

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 stycznia 2020 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że dynamika aktywności w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niska, choć sygnały dotyczące możliwego porozumienia handlowego między Stanami Zjednoczonymi a Chinami przełożyły się na pewną poprawę nastrojów w światowej gospodarce pod koniec 2019 r. Zwracano również uwagę na nieznaczny wzrost globalnego PMI dla sektora przetwórczego i wyhamowanie spadku obrotów w handlu światowym. Mimo to utrzymuje się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach. Tę niepewność może wzmacniać wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i ryzyko dalszego wzrostu cen ropy naftowej.

W strefie euro, wraz z trwającą dekonunkturą w przemyśle, dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska. Indeksy nastrojów w sektorze przemysłowym i usługowym wskazują na utrzymanie się niskiego tempa wzrostu PKB w IV kw. 2019 r. Czynnikiem podtrzymującym wzrost jest natomiast konsumpcja, którą wciąż wspierają dobre nastroje konsumenckie oraz niskie bezrobocie. Zaznaczano jednak, że EBC w grudniu ponownie obniżył swoją prognozę dynamiki PKB na 2020 r.

W Stanach Zjednoczonych koniunktura wciąż jest relatywnie dobra na tle innych gospodarek rozwiniętych, choć aktywność w przemyśle również tam pozostaje słaba, a w IV kw. 2019 r. wzrost PKB w gospodarce amerykańskiej prawdopodobnie spowolnił. W Chinach dynamika aktywności gospodarczej jest niższa niż w poprzednich latach, przy czym dane za listopad 2019 r. sygnalizują stabilizację wzrostu PKB w IV kw. ub. r.

W ostatnim okresie wzrosły ceny ropy naftowej. Do wzrostu cen przyczyniła się początkowo poprawa nastrojów dotyczących relacji handlowych pomiędzy największymi światowymi gospodarkami, a następnie także silny wzrost napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że podaż ropy ze Stanów Zjednoczonych jest czynnikiem łagodzącym presję na wzrost cen tego surowca na świecie, co ogranicza skalę oddziaływania negatywnych szoków podażyowych na rynku ropy naftowej. Zaznaczano ponadto, że mimo wyższych cen ropy inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki kształtuje się na umiarkowanym poziomie, a w strefie euro jest niska.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopę depozytową poniżej zera, a także prowadzi skup aktywów oraz sygnalizuje utrzymanie luźnej polityki pieniężnej w kolejnych kwartałach. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, po obniżkach stóp procentowych w 2019 r., utrzymuje je na niezmiennym poziomie.

Przechodząc do omówienia informacji z polskiej gospodarki Rada rozpoczęła od oceny sytuacji gospodarczej w Polsce w 2019 r. Wskazywano, że w całym roku wzrost PKB prawdopodobnie przekroczył 4%, bezrobocie obniżyło się do rekordowo niskiego poziomu, a wskaźniki ufności konsumenckiej były wysokie. Podkreślano jednocześnie, że kurs złotego był stabilny, bilans obrotów bieżących zbliżony do zera, a akcja kredytowa rosła nieco wolniej od tempa wzrostu nominalnego PKB. Ponadto dług publiczny prawdopodobnie obniżył się w relacji do PKB. Zwracano również uwagę, że mimo wzrostu wskaźnika CPI

pod koniec roku, średnioroczna inflacja wyniosła 2,3%. Członkowie Rady podkreślali, że wymienione wskaźniki świadczą o tym, że wzrost gospodarczy był wysoki, a gospodarka pozostała zrównoważona wewnątrz i zewnątrz.

Analizując bardziej szczegółowo dane za ostatnie miesiące, zwracano uwagę, że w Polsce koniunktura pozostaje dobra mimo stopniowego obniżania się tempa wzrostu gospodarczego. Pozytywnie na wzrost PKB oddziałuje stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez korzystną sytuację na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń społecznych. Członkowie Rady zaznaczali jednocześnie, że wskaźniki koniunktury konsumenckiej w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły, a także pojawiły się sygnały wyhamowywania wzrostu popytu na pracę. W tym kontekście, część członków Rady zwracała uwagę na obniżenie się dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w ostatnich miesiącach, choć równocześnie wskazywali oni, że podwyższenie płacy minimalnej od początku 2020 r. będzie oddziaływało w kierunku wyższej dynamiki płac. Podkreślano ponadto, że napływające informacje sygnalizują dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost inwestycji oraz eksportu. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na umocnienie się kursu walutowego w ostatnim okresie, które wraz z obniżeniem dynamiki eksportu może oddziaływać w kierunku osłabienia wyników finansowych eksporterów.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych wskazywano, że wskaźnik inflacji CPI w grudniu 2019 r. – według szybkiego szacunku GUS – wyniósł 3,4% r/r. Z dostępnych informacji wynikało, że do wyższej inflacji w grudniu przyczynił się wzrost cen żywności i paliw. Większość członków Rady oceniała przy tym, że inflacja bazowa mogła także wzrosnąć, co było prawdopodobnie związane ze wzrostem cen części usług. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że inflacja w grudniu wzrosła silniej niż oczekiwano. Członkowie ci zwracali uwagę, że – oprócz prawdopodobnego oddziaływania czynników przejściowych – do wyższej inflacji może się przyczyniać proces stopniowego osłabiania się czynników strukturalnych, które dotychczas ograniczały dynamikę cen konsumpcyjnych, zwłaszcza cen towarów. W tym kontekście członkowie ci wskazywali w szczególności na hamowanie ekspansji sklepów dyskontowych.

Większość członków Rady argumentowała, że wyższy od oczekiwanego wstępny odczyt wskaźnika CPI za grudzień nie wpływa na przewidywaną ścieżkę kształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. W ich ocenie inflacja przejściowo wzrośnie w I kw. 2020 r., po czym zacznie się obniżać i w 2021 r. będzie zbliżona do celu inflacyjnego. Podkreślano, że ograniczająco na inflację w horyzoncie najbliższych lat będzie oddziaływało oczekiwane obniżenie się tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Członkowie ci zwracali uwagę, że na taki scenariusz wskazują również średnioterminowe oczekiwania analityków finansowych. Większość członków Rady podkreślała również, że przewidywany przejściowy wzrost inflacji w I kw. 2020 r. będzie wynikał głównie z oddziaływania czynników znajdujących się poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym działań regulacyjnych i szoków podażowych. Czynnikiem podwyższającym inflację będą bowiem wyższe ceny energii elektrycznej (związane m.in. z polityką klimatyczną) oraz droższe paliwa (związane z wyższymi cenami ropy naftowej na świecie). W kierunku przejściowo

wyższej inflacji mogą także oddziaływać prognozowane podwyżki opłat za wywóz śmieci oraz podwyżka akcyzy na alkohol i papierosy. Z kolei rozprzestrzenianie się epidemii ASF oraz inne szoki podażowe mogą przełożyć się na wyższe ceny żywności. Członkowie ci zaznaczali, że czynniki te – oprócz przejściowego podniesienia dynamiki cen – niekorzystnie wpływają na realne dochody oraz nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, przez co oddziałują w kierunku niższej dynamiki popytu, co w średnim okresie będzie ograniczać dynamikę cen pozostałych towarów i usług. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż niską dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz na aprecjację złotego w ostatnim okresie, jako na czynniki ograniczające presję cenową.

Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że oczekiwane przyspieszenie dynamiki cen konsumpcyjnych w 2020 r. może się okazać silniejsze niż wcześniej szacowano. Wskazywali oni, że wynika to w szczególności z możliwej kontynuacji wzrostu cen ropy naftowej i silniejszego przełożenia się na ceny wzrostu płac oraz rosnącego popytu, zwłaszcza w obliczu podwyższenia płacy minimalnej. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.

Większość członków Rady podkreślała, że w obliczu niepewności związanej z perspektywami globalnej gospodarki znaczna część banków centralnych prowadzi obecnie łagodną politykę pieniężną, co jest ważnym czynnikiem wspierającym koniunkturę w wielu krajach. Oznacza to, że stopy procentowe szeregu banków centralnych – w tym w szczególności EBC – w ujęciu realnym są ujemne i prawdopodobnie przez dłuższy czas takie pozostaną. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że choć także w Polsce stopa referencyjna NBP w ujęciu realnym jest ujemna, to realne oprocentowanie kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw jest dodatnie, a łączna dynamika kredytu w gospodarce pozostaje niższa od nominalnego tempa wzrostu PKB, przy wciąż słabym wzroście kredytu dla firm.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że tempo wzrostu szerokiego pieniądza M3 oraz kredytów dla gospodarstw domowych są obecnie wyższe lub zbliżone do dynamiki nominalnego PKB. Odnosząc się do kredytów inwestycyjnych firm członkowie ci oceniali, że charakteryzują się one niską elastycznością cenową, co oznacza, że ewentualny wzrost oprocentowania tych kredytów nie miałby silnego przełożenia na nakłady inwestycyjne firm. Wskazywano ponadto, że wzrost inflacji – przy braku podwyżek stóp NBP – powoduje obniżenie się stopy referencyjnej NBP w ujęciu realnym.

Biorąc pod uwagę aktualne informacje i prognozy większość członków Rady uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. W ich opinii perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, jednak dynamika PKB będzie prawdopodobnie niższa niż w poprzednich latach. Jednocześnie Rada oceniła, że utrzymuje się niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą oraz jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Większość członków Rady oceniła ponadto, że czynniki, które prawdopodobnie podwyższą wskaźnik CPI w nadchodzących miesiącach, mają w przeważającej mierze charakter podażowy i regulacyjny, przez co będą one tylko przejściowo wpływać na inflację, ale jednocześnie będą negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą. W efekcie, wraz z oczekiwanym obniżeniem dynamiki wzrostu

gospodarczego, inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych będzie więc sprzyjał utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej, a jednocześnie umożliwi realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

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 utrzymywanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej przy prognozowanym obniżeniu się tempa wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady, uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, ewentualne podniesienie stóp procentowych w obecnych uwarunkowaniach nie zapobiegłoby przejściowemu wzrostowi inflacji w 2020 r., a jednocześnie mogłoby pogłębić spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że występują czynniki, które mogą przyczynić się do utrwalenia inflacji na wyższym poziomie niż wskazują aktualne prognozy. Zaznaczali oni, że ryzyko dalszego wzrostu inflacji oraz oczekiwań inflacyjnych w połączeniu z niewielką – w ich ocenie – skalą oczekiwanego osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce może rodzić ryzyko dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie, co uzasadnia – ich zdaniem – podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ich opinii takie działanie ograniczałoby wzrost cen nieruchomości, a przez to zwiększało ich dostępność.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali z kolei, że pojawiają się sygnały wskazujące na utrwalanie się słabej koniunktury w gospodarce światowej. W opinii tych członków Rady może to negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy także w Polsce w kolejnych kwartałach. Jednocześnie ryzyko odchylenia się inflacji od celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest ograniczone. W efekcie pojawiła się opinia, że uzasadnione jest obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu, a w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie ich dalszych obniżek lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,15 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. 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 niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 23 stycznia 2020 r.