

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 września 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że tempo wzrostu aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie, a perspektywy globalnej koniunktury pogorszyły się. Obroty w handlu międzynarodowym obniżają się, co w połączeniu z zapowiedziami dalszych działań nakierowanych na zwiększenie barier handlowych znajduje odzwierciedlenie w utrzymującej się dekoniunkturze w sektorze przemysłowym. Jednocześnie sytuacja w sektorze usług pozostaje relatywnie dobra, jednak napływające informacje sygnalizują możliwość jej pogorszenia w kolejnych miesiącach. Podkreślano, że w efekcie niepewność dotycząca kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach wzrosła w ostatnich miesiącach. Część członków Rady wskazywała, że – oprócz zmian w polityce handlowej głównych gospodarek – negatywnie na aktywność w wielu krajach oddziałuje prawdopodobnie także tendencja do hamowania koniunktury po wielu latach ekspansji.

Członkowie Rady zaznaczali, że dynamika PKB w strefie euro w II kw. br. utrzymała się na niskim poziomie. Zwracano uwagę, że mimo nadal dobrej sytuacji w sektorze usług, aktywność w sektorze przemysłowym się obniża. Wskazywano, że głównym źródłem wzrostu strefy euro wciąż jest popyt konsumpcyjny wspierany przez relatywnie dobre nastroje konsumentów i poprawę warunków na rynku pracy względem poprzednich lat. Spada jednak produkcja przemysłowa, szczególnie wrażliwa na koniunkturę w handlu międzynarodowym. Część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach dekoniunktura w przemyśle może zacząć negatywnie oddziaływać na nastroje gospodarstw domowych i przełożyć się na osłabienie aktywności w usługach. Podkreślano, że w Niemczech w II kw. br. nastąpiło obniżenie się PKB w ujęciu kwartalnym, a prognozy wskazują na możliwość dalszego spadku PKB w III kw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że niemiecki minister finansów zasygnalizował gotowość do stymulacji fiskalnej, gdyby niemieckiej gospodarce groził kryzys.

Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych, wskazywano, że wzrost PKB w II kw. br. był tam wyższy niż w strefie euro, ale spowolnił względem poprzednich kwartałów. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują możliwe dalsze osłabienie aktywności w gospodarce amerykańskiej w kolejnych kwartałach, co przekłada się na rewizje w dół prognoz PKB dla Stanów Zjednoczonych na 2019 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że już obecnie wiele wskaźników sygnalizuje rosnące ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych w kolejnych kwartałach. Podkreślali oni, że ewentualna recesja w tym kraju bardzo negatywnie wpłynęłaby na perspektywy gospodarki światowej, w tym strefy euro, Niemiec – i w konsekwencji – także Polski.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki zaznaczano, że również w Chinach wzrost PKB spowolnił w II kw. br., osiągając najniższy poziom od 1992 r.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych, wskazywano, że w ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej na rynkach światowych obniżyły się. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen nastąpił mimo zwiększenia napięć geopolitycznych. Podkreślano, że czynnikiem stabilizującym rynek jest rozbudowa zdolności wydobywczych i transportowych ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady wskazywała, że spadek cen ropy jest efektem spowalniania tempa wzrostu światowej gospodarki oraz utrzymujących się negatywnych sygnałów dotyczących perspektyw światowej koniunktury. Podkreślano, że niższe ceny ropy naftowej znalazły także odzwierciedlenie w obniżeniu się inflacji w największych gospodarkach rozwiniętych oraz silnym obniżeniu oczekiwań inflacyjnych w tych krajach.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, zwracano uwagę na rozpoczęcie przez wiele banków centralnych łagodzenia polityki pieniężnej. Podkreślano, że 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 sygnalizując możliwość poluzowania swojej polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Wskazywano także, że Rezerwa Federalna w lipcu br. obniżyła stopy procentowe, a w sierpniu zaprzestała zmniejszania swojej sumy bilansowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że – mimo ostrożnej retoryki Fed co do dalszych obniżek stóp – należy oczekiwać kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną w kolejnych miesiącach. Zaznaczano, że obawy o przyszłe kształtowanie się koniunktury negatywnie wpływają na nastroje na rynkach finansowych, prowadząc do wzrostu niepewności i zmienności wycen instrumentów finansowych, a także oddziałując w kierunku silnego obniżenia się rentowności papierów dłużnych. W efekcie, obecnie znaczna część obligacji z krajów rozwiniętych ma ujemną rentowność.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce – mimo osłabienia wzrostu gospodarczego za granicą – utrzymuje się dobra koniunktura, a tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 4,5% r/r. Wzrostowi aktywności gospodarczej sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Wskazywano, że w II kw. rosły także – mimo pewnego obniżenia dynamiki – inwestycje. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu eksportu i importu.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB powinna utrzymać się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie, choć prawdopodobnie nieco niższym niż przewidywano w lipcowej projekcji. Zaznaczano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na pozytywny wpływ impulsu fiskalnego na dynamikę PKB. Część członków Rady wskazywała, że wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak możliwość osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Członkowie ci zaznaczali, że w warunkach spowolnienia za granicą i wolniejszego napływu środków z Unii Europejskiej, może nastąpić spowolnienie inwestycji. Zaznaczano, że najważniejszym

źródłem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest skala i trwałość dekonunktury w strefie euro, w tym w Niemczech.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na obniżanie się dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz brak dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń. Część członków Rady oceniała, że może to sygnalizować stabilizowanie się popytu na pracę. Zdaniem tych członków Rady, wzrost płac w całej gospodarce nadal nie jest czynnikiem, który powodowałby nadmierny wzrost cen, gdyż w warunkach istotnego wzrostu wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostaje niska.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że w sierpniu br. – według szybkiego szacunku GUS – inflacja wyniosła 2,8% r/r. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej dynamiki cen oddziałuje głównie istotny wzrost cen żywności, wynikający w części z epidemii ASF w Chinach, a także suszy rolniczej w Polsce, a więc czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Ograniczając na dynamikę cen wpływają natomiast niższe niż przed rokiem ceny energii, w tym paliw. Jednocześnie inflacja bazowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Część członków Rady podkreślała, że inflacja jest zgodna z celem inflacyjnym NBP, a inflacja bazowa – mimo przyśpieszenia – pozostaje istotnie niższa od inflacji CPI. Członkowie ci wskazywali, że szybciej niż w poprzednich latach rosną ceny usług, ale po części jest to spowodowane wysoką dynamiką cen usług administrowanych, a po części odzwierciedla procesy towarzyszące realnej konwergencji. Inni członkowie Rady zaznaczali, że relatywnie wysoka dynamika cen usług wynika również z barier podażyowych, przy relatywnie silnym wzroście popytu. Zdaniem tych członków Rady podobna sytuacja ma miejsce w sektorze budowlanym, gdzie wiele firm sygnalizuje wysokie wykorzystanie swoich zdolności wytwórczych. Jednocześnie podkreślano, że inflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu obniżyła się w ostatnich miesiącach i obecnie kształtuje się na bardzo niskim poziomie.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady zaznaczała, że zgodnie z najnowszymi prognozami NBP dynamika cen do końca 2019 r. prawdopodobnie wzrośnie jedynie nieznacznie, natomiast w I kw. 2020 r. inflacja może przejściowo przyśpieszyć w okolice górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że wzrost inflacji na początku 2020 r. będzie w znacznej mierze wynikał ze statystycznego efektu bazy oraz założonego wzrostu cen energii. Podkreślano, że – według aktualnych prognoz – w kolejnych miesiącach 2020 r. inflacja będzie się jednak obniżać i w połowie roku spadnie w pobliżu 2,5%. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na konieczność obserwowania zmian oczekiwań inflacyjnych.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci argumentowali, że bardzo niskie stopy procentowe zmniejszają skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz sprzyjają poszukiwaniu bardziej rentowych, ale jednocześnie bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności. Zdaniem tych członków Rady niskie stopy procentowe negatywnie wpływają

na sytuację w sektorze bankowym, co wzmacnia tendencje to koncentracji aktywności banków w segmentach rynku charakteryzujących się wysokimi marżami. W tym kontekście wskazywano na relatywnie wysoką dynamikę kredytów konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych oraz na niskie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów w Polsce jest wyraźnie dodatnie.

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, choć będzie się stopniowo obniżać. Wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Jednocześnie inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – 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, przy prognozowanym stopniowym obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do wyższej inflacji niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że jeśli nastąpiłby wyraźny wzrost inflacji, który zagrażałby realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, wówczas uzasadnione mogłoby być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady wzrosła jednak niepewność co do kształtowania się koniunktury gospodarczej i dynamiki cen w przyszłości.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że w ostatnich miesiącach nasiliły się sygnały dotyczące pogarszania się światowej koniunktury, w tym istotnie wzrosło ryzyko recesji w gospodarce amerykańskiej. W opinii tych członków Rady, czynniki te mogą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce. Jednocześnie ryzyko trwałego odchylenia inflacji od celu NBP jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Podtrzymana została także opinia, że w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie dalszego obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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: 26 września 2019 r.