

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 grudnia 2017 r.

Rada omawiała sytuację makroekonomiczną na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Podkreślano, że w gospodarce światowej trwa ożywienie koniunktury, odzwierciedlone w danych o produkcji przemysłowej, rynku pracy, nastrojach podmiotów gospodarczych i handlu międzynarodowym. Wskazywano, że ożywienie w handlu międzynarodowym sprzyja dobrej koniunkturze w strefie euro, gdzie utrzymuje się wyższy niż w ubiegłym roku wzrost gospodarczy. Zwracano także uwagę na poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Zaznaczano jednak, że stopa bezrobocia w strefie euro – pomimo obniżenia – jest wciąż wyższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. W trakcie dyskusji na temat uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki wskazywano także na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych. Zwracano uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w tej gospodarce, a także na rekordowo wysoki poziom zatrudnienia przekładający się na wyższą niż w poprzednich kwartałach dynamikę sprzedaży detalicznej.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Oceniano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Zaznaczano, że inflacja bazowa w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal niska. Zwracano uwagę, że umiarkowana dynamika cen utrzymuje się w szczególności w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, zwłaszcza w strefie euro, a także – pomimo wyraźnego ożywienia koniunktury i wysokiej dynamiki płać – w Europie Środkowo-Wschodniej. Wskazywano, że w ostatnich latach zależność między koniunkturą, dynamiką płać i inflacją osłabiła się w wielu krajach na świecie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż w poprzednich kwartałach, ale w ostatnich tygodniach pojawiły się sygnały świadczące o ich stabilizacji. Wskazywano, że w kolejnych kwartałach ceny tego surowca mogą pozostawać stabilne. Spośród czynników przyczyniających się do stabilizacji cen ropy członkowie Rady wymieniali elastyczną podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych i jednoczesne dążenie niektórych producentów tego surowca do utrzymania udziału w rynku. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych zwracano uwagę, że również ceny węgla kamiennego i gazu ziemnego są wyraźnie wyższe niż w poprzednich kwartałach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, a w grudniu prawdopodobnie podniesie stopy procentowe. Zaznaczano jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali i tempa dalszych podwyżek stóp procentowych przez amerykański bank centralny. Ponadto w tej części dyskusji podkreślano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Zwracano przy tym uwagę, że EBC

wciąż zapowiada utrzymywanie stóp procentowych na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Podkreślano, że również w innych krajach w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej, stopy procentowe pozostają zbliżone do zera.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali, że roczne tempo wzrostu PKB przyspieszyło w III kw. br. do 4,9%, a więc było wyższe, niż przewidywano w projekcji. Zaznaczano, że głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że do silniejszego, niż oczekiwano w projekcji, przyspieszenia wzrostu PKB przyczynił się głównie wyraźny wzrost eksportu związany z ożywieniem koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w szczególności w strefie euro. Podkreślano, że w III kw. wzrosły także nakłady brutto na środki trwałe, choć wolniej, niż oczekiwano w projekcji. Zwracano uwagę, że wzrost inwestycji był głównie związany ze zwiększeniem się inwestycji publicznych. Zaznaczano przy tym, że dynamika inwestycji firm spoza sektora górnictwo-energetycznego wyraźnie wzrosła w III kw. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom inwestycji przedsiębiorstw jest nadal niższy niż przed 2016 r.

Oceniano, że w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć w kolejnych latach można oczekiwać pewnego obniżenia się dynamiki PKB. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany przez stabilną dynamikę konsumpcji, przy dalszym wzroście dynamiki inwestycji. Jak podkreślali niektórzy członkowie Rady, wskazuje na to rosnąca absorpcja środków unijnych, przy czym zaznaczali oni, że jest ona jak dotąd skoncentrowana głównie w sektorze publicznym. Oceniano też, że – biorąc pod uwagę wysoki poziom wykorzystania zdolności produkcyjnych, przy jednoczesnym wzroście popytu – w kolejnych kwartałach prawdopodobny jest dalszy wzrost dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Z kolei ograniczająco na dynamikę PKB będzie oddziaływało stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus”, a także prognozowane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy – choć nieco wolniejszy niż w poprzednich kwartałach – wzrost liczby pracujących w gospodarce i w efekcie kontynuację spadku stopy bezrobocia. Zwracano uwagę, że dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce w III kw. była stabilna pomimo tego, że w sektorze przedsiębiorstw nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu płac i dynamiki funduszu płac. Wyrażono opinię, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce jest ograniczana przez zamrożenie płac w sektorze publicznym oraz prawdopodobnie niższą dynamikę wynagrodzeń w małych firmach, w których pracuje znaczna część zatrudnionych. W tym kontekście zaznaczono, że w świetle najnowszych informacji o rozkładzie wynagrodzeń w Polsce poziom wynagrodzeń znacznej części zatrudnionych jest wciąż niewiele wyższy od płacy minimalnej, co dodatkowo ogranicza presję inflacyjną. Wskazywano również na relatywnie wysoką stopę aktywności zawodowej, która – obok znaczącej liczby pracowników z zagranicy – może być czynnikiem ograniczającym wzrost płac w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że odsetek firm, w których dynamika płac rośnie szybciej niż dynamika wydajności, jest wyższy

niż przed rokiem. Podkreślano jednocześnie, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce istotnie się obniżyła w III kw. W konsekwencji większość członków Rady oceniła, że rynek pracy – mimo niskiego bezrobocia i sygnalizowanych przez część firm trudności ze znalezieniem odpowiednich pracowników – nie generuje jak dotąd istotnej presji inflacyjnej.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła w listopadzie do 2,5%. Zaznaczano, że głównym czynnikiem podwyższającym inflację jest obecnie wysoka dynamika cen żywności oraz wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen energii. Wskazywano przy tym, że wyższa dynamika cen energii jest związana ze wzrostem cen surowców energetycznych na światowych rynkach. Jednocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska mimo relatywnie wysokiego tempa wzrostu konsumpcji.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, większość członków Rady oceniała, że – w świetle aktualnych informacji – inflacja w horyzoncie projekcji utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa będzie prawdopodobnie rosła jedynie stopniowo. Zaznaczano, że istotnym czynnikiem hamującym wzrost dynamiki cen pozostanie niska inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki, a także oczekiwane w kolejnych kwartałach obniżenie dynamiki PKB. W nadchodzących miesiącach wygasną także statystyczne efekty bazy, co prawdopodobnie obniży dynamikę cen energii.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na czynniki ryzyka oddziałujące w kierunku wyższej inflacji. W ich ocenie niski poziom inwestycji przedsiębiorstw może się przełożyć na obniżenie dynamiki wydajności, a tym samym oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu jednostkowych kosztów pracy i inflacji w dłuższym okresie. Dodatkowo wyrazili oni opinię, że utrzymujące się relatywnie niskie inwestycje w sektorze górnictwo-energetycznym mogą przyczynić się do wyższej dynamiki cen nośników energii. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wymóg utrzymywania obowiązkowych zapasów gazu ziemnego może skutkować wzrostem kosztów ponoszonych przez importerów tego surowca.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że aktualny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Wskazywano, że w świetle aktualnych informacji inflacja pozostanie zbliżona do celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się – mimo relatywnie szybkiego wzrostu PKB – nadwyżkę w handlu zagranicznym Polski, a także zbliżony do dynamiki nominalnego PKB wzrost kredytu.

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, w tym oczekiwane dalsze ożywienie 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.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, w szczególności związane z możliwością silniejszego przyśpieszenia wzrostu płac, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny także uwzględniać wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na akcję kredytową, ceny aktywów i oszczędności w polskiej gospodarce. W opinii członków Rady istotne dla polityki pieniężnej będzie także kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

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%.

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania rezerwy powinno sprzyjać urealnieniu jej obowiązkowego charakteru. Większość członków Rady wskazywała, że obniżenie oprocentowania powinno – wraz z nienaliczaniem rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata – wspierać zmniejszenie skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy. Pojawiła się opinia, że system rezerwy obowiązkowej nie powinien być modyfikowany do czasu wejścia w życie uchwały o nienaliczaniu rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata.

Rada podjęła uchwałę w sprawie wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Zgodnie z tą uchwałą wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej będzie wynosić 0,50%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2018 r.

Data publikacji: 21 grudnia 2017 r.