

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

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Zaznaczano, że w gospodarce światowej trwa poprawa koniunktury. Podkreślano, że w strefie euro wzrost gospodarczy pozostaje szybszy niż w poprzednich latach. Aktualne prognozy przewidują utrzymanie się korzystnych uwarunkowań gospodarczych w tej strefie w kolejnych latach, choć przy stopniowo obniżającej się dynamice PKB. Wskazywano również na korzystną – mimo pewnego spowolnienia aktywności gospodarczej w IV kw. – koniunkturę w Stanach Zjednoczonych i stabilizację dynamiki PKB w Chinach.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej aktywności gospodarczej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, do czego przyczynia się wciąż słaba wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, zwracano uwagę na podwyższoną zmienność cen ropy naftowej i innych surowców energetycznych w ostatnim okresie. Wskazywano, że na podaż ropy naftowej w dalszym ciągu wpływa ograniczenie jej produkcji w ramach porozumienia zawartego przez część krajów eksportujących ten surowiec. Wpływ tego czynnika na podaż jest łagodzony przez rosnące wydobycie ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych, które stają się coraz ważniejszym producentem i eksporterem tego surowca. Zaznaczano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej i zwiększone zapotrzebowanie na ten surowiec ze strony Chin związanego między innymi z polityką ograniczania zużycia węgla. Zdaniem części członków Rady ceny ropy naftowej w kolejnych kwartałach powinny być jednak stabilne.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynnikiem niepewności dla przyszłych decyzji EBC jest kształtowanie się inflacji w części gospodarek strefy euro, w tym w krajach Europy Południowej. Wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Podkreślano, że istotnym czynnikiem wpływającym na decyzje Fed jest sytuacja na amerykańskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że stopniowe zacieśnianie warunków monetarnych przez Fed będzie oddziaływało w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych i pogorszenia koniunktury na świecie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ zaostrzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych na koniunkturę będzie ograniczany przez poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że dynamika PKB w IV kw. ub.r. utrzymała się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału, przy czym zmieniła się struktura wzrostu. Wskazywano, że dalszemu wyraźnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło istotne ożywienie inwestycji. Podkreślano, że przyspieszenie wzrostu inwestycji dotyczyło głównie inwestycji publicznych, choć wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Jednocześnie utrzymujący się wzrost popytu wewnętrznego przyczynił się do przyspieszenia wzrostu importu. Z kolei roczna dynamika eksportu – mimo nadal silnego popytu zewnętrznego – nieco się obniżyła, co częściowo wynikało z czynników kalendarzowych. Zaznaczano, że choć saldo wymiany towarowej z zagranicą nieco się pogorszyło, to saldo na rachunku obrotów bieżących pozostało zbliżone do zera. Podkreślano, że także w gospodarce krajowej brak jest sygnałów narastania nierównowag.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że według marcowej projekcji dynamika PKB w bieżącym i przyszłym roku będzie wyższa niż oczekiwano w listopadzie. Wskazywano, że tempo wzrostu gospodarczego w I kw. br. pozostanie prawdopodobnie zbliżone do 5%, przy dalszym ożywieniu inwestycji sygnalizowanym przez silny wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz rosnącą produkcję maszyn i urządzeń w styczniu br. Podkreślano, że zgodnie z projekcją w całym 2018 r. wzrost inwestycji będzie szybszy niż w ub.r. Złoży się na to istotny przyrost inwestycji publicznych oraz oczekiwane – w warunkach korzystnych perspektyw popytu – przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inwestycje prywatne są kluczowe dla zwiększania produktywności i poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali, że mimo szybszego wzrostu inwestycji w 2018 r. wyniki projekcji wskazują na stopniowe obniżanie się dynamiki PKB w latach 2018-2020. Ograniczająco na tempo wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać spowolnienie wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki oraz nieco niższa niż w 2017 r. dynamika konsumpcji prywatnej. Członkowie Rady wyrażali opinię, że czynnikami ryzyka dla prognozowanej dynamiki PKB są: sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki oraz kształtowanie się podaży pracy w kraju. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika PKB w bieżącym roku może być niższa niż wskazuje projekcja. Wyrażali oni opinię, że tempo wzrostu gospodarczego może być obniżane przez spowolnienie eksportu i spadek rentowności sprzedaży zagranicznej związany z mocniejszym niż w ubiegłym roku kursem złotego.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost zatrudnienia w gospodarce w IV kw. ub.r. Część członków Rady podkreślała, że do spowolnienia wzrostu zatrudnienia przyczyniło się głównie pogłębienie jego spadku w rolnictwie, przy nadal relatywnie wysokiej dynamice liczby pracujących w pozostałych sekcjach gospodarki. Członkowie ci zwracali także uwagę, że mimo sygnalizowanych przez firmy trudności ze znalezieniem pracowników wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 2017 r. był wysoki. Podkreślali oni, że na zdolność firm do zwiększania zatrudnienia i produkcji w warunkach deklarowanych problemów z podażą pracy wskazują także doświadczenia innych gospodarek Europy

Środkowo-Wschodniej. Zwracano uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu w Polsce towarzyszy szybszy wzrost płac w gospodarce, choć dane z sektora przedsiębiorstw za styczeń mogą – w opinii części członków Rady – sygnalizować stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że wzrost dynamiki płac może częściowo wynikać ze zwiększającego się odsetka zatrudnionych na podstawie stałych umów o pracę. Mimo wyższej dynamiki płac większość członków Rady oceniła, że rynek pracy nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu wynagrodzeń, wskazywano na przewidzianą w projekcji stabilizację dynamiki płac. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że mimo oczekiwanej stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń dynamika jednostkowych kosztów pracy w latach 2018-2019 wzrośnie. Część członków Rady oceniła, że dynamika wynagrodzeń w kolejnych kwartałach może być wyższa od prognozowanej, szczególnie w przypadku pojawienia się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Członkowie ci wyrażali opinię, że dynamikę wynagrodzeń może podwyższać rosnący popyt na pracę związany z oczekiwanym dalszym ożywieniem inwestycji. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w dłuższym okresie wzrost inwestycji będzie prowadził do wzrostu wydajności pracy, co będzie ograniczało presję inflacyjną.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych na początku 2018 r. obniżyła się, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska. W ostatnim okresie wyhamował także wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że ostatnie dane potwierdzają brak wpływu przyspieszenia wzrostu płac na dynamikę cen. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali także, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według marcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 2,1%. W kolejnych latach ma stopniowo rosnąć: do 2,7% w 2019 r. i 3,0% w 2020 r. Większość członków Rady uznała, że wyniki marcowej projekcji wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych wynika w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że inflacja może być wyższa od prognozowanej. Według tych członków Rady do szybszego wzrostu cen może się przyczyniać wyższa od oczekiwanej dynamika płac oraz jej silniejsze – wobec zmniejszającej się zdolności firm do absorbowania rosnących kosztów płac bez zmiany cen ich produktów – przełożenie na inflację. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ wzrostu płac na procesy cenowe może pozostać ograniczony i – w efekcie – inflacja bazowa może być niższa od prognozowanej. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika cen w kolejnych latach będzie w dalszym ciągu ograniczana przez niską inflację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz wyraźnie słabszą niż w poprzednich latach prognozowaną dynamikę cen energii.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennione. Rada oceniła, że bieżące dane oraz wyniki

projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z projekcją – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie Rada oceniła, 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, również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające dane i prognozy wskazywałyby na dalszy wzrost dynamiki wynagrodzeń i silniejsze od obecnie oczekiwanego nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach.

Pojawiła się opinia, że w razie istotnego osłabienia się wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych.

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: 29 marca 2018 r.