

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

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym w wielu gospodarkach utrwalają się sygnały poprawy koniunktury. Podkreślano, że wzrost w strefie euro jest stabilny, choć nieznacznie spowolnił w IV kw. ub.r. Wskazywano jednak na bardzo dobre nastroje w europejskiej gospodarce. Zwracano uwagę na korzystną koniunkturę w Stanach Zjednoczonych wspieraną przez poprawę sytuacji na rynku pracy oraz wzrost inwestycji, w tym w sektorze wydobywczym, chociaż dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują pewne osłabienie wzrostu PKB w I kw. br. Wskazywano, że w Chinach wzrost gospodarczy jest stabilny, a ryzyko jego silnego spowolnienia zmniejszyło się. Podkreślano jednak, że – według prognoz chińskich władz – dynamika PKB ma obniżyć się w br. Zwracano uwagę, że w Rosji – pomimo wyjścia tego kraju z recesji – koniunktura pozostaje słaba.

Odnosząc się do procesów cenowych za granicą, wskazywano, że choć roczne wskaźniki inflacji w wielu krajach są wyraźnie wyższe niż w ub.r., to w ostatnim okresie ich wzrost wyhamował. Zwrócono w szczególności uwagę na wyraźny spadek inflacji w strefie euro w marcu. Oceniano, że wyhamowanie wzrostu inflacji było związane ze stopniowym wygasaniem efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Jednocześnie podkreślano, że w marcu obniżyły się ceny surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku niższych cen surowców energetycznych oddziałuje wzrost wydobycia ropy w Stanach Zjednoczonych i spadek jego kosztów, a także dążenie do utrzymania udziału w rynku przez innych producentów ropy. Zaznaczano jednocześnie, że w wielu gospodarkach inflacja bazowa kształtuje się nadal na niskim poziomie, a w strefie euro w marcu nawet się obniżyła.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą wskazywano na obniżenie skali zakupów aktywów finansowych przez EBC w kwietniu. Podkreślano jednak, że EBC nadal prowadzi ekspansywną politykę pieniężną, w szczególności utrzymując stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. Zwracano również uwagę, że Rezerwa Federalna – pomimo podwyższenia stóp procentowych – sygnalizuje kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej w tempie zbliżonym do dotychczas oczekiwanego. Wskazywano też na utrzymywanie się dobrych nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, przekładające się na umocnienie walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także na wzrost cen akcji, również na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zwracano uwagę, że bieżące dane sygnalizują poprawę koniunktury w I kw. br. Oceniano, że wzrost PKB w I kw. był

nieco wyższy niż w poprzednim kwartale, jednak pozostał umiarkowany. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu aktywności gospodarczej jest nadal rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez poprawę na rynku pracy, wyrażającą się w dalszym wzroście zatrudnienia i płac, a także przez dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Zaznaczano, że na utrzymanie się szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego w I kw. wskazuje wysoka dynamika sprzedaży detalicznej. Jednocześnie zwracano uwagę na obniżenie się rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w lutym, zaznaczając jednak, że wynikało ono głównie z efektów statystycznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo, że nastroje w sektorze przemysłowym w I kw. były najlepsze od roku.

W odniesieniu do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien dalej przyspieszać w tempie zbliżonym do oczekiwanego w marcowej projekcji. Wyższej dynamice PKB będzie sprzyjać prognozowany wzrost inwestycji związany z rosnącym napływem funduszy unijnych, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na zwiększanie się liczby podpisanych przez jednostki samorządu terytorialnego umów na wykorzystanie funduszy unijnych. Argumentowali oni, że wzrostowi wydatków majątkowych samorządów w kolejnych kwartałach powinny sprzyjać dobre wyniki finansowe tego sektora w poprzednich latach. W opinii niektórych członków Rady nie można wykluczyć, że wzrost gospodarczy w br. będzie wyższy od przewidywanego w marcowej projekcji. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że utrzymuje się niepewność co do skali wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach. Jednocześnie wskazywano, że możliwość dalszego przyspieszenia konsumpcji jest ograniczana przez niższą dynamikę realnych płac związaną z wyższą niż w poprzednim roku dynamiką cen.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych – po wyraźnym wzroście na początku roku – w marcu nieco się obniżyła. Oceniano, że przyczynił się do tego prawdopodobnie spadek cen żywności oraz stopniowe wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który – w ich ocenie – mógł świadczyć o nasilaniu się presji kosztowej. Według niektórych członków Rady poprawiająca się koniunktura przyczynia się do wzrostu presji popytowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że – wobec wciąż ujemnej luki popytowej i niepełnego wykorzystania zdolności wytwórczych – presja popytowa jest w dalszym ciągu ograniczona. Zaznaczano również, że – pomimo systematycznej poprawy na rynku pracy oraz wzrostu płacy minimalnej na początku br. – dynamika wynagrodzeń jest nadal umiarkowana. W efekcie nadal umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy. Część członków Rady zwracała ponadto uwagę, że wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym wynikał z niskiej bazy odniesienia w zeszłym roku, co może – w ich ocenie – wskazywać na wyhamowanie wzrostu presji kosztowej.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach inflacja ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie. Wskazywali oni, że będzie temu sprzyjać jedynie stopniowy wzrost wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury, przy jednoczesnym obniżaniu się rocznej dynamiki cen energii i żywności wynikającym z wygasania efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców energetycznych i rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że inflacja w kolejnych kwartałach może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. Członkowie ci argumentowali, że nie można wykluczyć większego nasilenia się presji popytowej. Wskazywali oni również na wzrost oczekiwań inflacyjnych na początku br. W związku z tym nie wykluczali, że poprawa na rynku pracy będzie przyczyniała się do wyższej dynamiki płac, co może przekładać się na wyższą dynamikę cen konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Za taką decyzją przemawiało przede wszystkim ograniczone ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie. Ponadto obniżenie stóp procentowych w ujęciu realnym związane z wyższą inflacją powinno wspierać przyspieszenie wzrostu gospodarczego w br. Rada podtrzymała ocenę, że – w świetle dostępnych informacji – stabilizacja nominalnych stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach – w świetle dostępnych informacji – prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W przekonaniu 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. W opinii tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się cen aktywów i stopy oszczędności w polskiej gospodarce. Członkowie ci zwracali uwagę na stopniowe obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych w ostatnim półroczu, czemu od początku br. towarzyszy rosnący napływ środków gospodarstw domowych do funduszy inwestycyjnych.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że poziom realnych stóp procentowych nie jest głównym czynnikiem determinującym kształtowanie się oszczędności oraz cen aktywów. Zaznaczali oni ponadto, że poziom realnych stóp procentowych w Polsce jest wyższy niż w innych krajach europejskich, a oprocentowanie kredytów w ujęciu realnym jest wciąż wyraźnie dodatnie, co ogranicza ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. W tym kontekście zwracali oni uwagę na umiarkowaną dynamikę kredytów, a także na relatywnie stabilne – pomimo ożywienia na rynku nieruchomości – ceny mieszkań.

Niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że pełniejsza ocena wpływu niższych realnych stóp procentowych na procesy gospodarcze, a tym samym perspektyw polityki pieniężnej, będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami lipcowej projekcji inflacji i PKB.

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 kwietnia 2017 r.