

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zwracano uwagę, że w gospodarce światowej utrzymywała się dotychczas dobra koniunktura, choć napływające dane wskazują na jej osłabienie w części gospodarek i wzrost niepewności co do skali oczekiwanego globalnego spowolnienia. Zaznaczano, że w strefie euro, po obniżeniu wzrostu PKB w III kw. ub.r., nastąpiło dalsze pogorszenie niektórych wskaźników koniunktury. Wyraźnie słabsze dane o aktywności oraz wskaźniki koniunktury odnotowano w szczególności w gospodarce niemieckiej, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych koniunktura w IV kw. była wciąż bardzo dobra, jednak prognozy na 2019 r. wskazują na obniżenie tempa wzrostu również w tej gospodarce. Zaznaczano, że także w Chinach wzrost aktywności gospodarczej stopniowo słabnie.

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca skali pogorszenia globalnej koniunktury wciąż wpływa negatywnie na ceny części aktywów. Obawy o osłabienie wzrostu gospodarki światowej przyczyniły się również w ostatnich miesiącach ub.r. do obniżenia cen surowców, w tym ropy naftowej. Jednocześnie zaznaczano, że ograniczanie wydobycia w krajach należących do OPEC oddziaływało w kierunku pewnego wzrostu cen ropy na początku 2019 r.

Analizując kształtowanie się procesów inflacyjnych za granicą, wskazywano, że wyraźny spadek cen ropy naftowej w okresie od początku października do końca grudnia przełożył się na obniżenie inflacji w wielu krajach. Jednocześnie inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, pozostała umiarkowana.

Omawiając politykę pieniężną w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC zakończył w 2018 r. program skupu aktywów finansowych netto, jednak będzie nadal reinwestował środki z zapadających papierów wartościowych. Część członków Rady wyraziła przy tym opinię, że wobec pogorszenia się koniunktury w strefie euro i rewizji w dół oczekiwanej tam ścieżki inflacji bazowej okres utrzymywania stóp procentowych przez EBC na bardzo niskim poziomie prawdopodobnie wydłuży się. Inni członkowie Rady oceniali ponadto, że zakończenie programu skupu aktywów przez EBC jest czynnikiem niepewności dla tej gospodarki. Natomiast Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w grudniu ub.r. podniosła stopy procentowe. Część członków Rady podtrzymała opinię, że także w tej gospodarce – ze względu na ryzyko silniejszego niż wcześniej oczekiwano osłabienia wzrostu – stopy procentowe mogą już nie być dalej podwyższane, na co wskazuje złagodzenie stanowisk w tym zakresie przedstawicieli Rezerwy Federalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że napływające dane wskazują na utrzymywanie się dotychczas dobrej koniunktury. Zaznaczano, że wzrostowi aktywności gospodarczej w IV kw. nadal sprzyjała rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie

i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszył temu wzrost inwestycji.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, podkreślano, że mimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu perspektywy krajowej koniunktury pozostają relatywnie korzystne, a głównym czynnikiem wpływającym negatywnie na dynamikę PKB będzie oczekiwane osłabienie koniunktury za granicą. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spadek PMI związany z obniżeniem się wskaźników dotyczących wielkości produkcji oraz liczby nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych. Członkowie ci oceniali, że sygnalizuje to wzrost niepewności co do przyszłej dynamiki PKB w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem mogącym ograniczać wzrost krajowej produkcji w dłuższym okresie może być mniejsza skala napływu pracowników z zagranicy, w tym w związku ze zmianami polityki imigracyjnej Niemiec. Niektórzy członkowie Rady podtrzymali opinię, że dynamika PKB w 2019 r. może być wyższa od obecnie prognozowanej.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się stopy bezrobocia na niskim poziomie, czemu pod koniec 2018 r. towarzyszył wzrost dynamiki wynagrodzeń zarówno w gospodarce narodowej, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Zaznaczano, że wynikał on prawdopodobnie ze wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym, ale także z przesunięć terminu wypłat premii w górnictwie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że większość firm uczestniczących w badaniach ankietowych NBP wskazuje, że dynamika płac przekracza w nich dynamikę wydajności pracy. Zaznaczali oni ponadto, że podwyżki dla kolejnych grup zawodowych sektora publicznego mogą być czynnikiem ryzyka szybszego wzrostu płac, a w konsekwencji wyższej inflacji. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost dynamiki płac, przy potencjalnym osłabieniu popytu zewnętrznego, może być czynnikiem stabilizującym koniunkturę, a także wspierającym kształtowanie się inflacji w pobliżu celu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, podkreślano, że mimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu PKB oraz wyższego niż w ubiegłym roku wzrostu płac roczna dynamika cen konsumpcyjnych, w tym także inflacja bazowa, była wyraźnie niższa od prognoz. Zaznaczano, że w grudniu inflacja ukształtowała się poniżej dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Podobnie – niższa od prognoz – okazała się dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat krótkoterminowych perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że zmieniły się one znacząco ze względu na przyjęcie pod koniec grudnia 2018 r. ustawy obniżającej stawkę akcyzy i opłaty przejściowej oraz wprowadzającej rekompensaty dla dostawców energii elektrycznej w celu utrzymania cen prądu dla odbiorców końcowych w 2019 r. na poziomie z połowy 2018 r. Wskazywano, że w efekcie wzrost hurtowych cen energii elektrycznej, który miał miejsce w 2018 r., nie powinien mieć ani bezpośredniego ani pośredniego przełożenia na inflację w br. Zaznaczano, że inflacja w 2019 r. będzie dodatkowo ograniczana przez niższy niż wcześniej prognozowano poziom cen ropy naftowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych – ze względu na strukturę rynku paliwowego w Polsce – może nie w pełni

przełożyć się na krajowe ceny paliw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na wyższe niż w poprzednich kwartałach ceny węgla jako na czynnik mogący podnosić koszty utrzymania gospodarstw domowych w br. Uwzględniając wszystkie informacje, jakie napłynęły od poprzedniego posiedzenia Rady, oceniano jednak, że inflacja w 2019 r. może być istotnie niższa niż można było wcześniej oczekiwać.

Odnosząc się do przewidywanego przebiegu procesów cenowych w średnim okresie, większość członków Rady była zgodna, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci zaznaczali, że ograniczająco na dynamikę cen w kolejnych latach będzie wpływało oczekiwane spowolnienie dynamiki PKB, a także silna konkurencja w handlu detalicznym. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na spodziewany wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług, w kolejnych kwartałach, a także na ryzyko istotnego wzrostu cen energii w przyszłości. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w ostatnim okresie podwyższyły się oczekiwania inflacyjne firm i gospodarstw domowych, co – gdyby miało okazać się trwałe – może być czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji w kolejnych latach. Inni członkowie Rady oceniali, że oczekiwania inflacyjne pod koniec 2018 r. pozostawały prawdopodobnie pod wpływem dyskusji na temat kształtowania się cen energii, a więc ich wzrost może okazać się przejściowy.

Podsumowując wnioski płynące z analizy sytuacji makroekonomicznej w 2018 r., członkowie Rady zaznaczali, że wzrost gospodarczy utrzymał się w Polsce na wysokim poziomie, a inflacja nieco się obniżyła względem 2017 r. Wskazywano, że kredyt dla sektora prywatnego rósł w umiarkowanym tempie, w handlu zagranicznym utrzymała się nadwyżka, a zadłużenie sektora publicznego w relacji do PKB prawdopodobnie się obniżyło. Część członków Rady podkreślała, że zmniejszaniu relacji zadłużenia sektora publicznego do dochodu – oprócz działań w zakresie polityki fiskalnej – sprzyjała także dobra koniunktura gospodarcza i stabilny poziom stóp procentowych. Długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały zakotwiczone na celu inflacyjnym, a średnioroczny kurs walutowy wobec euro nie zmienił się w stosunku do 2017 r. mimo okresowych zawirowań na globalnych rynkach finansowych. Zdaniem Rady dane za 2018 r. świadczą o bardzo dobrej koniunkturze w polskiej gospodarce, przy zachowaniu stabilności cen i braku nierównowag makroekonomicznych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady bieżące informacje wskazują na relatywnie korzystne perspektywy krajowej koniunktury, choć w kolejnych latach nastąpi prawdopodobnie stopniowe obniżenie się tempa wzrostu PKB. Jednocześnie wskazywano, że według aktualnych prognoz w najbliższych miesiącach roczne tempo wzrostu cen może się zwiększyć, jednak – ze względu na istotnie niższy niż w październiku poziom cen ropy naftowej oraz zamrożenie cen energii elektrycznej – skala tego wzrostu będzie wyraźnie mniejsza niż oczekiwano w listopadowej projekcji. W średnim okresie ograniczająco na dynamikę cen będzie oddziaływało oczekiwane spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. W efekcie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja będzie się kształtować 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 wskazywali, że przemawia za tym ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego przy prawdopodobnym osłabieniu koniunktury w gospodarce światowej i polskiej.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obecnie utrzymuje się znaczna niepewność dotycząca kształtowania się wskaźnika CPI w średnim okresie. Członkowie ci zaznaczali, że jeśli napływające dane wskazywałyby na istotny i trwały wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych przekładający się na presję cenową, przez co kolejne projekcje sygnalizowałyby utrzymywanie się inflacji powyżej celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali jednak, że prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza zmalało w ostatnich miesiącach.

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: 31 stycznia 2019 r.