

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 lipca 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rady wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura. Zaznaczano, że w strefie euro sytuacja gospodarcza pozostaje korzystna mimo prognozowanego stopniowego obniżania się dynamiki PKB w tej strefie w 2018 r. oraz w kolejnych latach. Wskazywano na ryzyko silniejszego spowolnienia wzrostu gospodarczego w tym obszarze walutowym w przypadku ewentualnej eskalacji napięć w handlu ze Stanami Zjednoczonymi. Część członków Rady oceniała jednak, że ryzyko to jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wzrost gospodarczy w strefie euro może być nawet szybszy od prognozowanego ze względu na poluzowanie polityki fiskalnej w części krajów tej strefy. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w bieżącym roku będzie prawdopodobnie wyższy niż w 2017 r. Zaznaczano, że niepewność dotycząca perspektyw globalnego wzrostu jest obecnie podwyższona. Głównym czynnikiem ryzyka dla koniunktury światowej jest – obok zmian w międzynarodowej polityce handlowej – kształtowanie się cen ropy naftowej. Podkreślano, że podwyższona niepewność co do perspektyw globalnego wzrostu przyczynia się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znajduje odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji wielu gospodarek rozwijających się i osłabieniu kursów ich walut.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są nadal wyraźnie wyższe niż przed rokiem, a w ostatnim okresie podlegały znacznym wahaniom. Zaznaczano, że do podwyższonej zmienności tych cen przyczyniały się decyzje polityczne i gospodarcze podejmowane przez część krajów eksportujących ropę (kraje tzw. OPEC+ oraz Stany Zjednoczone). Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w dłuższym terminie ceny ropy naftowej mogą się ustabilizować na poziomie zbliżonym do obecnego.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej koniunktury i wyższych niż w ubiegłym roku cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Oceniano, że utrzymywaniu się niskiej inflacji w tych gospodarkach w ostatnich latach mogły sprzyjać następujące czynniki: postępujący proces globalizacji, w tym rozwój globalnych sieci produkcji oraz wzrost międzynarodowego przepływu pracowników oraz osłabienie siły przetargowej pracowników w negocjacjach płacowych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że oddziaływanie części z tych czynników na dynamikę cen może w przyszłości osłabnąć.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Jednocześnie EBC nadal skupuje aktywa finansowe, choć zapowiedział zmniejszenie skali skupu od października br. i zakończenie tego programu z końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że stopy procentowe w strefie euro pozostaną na niskich poziomach jeszcze przez dłuższy czas. Jednocześnie zwracano uwagę na podwyżki stóp

procentowych w Czechach i Rumunii. Część członków Rady podkreślała jednak, że sytuacja gospodarcza w tych krajach jest inna niż w Polsce: inflacja w Czechach i Rumunii kształtuje się powyżej celu, inflacja bazowa jest podwyższona i utrzymuje się szybszy niż w Polsce wzrost wynagrodzeń. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna podniosła w czerwcu stopy procentowe i kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, co – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych, a także pogorszenia koniunktury na świecie.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. było relatywnie wysokie i prawdopodobnie zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że według dostępnych prognoz dynamika inwestycji w II kw. br. wzrosła, do czego – obok nadal silnie rosnących inwestycji publicznych – przyczyniło się prawdopodobne ożywienie nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Oceniano, że w II kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wzrost eksportu, czemu – zdaniem większości członków Rady – sprzyjało pewne osłabienie złotego w ostatnim okresie. Zaznaczano, że deprecjacja złotego – podobnie jak wielu innych walut gospodarek rozwijających się – była związana z podwyższoną niepewnością na światowych rynkach finansowych. Niepewność ta przyczyniała się także do spadku cen akcji na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że – według lipcowej projekcji – dynamika PKB w bieżącym roku będzie relatywnie wysoka i wyższa niż oczekiwano w marcu, a w kolejnych latach wzrost gospodarczy będzie stopniowo spowalniać. Część członków Rady wyrażała opinię, że głównym źródłem niepewności dla prognozowanej dynamiki PKB jest sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dominuje ryzyko pogorszenia sytuacji gospodarczej za granicą i – w efekcie – silniejszego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że prawdopodobieństwo zrealizowania się niekorzystnych scenariuszy oraz skala ich wpływu na polską gospodarkę mogą być niższe od oczekiwanych. Ponadto pozytywnie na sytuację gospodarczą w strefie euro może oddziaływać oczekiwane poluzowanie polityki fiskalnej prowadzone w części gospodarek tej strefy. W efekcie dynamika PKB w Polsce w kolejnych latach może – według tych członków Rady – być wyższa, niż wynika z lipcowej projekcji.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady podkreśliła jednak, że dynamika wynagrodzeń od początku bieżącego roku pozostaje stabilna. Członkowie ci zaznaczali, że wyniki lipcowej projekcji wskazują na stabilizację dynamiki płac także w kolejnych kwartałach. Oceniali oni, że sprzyjać temu będzie wysoki – i rosnący – udział przedsiębiorstw nie planujących podwyżek w najbliższej przyszłości. Podkreślali też, że czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu płac jest utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie

Rady wyrażali natomiast opinię, że wzrost płac w kolejnych kwartałach może przyspieszyć, szczególnie w przypadku nasilenia się – pojawiających się już obecnie wśród niektórych grup zawodowych – żądań podwyżek płac w sferze budżetowej. Członkowie ci oceniali, że ewentualne podwyżki w sferze budżetowej mogą z kolei przyczyniać się do wzrostu nacisków na wzrost wynagrodzeń w sektorze prywatnym.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w czerwcu br. wzrosła, przy czym wzrost ten wynikał z rosnących cen paliw. Natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii była niższa niż na początku roku, a wzrost cen usług spowolnił. W ocenie części członków Rady wskazuje to na nadal słabą wewnętrzną presję inflacyjną w Polsce, utrzymującą się mimo relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybszego niż w ubiegłym roku wzrostu płac. Inni członkowie Rady oceniali, że spadek dynamiki cen usług w ostatnim okresie miał prawdopodobnie przejściowy charakter.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według lipcowej projekcji inflacja w 2018 r. będzie niższa niż wcześniej oczekiwano i wyniesie 1,8%. Część członków Rady podkreślała, że prognoza inflacji w bieżącym roku została obniżona, mimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Zaznaczali oni, że rewizja w dół dynamiki cen wynika z wyraźnego obniżenia prognoz inflacji bazowej, następującego mimo wyższej niż wcześniej oczekiwano dynamiki PKB. Członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych latach inflacja – według lipcowej projekcji – ma stopniowo rosnąć. Większość członków Rady uznała, że zgodnie z wynikami lipcowej projekcji inflacja pozostanie zbliżona do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych może być szybszy niż wskazuje projekcja lipcowa, ze względu na wyższą od prognozowanej dynamikę PKB w kraju, szybszy wzrost wynagrodzeń oraz ponowny wzrost dynamiki cen usług. Członkowie ci wyrażali opinię, że inflację może dodatkowo podwyższyć silniejsza reakcja cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie, wynikająca z polityki cenowej polskich producentów paliw. Podkreślali oni także prognozowany wzrost inflacji bazowej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być niższa niż wynika z lipcowej projekcji ze względu na wolniejszy wzrost inflacji bazowej. Wyrażali oni opinię, że dotychczasowy brak wzrostu inflacji bazowej mimo bardzo dobrej koniunktury zwiększa prawdopodobieństwo jej ograniczonego wzrostu w kolejnych kwartałach, szczególnie wobec oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB.

Członkowie Rady zaznaczali także, że w gospodarce brak jest obecnie wyraźnych oznak nierównowag. W szczególności podkreślano, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie, a realne oprocentowanie kredytów utrzymuje się na wyraźnie dodatnim poziomie. Umiarkowana pozostaje także dynamika głównych agregatów pieniężnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymujący się poziom stopy referencyjnej, który w ujęciu realnym jest ujemny, może zwiększać ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce, w szczególności na rynku kredytowym i rynku nieruchomości. Zwracali oni uwagę na relatywnie szybki – w ich ocenie – wzrost kredytów konsumpcyjnych

i wysoki na tle innych krajów europejskich poziom zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje oraz wyniki lipcowej projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego 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, stabilizacja stóp w kolejnych kwartałach będzie nadal sprzyjać realizacji celu inflacyjnego, a jednocześnie wspierać utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym dalszego ożywienia inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki oraz podwyższona niepewność co do perspektyw koniunktury w gospodarce światowej.

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 także 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 niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 23 sierpnia 2018 r.