na silne przyspieszenie inwestycji samorządów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane z ostatnich miesięcy – w tym spadek indeksu PMI oraz niższa dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej – świadczą o prawdopodobnym stopniowym obniżaniu się dynamiki aktywności gospodarczej.

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 oraz wolniejszym wzrostem konsumpcji i inwestycji. Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamikę konsumpcji będzie w coraz mniejszym stopniu wspierał wzrost funduszu płac w następstwie obniżania się dynamiki zatrudnienia i prawdopodobnej stabilizacji dynamiki wynagrodzeń. Również potencjalne zwiększenie opłat za energię elektryczną dla gospodarstw domowych będzie prawdopodobnie oddziaływało w kierunku ograniczenia możliwości zwiększenia ich innych wydatków. Z kolei w odniesieniu do inwestycji członkowie ci zaznaczali, że w warunkach oczekiwanej słabnącej dynamiki aktywności za granicą i w Polsce oraz wysokiego bieżącego stopnia wykorzystania środków unijnych trudno oczekiwać ich dalszego przyspieszenia. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo oczekiwanego spowolnienia dynamika PKB ma według aktualnych prognoz utrzymać się powyżej 3% w kolejnych latach. Większość członków Rady podkreślała, że obecnie utrzymuje się niepewność dotycząca skali oczekiwanego spowolnienia dynamiki PKB na świecie, a przez to także w Polsce.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że stopa bezrobocia pozostaje niska, a roczna dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nadal jest relatywnie wysoka, choć poziom zatrudnienia w tym sektorze drugi miesiąc z rzędu się obniżył. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac, która jednak nie przyspiesza. Część członków Rady oceniała, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie również w kolejnych kwartałach, na co wskazuje spadek odsetka firm odczuwających nasilenie się presji płacowej. W kierunku ograniczenia dynamiki wynagrodzeń – zdaniem tych członków Rady – może także oddziaływać wzrost kosztów energii elektrycznej, który podwyższa koszty działalności przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy

zmniejsza się, a w 2019 r. może nawet nastąpić odpływ części z nich w reakcji na zmiany polityki migracyjnej Niemiec, co wraz z prawdopodobnym nasilaniem się żądań płacowych w sferze budżetowej może przyczynić się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach. Podkreślano jednak, że obecnie utrzymuje się niepewność dotycząca wpływu zmian w polityce migracyjnej Niemiec na przepływy migrantów.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac, roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Według szybkiego szacunku GUS w październiku inflacja nawet się obniżyła. Zaznaczano równocześnie, że inflacja bazowa jest nadal niska.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji wskazywano, że obecnie istnieje znacząca niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w przyszłym roku związana w szczególności z możliwym wzrostem cen energii dla gospodarstw domowych, którego skala nie jest obecnie znana. Część członków Rady zaznaczała, że według obecnych prognoz, w tym wyników listopadowej projekcji NBP, inflacja w 2019 r. może przekroczyć 2,5%. Podkreślano, że do prognozowanego wzrostu inflacji w 2019 r. miałyby się przyczynić głównie założony znaczący wzrost cen energii dla gospodarstw domowych związany z relatywnie wysokimi cenami surowców energetycznych na świecie, a także droższymi uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla oraz wyższymi cenami tzw. kolorowych certyfikatów. W kierunku wyższych cen energii może również oddziaływać wprowadzenie od przyszłego roku opłaty emisyjnej na paliwa. Z kolei inflacja bazowa ma – według prognoz – rosnąć jedynie stopniowo i w 2019 r. powinna utrzymać się poniżej 2,5%. Większość członków Rady podkreślała, że źródłami wyższej inflacji w 2019 r. będą zatem głównie potencjalne egzogeniczne szoki podażowe, które mogą podwyższyć dynamikę cen, ale jednocześnie będą negatywnie wpływały na sytuację firm i gospodarstw domowych, a przez to na dynamikę wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do średniookresowych perspektyw kształtowania się inflacji, niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost cen energii może być czynnikiem podwyższającym inflację także w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost cen energii może przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne w gospodarce. W związku z tym inni członkowie Rady wskazywali na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej 2,5% w horyzoncie kilku najbliższych lat. Większość członków Rady podkreślała jednak, że – zgodnie z listopadową projekcją NBP, w której przyjęto konserwatywne założenia odnośnie do skali podwyżek cen energii – inflacja ma pozostać w przedziale odchyień od celu i, po przejściowym wyraźnym wzroście w 2019 r., w 2020 r. będzie się stopniowo obniżać. Zdaniem tych członków Rady prawdopodobieństwo trwałego wzrostu inflacji ze względu na wzrost kosztów energii jest ograniczane przez silną konkurencję wśród przedsiębiorstw, a także oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB. W odniesieniu do oczekiwań inflacyjnych członkowie ci zaznaczali, że w dłuższym okresie nie widać ryzyka ich nadmiernego wzrostu.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennic. Zdaniem tych członków Rady bieżące informacje oraz wyniki projekcji wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej

koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Zgodnie z projekcją w 2019 r., m.in. w wyniku pozostającego poza oddziaływaniem polityki pieniężnej wzrostu cen energii, inflacja prawdopodobnie przekroczy 2,5%, choć pozostanie w przedziale odchyłeń od celu. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie natomiast oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie kształtować się 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 opinię, że biorąc pod uwagę aktualne informacje, prawdopodobna jest także stabilizacja stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali ponadto, że dynamika kredytu dla sektora niefinansowego jest nadal umiarkowana i nie tworzy nadmiernej presji inflacyjnej, a oddziaływanie w kierunku jej ograniczenia może dodatkowo osłabić dynamikę aktywności gospodarczej.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny wzrost inflacji w 2019 r., a kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu nawet po wygaśnięciu szoków podaźowych, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady ocena zasadności podwyższenia stóp procentowych powinna w szczególności uwzględniać skalę i trwałość przełożenia się wyższych cen energii na dynamikę pozostałych cen oraz oczekiwania inflacyjne, a także kształtowanie się koniunktury oraz sytuacji na rynku pracy w kolejnych kwartałach.

Podniesiono argument, że za podwyższeniem stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu przemawia rewizja w górę prognoz inflacji na najbliższy rok, zwiększająca ryzyko utrzymania się inflacji powyżej 2,5% w dłuższym okresie.

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.

Część członków Rady podkreślała, że istotna dla oceny średniookresowych perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego będzie kolejna projekcja, która będzie miała dłuższy horyzont czasowy oraz powinna uwzględniać informacje na temat rzeczywistego kształtowania się cen energii na początku 2019 r.

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 niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 22 listopada 2018 r.