

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 września 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą. W szczególności zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro w II kw., a także na poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej i nastrojów w tej strefie w III kw. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, podkreślano, że również w Stanach Zjednoczonych w II kw. odnotowano wyższą dynamikę PKB niż w I kw., a wskaźniki miesięczne sugerują kontynuację dobrej koniunktury w tej gospodarce. Zaznaczano przy tym, że zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych najważniejszym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje konsumpcja. W trakcie dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach w II kw. nastąpiła stabilizacja dynamiki PKB, choć jednocześnie zwracano uwagę na utrzymujące się nierównowagi w tej gospodarce.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. W szczególności zaznaczano, że w głównych gospodarkach rozwiniętych inflacja nadal kształtuje się poniżej obowiązujących tam celów inflacyjnych. Omawiając czynniki wpływające na presję inflacyjną za granicą, zwracano uwagę na nieznaczny wzrost cen ropy oraz na ich oczekiwaną stabilizację w kolejnych latach. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury, co wynika zwłaszcza ze zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych. Członkowie Rady wskazywali również na wzrost aktywności tego kraju na światowym rynku gazu. W efekcie, zdaniem członków Rady, ceny surowców energetycznych prawdopodobnie będą w niewielkim stopniu oddziaływać w kierunku wyższej inflacji.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Za utrzymaniem silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC przemawia wciąż umiarkowana inflacja w strefie euro związana z niską presją płacową w tej strefie oraz aprecjacją euro. Wskazywano, że czynniki te zwiększają ryzyko ponownego obniżenia prognoz inflacji w strefie euro, pomimo utrwalania się tam ożywienia. W efekcie – jak zaznaczano – inflacja w strefie euro prawdopodobnie utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC również w kolejnych latach. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że Rezerwa Federalna będzie zapewne kontynuować stopniowe zmniejszanie stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej, ogłaszając w niedalekiej przyszłości rozpoczęcie redukcji skali reinwestycji aktywów. Jednocześnie, ze względu na obniżenie się inflacji, tempo dalszego podwyższania stóp procentowych przez Fed może być wolniejsze, niż dotychczas oczekiwano.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że w II kw. dynamika PKB była zbliżona do odnotowanej w I kw. Podkreślano, że

głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Nadal niska była natomiast dynamika inwestycji, przy czym – mimo wysokiego wykorzystania zdolności wytwórczych i dalszej poprawy koniunktury – nieznacznie pogłębił się spadek inwestycji przedsiębiorstw. Członkowie Rady oceniali, że stopniowe ożywienie inwestycji finansowanych ze środków unijnych sugeruje, że w II połowie roku łączna dynamika inwestycji będzie wyższa. Jednocześnie w II kw. wzrost eksportu okazał się niższy niż wzrost importu, przez co wkład eksportu netto do PKB stał się ujemny. Członkowie Rady wskazywali, że osłabienie dynamiki eksportu może być związane ze spowolnieniem wzrostu eksportu Niemiec ze względu na silne powiązania pomiędzy polskimi i niemieckimi producentami. Wobec poprawiającej się koniunktury za granicą osłabienie wzrostu eksportu może być jednak zjawiskiem przejściowym.

Odnosząc się do miesięcznych danych o krajowej aktywności gospodarczej na początku III kw., członkowie Rady podkreślali, że sygnalizują one kontynuację stabilnej dynamiki PKB. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy stabilny wzrost sprzedaży detalicznej przy bardzo dobrych nastrojach konsumentów. Zwracano jednocześnie uwagę na pewne wyhamowanie dynamiki produkcji przemysłowej oraz silne przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w lipcu. Zaznaczano ponadto, że wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie i w sierpniu wyniosła 1,8%. Jednocześnie zaznaczano, że inflacja bazowa jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że także w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, na co złoży się stopniowe zwiększanie się wewnętrznej presji inflacyjnej związane z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się dynamiki cen importu wynikającym z oczekiwanej stabilizacji cen surowców energetycznych oraz niskiej presji inflacyjnej za granicą. Niektórzy członkowie Rady zwrócili jednak uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w kolejnych kwartałach może być dalszy wzrost cen żywności. W opinii części członków Rady, ważna dla oceny perspektyw kształtowania się procesów cenowych będzie listopadowa projekcja uwzględniająca najnowsze dane.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano, że dalszemu wzrostowi zatrudnienia oraz spadkowi bezrobocia w II kw. towarzyszyło przyspieszenie dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw i całej gospodarce. Wskazywano przy tym, że na tle krajów regionu dynamika wynagrodzeń w Polsce jest wciąż umiarkowana, a w kierunku jej ograniczenia nadal oddziałuje napływ pracowników z Ukrainy, a także dalszy wzrost aktywności zawodowej Polaków. Zdaniem członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia, przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. W opinii niektórych członków Rady negatywnie na podaż pracy może oddziaływać w szczególności obniżenie wieku emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wiele osób, które

przejdą na emeryturę, może pozostać aktywne na rynku pracy, przez co wpływ tego czynnika na podaż pracy byłby ograniczony.

Członkowie Rady dyskutowali także o wielkości oraz strukturze oszczędności w gospodarce. Wskazywano, że łączna stopa oszczędności – gromadzonych w Polsce w przeważającej części przez przedsiębiorstwa – przewyższa stopę inwestycji w relacji do PKB. W odniesieniu do gospodarstw domowych część członków Rady oceniała, że ich skłonność do oszczędzania zależy w dużym stopniu od poziomu dochodu do dyspozycji i wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac powinna się zwiększać. Jednocześnie, zdaniem tych członków Rady, mniejsze znaczenie dla decyzji o oszczędzaniu ma oczekiwana stopa zwrotu z lokowania wolnych środków. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w warunkach stopniowo rosnącej inflacji może negatywnie wpływać na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania lub zachęcać je do przesuwania środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Członkowie Rady ocenili, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy i utrzymującego się wzrostu dynamiki płac powyżej nominalnego wzrostu wydajności pracy – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie większości członków Rady stabilizacja stóp procentowych będzie wspierać także oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii niektórych członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na silniejszą od obecnych oczekiwań presję inflacyjną, wówczas uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce, zaś zdaniem innych członków Rady także na zmiany jednostkowych kosztów zmiennych.

Pojawiła się też opinia, że w razie istotnego osłabienia wskaźników aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw 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: 21 września 2017 r.