

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 2019 r.

W trakcie posiedzenia Rady zaznaczano, że tempo wzrostu w gospodarce światowej pozostaje relatywnie niskie. Wskazywano, że nastroje w sektorze przemysłowym pozostają słabe i obniżają się obroty w handlu międzynarodowym. Towarzyszy temu jednak relatywnie dobra koniunktura w usługach. Zwracano także uwagę na podwyższoną niepewność dotyczącą kształtowania się globalnej koniunktury w kolejnych kwartałach, wynikającą w znacznej mierze z dalszych możliwych zmian w polityce handlowej głównych gospodarek. Oceniano przy tym, że przeważa ryzyko silniejszego niż przewidują aktualne prognozy osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w strefie euro, w tym w Niemczech, tempo wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje na obniżonym poziomie. Zaznaczano, że choć w gospodarce niemieckiej dynamika PKB w I kw. była wyższa niż pod koniec ub.r., to wynikało to częściowo z czynników o charakterze przejściowym. Podkreślano, że wobec nadal słabej koniunktury w niemieckim przemyśle, dostępne prognozy przewidują niskie tempo wzrostu w tej gospodarce w bieżącym roku. Odnosząc się do koniunktury w Stanach Zjednoczonych wskazywano, że pozostaje ona jak dotychczas dobra. Z kolei analizując sytuację gospodarczą w Chinach zaznaczano, że choć w I kw. wzrost PKB w tej gospodarce ustabilizował się, to ostatnie dane wskazują na ryzyko osłabienia koniunktury w bieżącym kwartale.

Wskazywano, że podwyższona niepewność dotycząca perspektyw wzrostu w gospodarce globalnej przyczyniła się w ostatnim okresie do spadku – po wcześniejszym wyraźnym wzroście – cen ropy naftowej na rynkach światowych. Zaznaczano jednocześnie, że w ostatnich miesiącach nastąpił istotny wzrost cen niektórych produktów żywnościowych.

Odnosząc się do inflacji na świecie, wskazywano na pewien wzrost dynamiki cen w wielu krajach w kwietniu. Podkreślano, że wzrosła nieco także inflacja bazowa w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost dynamiki cen ma prawdopodobnie charakter przejściowy. Niektórzy członkowie zwracali uwagę, że inflacja w gospodarkach rozwijających się pozostaje wyższa niż w krajach rozwiniętych.

Nawiązując do polityki pieniężnej za granicą zaznaczano, że główne banki centralne – wobec obaw o pogorszenie koniunktury – łagodzą retorykę dotyczącą polityki pieniężnej w przyszłości. Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, podtrzymując zapowiedź pozostawienia stóp procentowych na dotychczasowym poziomie w kolejnych kwartałach. Ponadto EBC nadal reinwestuje zapadające papiery wartościowe zakupione w ramach programu skupu aktywów i zapowiada uruchomienie dodatkowych operacji TLTRO we wrześniu. Także

Rezerwa Federalna utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, przy rosnących oczekiwaniach na ich obniżkę w bieżącym roku. Jednocześnie Fed zaczął stopniowo ograniczać zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że w Polsce utrzymuje się dobra koniunktura. Wskazywano, że w I kw. br. roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 4,7% i było wyższe od prognoz. Członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi aktywności gospodarczej wciąż sprzyja rosnąca – choć nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach – konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie zaznaczano, że w I kw. wyraźnie wzrosły inwestycje w gospodarce. Zwracano przy tym uwagę na wysoką dynamikę nakładów inwestycyjnych średnich i dużych firm, która sugeruje istotne ożywienie inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. Podkreślano, że mimo osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w I kw. br. utrzymał się istotny wzrost eksportu, a eksport netto miał dodatni wkład do wzrostu PKB. Wzrost eksportu wspierany był przez ożywienie sprzedaży zagranicznej do krajów spoza strefy euro, co – w opinii części członków Rady – może wskazywać na przystosowywanie się przedsiębiorstw do osłabienia koniunktury w najbliższym otoczeniu i przesuwanie części produkcji na inne rynki zbytu.

Członkowie Rady zwracali także uwagę na utrzymującą się dobrą sytuację finansową sektora przedsiębiorstw. Zaznaczali oni, że pewne obniżenie wyniku finansowego netto w I kw. wynikało głównie z pogorszenia sytuacji w energetyce i górnictwie. Natomiast w zdecydowanej większości pozostałych branż, wyniki finansowe poprawiły się. Podkreślano także, że o pozytywnej sytuacji finansowej firm świadczy stabilny poziom zysku ze sprzedaży.

Analizując perspektywę wzrostu gospodarczego, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez wzrost popytu konsumpcyjnego, czemu sprzyjać będą bardzo optymistyczne nastroje konsumentów wobec korzystnej dla nich sytuacji na rynku pracy oraz wprowadzonych i zapowiedzianych przez rząd świadczeń społecznych. Część członków Rady oceniała, że skala wpływu spowolnienia wzrostu za granicą na Polską gospodarkę, może być w kolejnych kwartałach – podobnie jak dotychczas – słabsza niż zakładano wcześniej. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że istnieje ryzyko osłabienia aktywności w sektorze przemysłowym w kolejnych miesiącach. Wskazuje na to utrzymujący się poniżej granicy 50 punktów wskaźnik PMI oraz wyniki innych badań koniunktury, sugerujące, że wzrost aktywności w przemyśle był dotychczas podtrzymywany przez realizację narosłych wcześniej zaległości produkcyjnych. Podkreślano, że najważniejszym źródłem niepewności dla krajowej koniunktury jest skala i trwałość spowolnienia u głównych partnerów handlowych Polski i siła jego przełożenia na polską gospodarkę.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że bezrobocie utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jednocześnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w dalszym ciągu zwiększa się w relatywnie szybkim tempie. Natomiast liczba osób pracujących według BAEL w I kw. była nieznacznie niższa niż przed rokiem. W ocenie członków Rady, rozbieżności

między danymi z sektora przedsiębiorstw i z BAEL mogą częściowo wynikać z rosnącego udziału pracowników ze Wschodu wśród nowozatrudnionych, a także ze zmiany form zatrudnienia. Część członków Rady oceniała, że ostatnie dane z rynku pracy – w tym o liczbie nowych ofert pracy – mogą sugerować, że wzrost popytu na pracę słabnie. Jednocześnie wzrost wynagrodzeń – zarówno w sektorze przedsiębiorstw, jak i w całej gospodarce – pozostaje stabilny i zbliżony do 7%. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że stabilizacji dynamiki płac sprzyjają wprowadzone programy społeczne, podnoszące dochód rozporządzalny gospodarstw domowych i – przez to – ograniczające ich presję na podwyżki płac.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce zaznaczano, że w ostatnich miesiącach wzrosła dynamika cen konsumpcyjnych, jednak pozostaje ona na umiarkowanym poziomie. Wskazywano, że do wzrostu inflacji przyczyniła się częściowo wyższa dynamika cen paliw i żywności. Podkreślano, że wzrosła także inflacja bazowa, co odzwierciedlało wyraźny wzrost dynamiki cen usług w warunkach utrzymującej się korzystnej sytuacji polskich konsumentów. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że dynamika wzrostu cen notowana przez część gospodarstw domowych może być wyższa od inflacji CPI liczonej dla przeciętnego gospodarstwa domowego.

Część członków Rady zaznaczała, że inflacja w kolejnych miesiącach powinna pozostać zbliżona do odnotowanej w maju. Podkreślano także, że istnieje niepewność dotycząca kształtowania się inflacji na początku przyszłego roku. Wskazywano, że w przypadku dostosowania się cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych do uwarunkowań rynkowych, dynamika cen konsumpcyjnych w I kw. przyszłego roku może wzrosnąć. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że taki wzrost może przyczynić się do podwyższenia oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost inflacji na początku przyszłego roku – jeżeli nastąpi – będzie krótkotrwały, a w dalszej części 2020 r. inflacja prawdopodobnie będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem niepewności jest kształtowanie się cen ropy naftowej i produktów żywnościowych na świecie w kolejnych latach.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa referencyjna NBP deflowana zarówno wskaźnikiem inflacji CPI, jak i wskaźnikiem inflacji po wyłączeniu cen energii i żywności jest obecnie ujemna. Członkowie ci oceniali, że przyczynia się to do zwiększania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w warunkach wysokiego – w ich ocenie – zadłużenia tych podmiotów. Inni członkowie Rady zaznaczali natomiast, że realne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych jest nadal znacząco dodatnie. Jednocześnie członkowie ci wyrażali opinię, że do wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych przyczynia się ich dobra sytuacja finansowa poprawiająca zdolność kredytową. Przy czym dynamika wzrostu zobowiązań tych podmiotów wobec sektora bankowego pozostaje – w opinii tych członków Rady – umiarkowana. Wskazywano również na relatywnie niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw, która – zdaniem niektórych członków Rady – mogła być efektem ograniczonej podaży po stronie banków. Część członków Rady oceniała natomiast, że wzrost tych kredytów jest ograniczany przez

niski popyt, wynikający ze znacznej skali finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw ze środków własnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Zdaniem członków Rady perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB w bieżącym roku może być nieco wyższa niż oczekiwano w marcowej projekcji. 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 niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 21 czerwca 2019 r.