

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 września 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 nieco wolniejszego niż w 2017 r. tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że w Niemczech w II kw. br. wzrost aktywności gospodarczej przyspieszył, wspierany głównie przez silny popyt konsumpcyjny. Oceniano, że perspektywy koniunktury w tej gospodarce są dobre, choć czynnikiem niepewności jest odnotowany w poprzednim miesiącu spadek zamówień w przemyśle. Utrzymującym się korzystnym uwarunkowaniem dla niemieckiego popytu wewnętrznego towarzyszy niepewność dotycząca dynamiki eksportu Niemiec w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała jednak, że ze względu na możliwość porozumienia pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Unią Europejską obniżyło się ryzyko wprowadzenia ceł na import samochodów z Europy przez Stany Zjednoczone. Jednocześnie wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB jest obecnie wyższy niż przed rokiem. W II kw. br. dynamika PKB w tej gospodarce wyraźnie wzrosła, do czego przyczyniło się głównie ożywienie konsumpcji oraz przyspieszenie eksportu. Zaznaczano, że ryzyko dla globalnej koniunktury związane z polityką handlową Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie nieco się obniżyło, co oddziaływało w kierunku poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Wskazywano jednak, że – w związku ze złą sytuacją gospodarczą w Argentynie i Turcji – obniżyła się skłonność inwestorów do lokowania kapitału w części gospodarek rozwijających się. Wpływało to negatywnie na ceny aktywów tych gospodarek i przyczyniało się do osłabienia ich walut.

Analizując kształtowanie się cen surowców energetycznych, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyraźnie wyższe niż przed rokiem i w ostatnim okresie podlegały znacznym wahaniom. Zaznaczano, że do podwyższonej zmienności cen tego surowca przyczyniały się decyzje polityczne podejmowane przez część krajów eksportujących ropę naftową oraz zdarzenia jednorazowe. Wskazywano, że w dłuższym terminie poziom jej cen będzie determinowany przez koniunkturę w gospodarce globalnej, zmiany technologiczne i skalę inwestycji nakierowanych na zwiększenie wydobycia tego surowca.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo dobrej koniunktury w gospodarce globalnej inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano przy tym, że wzrost cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach przyczynił się do podwyższenia wskaźników cen w wielu krajach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że z tego względu także w kolejnych kwartałach inflacja za granicą może być wyższa niż wcześniej prognozowano. Jednocześnie wskazywano, że wyższe ceny ropy będą negatywnie wpływały na dynamikę PKB w krajach importujących ten surowiec.

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 podtrzymuje zapowiedź zmniejszenia skali skupu od października br. i zakończenia tego programu z

końcem 2018 r. Część członków Rady oceniała, że – biorąc pod uwagę oczekiwane stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego i nadal umiarkowaną inflację w strefie euro – stopy procentowe w tej strefie mogą pozostać na niskich poziomach przez dłuższy czas. Zaznaczano, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna kontynuuje stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej, przy czym niektórzy członkowie Rady oceniali, że jego tempo może być wolniejsze niż wcześniej oczekiwano. Wskazywano, że choć zacieśnianie polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oddziałuje w kierunku wycofywania przez inwestorów kapitału z gospodarek rozwijających się, to ryzyko silnego odpływu kapitału z gospodarek o korzystnej sytuacji gospodarczej i braku nierównowag zewnętrznych jest ograniczone.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że dane o PKB w II kw. br. wskazują na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego. Zaznaczano, że wzrostowi gospodarczemu sprzyja rosnąca konsumpcja, wspierana przez zwiększające się zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Wskazywano, że towarzyszy temu wzrost inwestycji, zarówno w sektorze publicznym, jak i w sektorze dużych przedsiębiorstw, choć dynamika nakładów na środki trwałe w II kw. br. była niższa niż w poprzednim kwartale. Oceniano, że trudno wskazać źródła spowolnienia wzrostu inwestycji w gospodarce, biorąc pod uwagę bardzo silny wzrost inwestycji samorządów oraz przyspieszenie nakładów inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że pomiar nakładów inwestycyjnych firm może być utrudniany przez zmiany wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa źródeł finansowania tych nakładów oraz zmieniający się charakter realizowanych inwestycji. Podkreślano jednocześnie, że w II kw. br. nastąpił wyraźny wzrost dynamiki eksportu, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – dynamika PKB w bieżącym roku pozostanie relatywnie wysoka, a w kolejnych latach będzie stopniowo się obniżać. Część członków Rady oceniała przy tym, że tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie nieco niższe niż w II kw. br. Niektórzy z tych członków Rady wyrażali opinię, że negatywnie na dynamikę PKB w kolejnych kwartałach mogą oddziaływać rosnące ceny energii oraz ograniczenia podażowe na rynku pracy. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach powinna być stabilna, a w dalszej perspektywie wzrost gospodarczy może być wyższy od oczekiwań. Oceniano, że głównym źródłem niepewności dla prognozowanej dynamiki PKB jest sytuacja w otoczeniu polskiej gospodarki.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano, że w II kw. br. utrzymał się stabilny wzrost zatrudnienia i niski poziom bezrobocia. Podkreślano, że towarzyszy temu wyższa niż w ubiegłym roku dynamika płac. Część członków Rady zaznaczała jednak, że zarówno dane z gospodarki narodowej, jak i sektora przedsiębiorstw potwierdzają, że dynamika wynagrodzeń ustabilizowała się i nie ma oznak jej dalszego przyspieszenia. Oceniali oni, że wzrost wynagrodzeń prawdopodobnie pozostanie na obecnym poziomie także w kolejnych kwartałach. Wskazuje na to spadek udziału firm planujących podwyżki

oraz udziału przedsiębiorstw odczuwających nasilenie presji płacowej. Członkowie ci wyrażali opinię, że ograniczająco na wzrost płac oddziałuje dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych oraz utrzymujący się napływ pracowników zagranicznych. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że skala napływu pracowników z zagranicy zmniejsza się, co wraz z nasilającymi się żądaniami płacowymi w sferze budżetowej może przyczynić się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń w kolejnych kwartałach. Członkowie ci oceniali, że ewentualne podwyżki płac w sferze budżetowej oraz wzrost płacy minimalnej, następujące w warunkach stabilnej inflacji, mogą oddziaływać w kierunku przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze prywatnym.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że – mimo utrzymującego się szybkiego wzrostu gospodarczego – roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana i w sierpniu br. pozostała na poziomie 2,0%. Zaznaczano, że w kierunku wyższych niż przed rokiem cen oddziaływały głównie wyższe ceny paliw, a więc czynnik znajdujący się w dużej mierze poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii – choć w ostatnim miesiącu nieznacznie wzrosła – pozostaje niska, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są stabilne.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że – według dostępnych prognoz – inflacja w perspektywie roku nieco wzrośnie, ale będzie zbliżona do 2,5%. Większość członków Rady oceniała, że także w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja pozostanie zbliżona do celu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że inflację może podwyższać silniejszy wzrost cen energii, związany ze znaczną – i wynikającą z polityki cenowej polskich producentów – reakcją cen paliw na wzrost cen ropy naftowej na świecie oraz kosztów wynikających z konieczności dostosowania infrastruktury energetycznej do wymogów UE. Członkowie ci oceniali także, że w kolejnych miesiącach wzrosnąć może dynamika cen żywności w związku z suszą w miesiącach letnich. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu cen w przyszłym roku mogą oddziaływać także wprowadzane zmiany legislacyjne oraz indeksacja niektórych świadczeń. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że prawdopodobieństwo silniejszego wzrostu inflacji jest ograniczane przez dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które – wraz z silną konkurencją na rynku – zmniejszają skłonność firm do podnoszenia cen. Zaznaczali oni także, że inflacja bazowa będzie rosła w kolejnych miesiącach jedynie stopniowo.

Członkowie Rady podkreślali, że w gospodarce brak jest obecnie wyraźnych oznak nierównowag. Wskazywano, że saldo na rachunku obrotów bieżących pozostaje zbliżone do zera, a wkład eksportu netto do PKB w II kw. br. był dodatni. Podkreślano także, że kredyt dla sektora niefinansowego rośnie w umiarkowanym tempie, a realne oprocentowanie kredytów utrzymuje się na wyraźnie dodatnim poziomie. Część członków Rady oceniała, że wzrost dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych – w tym kredytów konsumpcyjnych – wynika z ich poprawiającej się sytuacji finansowej, przekładającej się na wyższą zdolność kredytową. Członkowie ci wskazywali także na jedynie stopniowy wzrost dynamiki kredytów mieszkaniowych. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że

utrzymujący się poziom stopy referencyjnej, który w ujęciu realnym jest ujemny, może zwiększać ryzyko wystąpienia nierównowag w gospodarce. Zwracali oni uwagę na relatywnie szybki – w ich ocenie – wzrost kredytów konsumpcyjnych oraz wysokie na tle krajów europejskich zadłużenie gospodarstw domowych z tego tytułu. Inni członkowie oceniali, że wobec wysokiego popytu na kredyty dla gospodarstw domowych – które charakteryzują się wyższymi marżami – banki mogą być mniej skłonne do finansowania aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie 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 hipotetycznego załamania się aktywności gospodarczej połączonego z wyraźnym pogorszeniem się nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw, w dłuższym okresie zasadne może być rozważenie obniżenia stóp procentowych lub zastosowania niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

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: 20 września 2018 r.