

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 stycznia 2017 r.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej na tle sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Wskazywano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej jest stabilna, ale zróżnicowana w poszczególnych jej krajach. Oceniano, że w Niemczech wzrost gospodarczy w IV kw. ub.r. prawdopodobnie przyspieszył, czemu jednak towarzyszyło spowolnienie w większości pozostałych gospodarek strefy euro, w tym we Włoszech. Podkreślano, że wzrost gospodarczy w Niemczech jest wspierany przez stabilny wzrost konsumpcji oraz zwiększanie się dynamiki eksportu, czemu sprzyja poprawa koniunktury w światowym przemyśle i lepsza sytuacja gospodarcza części partnerów handlowych tego kraju. Wskazywano na sygnały wzrostu dynamiki aktywności gospodarczej w Chinach i utrzymujące się ożywienie w Stanach Zjednoczonych. Zwracano uwagę na bardzo dobre nastroje amerykańskich konsumentów oraz dalszą poprawę sytuacji na tamtejszym rynku pracy wyrażającą się zarówno w zwiększaniu się zatrudnienia, jak i we wzroście płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę na obniżenie się stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych poniżej szacowanego tam poziomu równowagi.

W trakcie dyskusji na temat procesów inflacyjnych za granicą podkreślano, że w ostatnich miesiącach inflacja w wielu gospodarkach wzrosła. Zaznaczano jednocześnie, że w strefie euro – pomimo pewnego wzrostu – inflacja jest nadal niska, do czego przyczynia się wciąż słaba presja popytowa w tej gospodarce. Podkreślano, że wzrost inflacji na świecie jest związany głównie ze wzrostem cen surowców energetycznych, przede wszystkim ropy naftowej, w ostatnich miesiącach. Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach ceny ropy naftowej nie powinny rosnać, czemu będzie sprzyjać wciąż wysoka podaż tego surowca, kształtowana przez ponowny wzrost jego wydobycia w Stanach Zjednoczonych oraz dążenie Iranu do zwiększenia udziału w rynku. Zwracano uwagę, że wzrostowi cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach towarzyszył spadek cen surowców rolnych, głównie zbóż, co może dodatkowo ograniczać skalę wzrostu inflacji na świecie.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program zakupu aktywów finansowych. Zaznaczono, że termin tego programu został w grudniu ub.r. przedłużony, przy jednoczesnym zmniejszeniu miesięcznej skali zakupów. Oceniano, że decyzja ta oznacza poluzowanie warunków monetarnych w bezpośrednim otoczeniu polskiej gospodarki. Zwrócono również uwagę na podwyższenie stóp procentowych przez Fed w grudniu i ich prawdopodobny dalszy wzrost w bieżącym roku. Podkreślano przy tym, że – według oczekiwań Fed – stopy procentowe w dłuższym okresie prawdopodobnie nie

wzrosną do poziomu sprzed globalnego kryzysu finansowego. Członkowie Rady zwracali także uwagę, że w ostatnim okresie nastąpiła poprawa nastrojów na rynkach finansowych.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, oceniano, że w IV kw. ub.r. wzrost PKB kształtował się prawdopodobnie nadal na obniżonym poziomie. Dostępne prognozy wskazują, że ograniczająco na dynamikę PKB oddziaływał utrzymujący się spadek inwestycji związany w dużej mierze z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Jak zaznaczała część członków Rady, dynamika inwestycji była również obniżana przez niepewność utrzymującą się wśród przedsiębiorstw. Wskazywano, że w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziaływał natomiast rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę na rynku pracy, bardzo dobre nastroje konsumentów i wypłaty świadczeń wychowawczych.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach i utrzymywanie się stopy bezrobocia na niskim poziomie. Zaznaczano przy tym, że wyniki Badania Ekonomicznej Aktywności Ludności w III kw. ub.r. wskazują na osłabienie wzrostu liczby pracujących w gospodarce. Oceniano, że spowolnienie wzrostu liczby pracujących może być częściowo związane z obniżeniem dynamiki PKB oraz ograniczeniami w podaży pracy. Wskazywano, że dynamika płac jest dotychczas umiarkowana, choć w nadchodzących kwartałach prawdopodobne jest jej przyspieszenie. W związku z tym zwracano uwagę na sygnalizowany przez przedsiębiorstwa wzrost żądań płacowych w IV kw. ub.r. Podkreślano też, że w 2017 r. dynamika płac będzie dodatkowo wspierana przez podwyższenie płacy minimalnej.

Członkowie Rady oceniali, że obserwowane w II połowie 2016 r. spowolnienie dynamiki PKB jest przejściowe, a w 2017 r. wzrost gospodarczy powinien przyspieszyć. W opinii członków Rady przyspieszeniu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie sprzyjać stopniowe zwiększanie się dynamiki inwestycji przy jednocześnie stabilnym wzroście konsumpcji. Podkreślano, że miesięczne dane sygnalizują pewną poprawę aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Wskazywano na wyższą od oczekiwań dynamikę produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w listopadzie ub.r., a także na wyraźną poprawę nastrojów w przemyśle w grudniu. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę na istotny wzrost dynamiki produkcji materiałów wykorzystywanych w budownictwie, który nastąpił w ostatnich miesiącach 2016 r. Ich zdaniem może być to sygnał ożywienia inwestycji budowlanych. W ocenie niektórych członków Rady wzrostowi inwestycji budowlanych będzie sprzyjać również rozpoczęty niedawno program „Mieszkanie Plus”. Większość członków Rady była zdania, że – wobec dobrej sytuacji na rynku pracy i wypłat świadczeń wychowawczych – perspektywy popytu konsumpcyjnego pozostają korzystne. Zwracano jednak uwagę, że wyższe ceny energii, w tym paliw, ograniczą możliwość zwiększenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na inne cele, przez co będą oddziaływały negatywnie na dynamikę popytu w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego przez niektóre instytucje w ostatnim okresie.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że w grudniu ub.r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych istotnie wzrosła, choć nadal jest umiarkowana. Zwracano także uwagę na dalszy wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczano jednak, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniają się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych na rynkach światowych oraz mocniejszy kurs dolara. Argumentowano, że dynamika cen jest nadal ograniczana przez niską presję inflacyjną za granicą oraz ujemną lukę popytową w krajowej gospodarce. Część członków Rady wskazywała przy tym na wciąż zbliżoną do zera inflację bazową.

Członkowie Rady oceniali, że w najbliższych miesiącach dynamika cen będzie nadal rosła, czemu będą sprzyjać wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych oraz oczekiwane przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Zwracano także uwagę na podwyższenie prognoz dynamiki cen w Polsce w ostatnim okresie. Część członków Rady oceniała, że inflacja może rosnąć szybciej od formułowanych obecnie oczekiwań. Wskazywali oni przy tym na prawdopodobny wzrost dynamiki płac w kolejnych kwartałach oraz na możliwe – w ich ocenie – zwiększenie presji popytowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika cen w kolejnych miesiącach będzie nadal umiarkowana, a bieżące prognozy nie wskazują na ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach. Członkowie ci podkreślali też, że – pomimo sygnalizowanego przez przedsiębiorstwa nasilenia żądań płacowych – dynamika płac pozostaje umiarkowana, jedynie nieznacznie przewyższając dynamikę wydajności pracy. Ponadto z uwagi na brak oczekiwań na dalszy wzrost cen surowców, czynnik ten podwyższy wskaźnik inflacji jedynie przejściowo. Podkreślano również, że wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach prawdopodobnie nie przekroczy istotnie tempa wzrostu produktu potencjalnego, przez co presja popytowa będzie nadal ograniczona.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one pozostać niezmienione. Członkowie Rady podkreślali, że choć bieżąca dynamika cen wyraźnie wzrosła w ostatnich miesiącach, a prognozy inflacji zostały podwyższone, to przyczyniły się do tego głównie czynniki zewnętrzne, których wpływ w średnim okresie powinien wygasać. Jednocześnie wskazywano, że – wraz ze wzrostem inflacji – poziom stóp procentowych w ujęciu realnym obniży się, co powinno wspierać oczekiwane przyśpieszenie wzrostu gospodarczego. Rada podtrzymała ocenę, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Członkowie Rady wskazywali, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost inflacji i związane z tym obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym, w przyszłości uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp powinny brać pod uwagę ich wpływ na kształtowanie się oszczędności w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady zwracali

dodatkowo uwagę, że decyzje Rady powinny również uwzględniać ich oddziaływanie na koszt kredytu. Część członków Rady wskazywała natomiast, że wobec braku ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach obecnie trudno ocenić, kiedy może być uzasadnione rozważanie podwyższenia stóp. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że podwyższenie stóp mogłoby negatywnie wpływać na dynamikę inwestycji przedsiębiorstw.

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: 26 stycznia 2017 r.