

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 maja 2018 r.

W trakcie posiedzenia Rada omawiała wpływ sytuacji makroekonomicznej na świecie na polską politykę pieniężną. W dyskusji wskazywano, że w gospodarce światowej utrzymuje się dobra koniunktura, chociaż tempo wzrostu PKB w największych gospodarkach rozwiniętych nieco osłabiło się na początku roku. W ocenie Rady osłabienie to wynikało najprawdopodobniej z oddziaływania czynników przejściowych.

Zwracano uwagę, że wzrost PKB w I kw. br. spowolnił w szczególności w strefie euro. Zaznaczano przy tym, że koniunktura pogorszyła się w Niemczech będących największym partnerem handlowym Polski. Przyczynił się do tego szereg czynników jednorazowych, takich jak strajki związane z negocjacjami płacowymi czy niekorzystne warunki pogodowe. Natomiast w kwietniu wskaźniki koniunktury w gospodarce niemieckiej ustabilizowały się. Członkowie Rady wskazywali, że w całej strefie euro dynamika PKB w 2018 r. powinna być zbliżona do ubiegłorocznej, natomiast w kolejnych latach wzrost gospodarczy będzie się stopniowo obniżać. Również w Stanach Zjednoczonych koniunktura pozostaje dobra, chociaż tempo wzrostu PKB w gospodarce amerykańskiej także obniżyło się w I kw. br. Zdaniem członków Rady było to – podobnie jak w strefie euro – prawdopodobnie związane z czynnikami przejściowymi. Odnosząc się do koniunktury w gospodarkach wschodzących, podkreślano, że w Chinach dynamika PKB od kilku kwartałów kształtuje się na stosunkowo stabilnym poziomie. Zaznaczano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej jest przede wszystkim niepewność związana z polityką handlową Stanów Zjednoczonych i efektami napięć geopolitycznych.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano na dalszy wzrost cen ropy naftowej w ostatnim okresie. Oceniano, że na ceny tego surowca wpływają zarówno napięcia geopolityczne, bieżąca relacja podaży i popytu na ropę, jak i zmiany kursu dolara. Zaznaczano, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia podaży ropy jest oczekiwane przedłużenie porozumienia o ograniczeniu jej produkcji przez część krajów eksportujących ropę (tzw. OPEC+). Z kolei dalszy wzrost produkcji z łupków w Stanach Zjednoczonych powinien zwiększyć podaż tego surowca. Jednocześnie wskazywano, że utrzymuje się wysoki popyt na ropę naftową, czemu sprzyja korzystna koniunktura w gospodarce globalnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na fakt, że w wielu krajach coraz większy nacisk na ochronę środowiska naturalnego przyczynia się do wzrostu kosztów produkcji lub transportu ropy.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych na świecie, zaznaczano, że mimo korzystnej globalnej koniunktury i wzrostu cen ropy inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Wskazywano, że przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach, a także nadal niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych. W szczególności zwracano uwagę na ponowne obniżenie się inflacji w strefie euro, która – pomimo dobrej

koniunktury w Europie i silnie akomodacyjnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego – wciąż pozostaje znacząco niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC.

W trakcie dyskusji podkreślano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Jednocześnie EBC podtrzymuje zapowiedź, że pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Z kolei Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę na obawy wyrażane przez niektórych członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Fed o zbyt silne spowolnienie amerykańskiej gospodarki w reakcji na dokonywane zacieśnianie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że zaostrzeniu polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszy wyraźne poluzowanie polityki fiskalnej.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, zaznaczano, że według szybkiego szacunku GUS dynamika PKB w I kw. br. wyniosła 5,1%. Wskazywano, że obecnie wzrost gospodarczy jest wspierany zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i ożywienie inwestycji. Utrzymującemu się wzrostowi konsumpcji sprzyjają rosnące zatrudnienie i płace, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Z kolei zwiększające się wykorzystanie środków unijnych, pozytywne perspektywy popytu oraz wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych wspierają ożywienie inwestycji. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że dynamika nakładów brutto na środki trwałe z kwartału na kwartał systematycznie rośnie, a dane o inwestycjach większych przedsiębiorstwach wskazują, że w 2017 r. wyższe niż przed rokiem były zarówno nakłady na budynki i budowle, jak i na maszyny, urządzenia techniczne i narzędzia, a także na środki transportu. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopa inwestycji jest wciąż niższa niż przed globalnym kryzysem finansowym. Część członków Rady oceniała, że ważnym czynnikiem sprzyjającym dalszemu wzrostowi nakładów brutto na środki trwałe firm jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obecnej sytuacji koszt pozyskania pieniądza nie jest głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się dynamiki inwestycji.

Oceniając perspektywy wzrostu PKB, podkreślano, że koniunktura w polskiej gospodarce pozostaje korzystna mimo nieco słabszych danych miesięcznych o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej w marcu. Jednocześnie zaznaczano, że w kolejnych latach należy oczekiwać nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w Polsce.

Analizując bieżącą sytuację na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i utrzymywanie się stopy bezrobocia na historycznie niskim poziomie. Część członków Rady zwracała uwagę, że choć wzrost płac jest wyższy niż w poprzednich latach, to tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce w I kw. br. było niższe niż w IV kw. ub.r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wynagrodzeń jest nadal wyższa od tempa wzrostu wydajności pracy, co przyczynia się do wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika płac – po przejściowym

obniżeniu

– w kolejnych kwartałach może ponownie wzrosnąć. Ich zdaniem może się do tego przyczynić ewentualne pojawienie się żądań podwyżek płac w sferze budżetowej oraz rosące braki wykwalifikowanej siły roboczej. Inni członkowie Rady zaznaczali, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest umiarkowana. Wyrażali oni również opinię, że prawdopodobieństwo wystąpienia silnej presji płacowej w sferze budżetowej jest niskie, a planowane zmiany w prawie ułatwiające podejmowanie pracy przez obywateli Ukrainy w Polsce powinny sprzyjać dalszemu napływowi pracowników ze Wschodu.

Omawiając procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych w kwietniu br. wzrosła do 1,6%, co było zgodne z oczekiwaniami. Część członków Rady podkreślała, że mimo dobrej koniunktury i wyższego niż w poprzednich latach wzrostu płac umiarkowanej inflacji towarzyszy nadal niska inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci zwracali także uwagę na utrzymywanie się dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu na bardzo niskim poziomie i to pomimo wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz pewnego osłabienia się kursu złotego w ostatnim okresie. Wskazywano jednocześnie, że w obecnej sytuacji ceny benzyny rosną szybciej niż ceny ropy, na co pewien wpływ może mieć struktura rynku paliwowego w Polsce. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że w kierunku niższej dynamiki cen oddziałuje dokonująca się zmiana struktury handlu detalicznego polegająca na wzroście udziału sklepów dyskontowych i internetowych, co wzmacnia konkurencję cenową na tym rynku.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że inflacja w kolejnych miesiącach może wzrosnąć, ale w całym roku będzie prawdopodobnie niższa od prognozowanej w marcowej projekcji NBP. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że oczekiwany wzrost dynamiki cen konsumpcyjnych ma wynikać w znacznej mierze ze stopniowego wzrostu inflacji bazowej, co – ich zdaniem – może świadczyć o bardziej trwałym wzroście presji inflacyjnej. Członkowie ci wracali także uwagę, że obecny wzrost płac przyczynia się do spadku marż, co może skutkować wzrostem cen w przyszłości. Inni członkowie Rady podkreślali, że inflacja bazowa kształtuje się nadal poniżej oczekiwań, a w ostatnim okresie obniżyła się także dynamika cen usług stanowiąca jej ważny komponent.

Odnosząc się do ryzyk dotyczących kształtowania się inflacji w przyszłości, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że – oprócz możliwego ich zdaniem nasilenia się presji płacowej – czynnikiem niepewności jest szybkość i skala przenoszenia się wzrostu cen ropy naftowej na ceny nośników energii oraz wpływ wprowadzenia opłaty emisyjnej na ceny paliw. Członkowie ci oceniali, że jeżeli związany z tym wzrost cen konsumpcyjnych będzie znaczący, to może to skutkować wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższenie inflacji w efekcie wzrostu cen ropy może mieć charakter przejściowy, a zatem nie powinno istotnie i trwale wpłynąć na oczekiwania inflacyjne. Jednocześnie część członków Rady zaznaczała, że najnowsza prognoza centralna inflacji w Polsce formułowana przez profesjonalnych prognostów wskazuje na brak ryzyka przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie nadchodzących lat. Zwrócono także uwagę,

że w ostatnim okresie nieznacznie obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmienione. Rada oceniła, że bieżące informacje wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności w polskiej gospodarce mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki PKB w kolejnych latach. Jednocześnie – zgodnie z dostępnymi prognozami – 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 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, w tym prawdopodobnie nadal ujemnego poziomu stóp w strefie euro.

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: 1 czerwca 2018 r.