

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

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano na kolejne sygnały utrwalania się poprawy koniunktury za granicą, w tym na ożywienie w strefie euro potwierdzone przez poprawę wielu wskaźników aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że dynamika PKB w strefie euro jest obecnie wspierana – oprócz wzrostu konsumpcji – przez ożywienie inwestycji. Zaznaczano, że sygnałem świadczącym o utrwalaniu się ożywienia w strefie euro jest także zmniejszanie się różnicowania wzrostu gospodarczego pomiędzy krajami tej strefy. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że wzrost w strefie euro – pomimo lepszej koniunktury – jest nadal relatywnie niski. Analizując kształtowanie się aktywności w innych gospodarkach, oceniano, że w II kw. br. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej się zwiększyła. Zaznaczano jednak, że ostatnie dane o aktywności w amerykańskiej gospodarce okazały się nieco słabsze od oczekiwań. Zwracano także uwagę na wciąż relatywnie wysoki poziom cen akcji na amerykańskim rynku i ich historycznie niską zmienność. W trakcie dyskusji wskazywano dodatkowo, że w Chinach bieżące dane sygnalizują stopniowe spowalnianie wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że – mimo ożywienia globalnej koniunktury – inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, a w części krajów nawet nieco się obniżyła. W związku z tym wskazywano na stabilizację cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnim okresie. W opinii członków Rady ceny ropy naftowej stały się obecnie mniej wrażliwe na zmiany światowej koniunktury oraz na decyzje OPEC o ograniczeniu wydobycia tego surowca, co wynika ze zwiększenia wykorzystania złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych oraz wysokiego poziomu zapasów ropy.

W trakcie dyskusji na temat polityki pieniężnej za granicą zwracano uwagę, że – pomimo utrwalania się ożywienia gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny zrewidował w dół średniokresowe prognozy inflacji w tej gospodarce. Obecnie oczekuje się, że również w kolejnych latach inflacja w strefie euro utrzyma się poniżej poziomu celu inflacyjnego EBC. Biorąc to pod uwagę, EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazywano, że Rezerwa Federalna kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, podnosząc stopy procentowe i sygnalizując możliwość rozpoczęcia zmniejszania skali reinwestycji aktywów w kolejnych kwartałach.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że miesięczne dane o krajowej aktywności gospodarczej sygnalizują kontynuację stabilnej dynamiki PKB w II kw. br. Oceniano, że o utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego świadczy dalszy wzrost sprzedaży detalicznej, przy bardzo dobrych

nastrojach konsumentów. Zwracano ponadto uwagę na wzrost dynamiki produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej w maju po ich wyraźnym osłabieniu w kwietniu. Również wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw. Oceniano, że – wraz z oczekiwanym wzrostem wykorzystania środków UE – powinno to wspierać nakłady brutto na środki trwałe, zaznaczając przy tym, że – w świetle lipcowej projekcji – dynamika inwestycji w II kw. br. była prawdopodobnie jedynie nieznacznie dodatnia. W odniesieniu do lipcowej projekcji podkreślano, że wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach utrzyma się na poziomie zbliżonym do obecnego, a następnie będzie kształtował się w pobliżu dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali, że choć głównym czynnikiem wzrostu pozostaje rosnący popyt konsumpcyjny, to w kolejnych kwartałach jego rola zmniejszy się ze względu na stopniowe wygasanie efektów statystycznych wprowadzonego w 2016 r. programu „Rodzina 500 plus” na dynamikę konsumpcji. Począwszy od II połowy 2017 r. przewidywane jest natomiast dalsze ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na wciąż niską na tle wielu innych krajów europejskich stopę inwestycji w polskiej gospodarce, co może wpływać negatywnie na dynamikę produktu potencjalnego.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, zaznaczano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, a w czerwcu nawet się obniżyła. Jednocześnie wskazywano, że inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Członkowie Rady oceniali, że takiemu kształtowaniu się inflacji sprzyja dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury.

Omawiając perspektywy kształtowania się procesów cenowych, podkreślano, że – zgodnie z lipcową projekcją – inflacja cen konsumpcyjnych powinna pozostać umiarkowana, zbliżając się do celu pod koniec horyzontu projekcji. Przyczyni się do tego stopniowy wzrost inflacji bazowej związany z utrzymywaniem się korzystnej koniunktury, przy jednocześnie niższej dynamice cen importu. Większość członków Rady oceniała, że ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie jest ograniczone. Z kolei w opinii niektórych członków Rady wpływ czynników podwyższających inflację w kolejnych latach może okazać się silniejszy od prognozowanego w lipcowej projekcji, a wpływ czynników ją ograniczających może być słabszy niż oczekiwany w projekcji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na dalszy wzrost zatrudnienia i płac w sektorze przedsiębiorstw. Zdaniem członków Rady w kolejnych kwartałach dynamika płac może dalej rosnąć ze względu na prawdopodobny dalszy wzrost zatrudnienia przy pojawiających się ograniczeniach po stronie podaży pracy. Jednocześnie wskazywano na oczekiwany dalszy wzrost wydajności pracy, który będzie ograniczał skalę wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali w tym kontekście na ryzyko zmniejszenia się skali migracji zarobkowej obywateli Ukrainy do Polski, a także osłabienia aktywności zawodowej osób mogących skorzystać z wprowadzenia niższego wieku emerytalnego.

Członkowie Rady dyskutowali także o konsekwencjach utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez dłuższy czas w warunkach oczekiwanego stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych latach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wydłużanie się okresu ujemnych realnych stóp procentowych może zwiększyć ryzyko wystąpienia negatywnych skutków tego zjawiska. W szczególności zaznaczali oni, że niskie oprocentowanie depozytów wzmacnia dążenie gospodarstw domowych do poszukiwania aktywów oferujących wyższe stopy zwrotu, a przez to związanych z wyższym ryzykiem. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę na obniżenie się poziomu depozytów gospodarstw domowych w maju. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie niskie oprocentowanie kredytów sprzyja zadłużaniu się gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że jak dotąd nie widać negatywnych skutków utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie i zaznaczali, że choć struktura aktywów gospodarstw domowych może się stopniowo zmieniać, to wciąż największy udział mają w niej depozyty, natomiast dynamika kredytu, w tym stabilny udział kredytów z utratą wartości w portfelach kredytowych banków, nie wskazuje na nadmierne zadłużanie się gospodarstw domowych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Członkowie Rady ocenili, że – mimo korzystnej koniunktury oraz dobrej sytuacji na rynku pracy i stopniowego wzrostu dynamiki płac – presja inflacyjna pozostaje ograniczona, a w gospodarce nie narastają nierównowagi. Jednocześnie dostępne prognozy, w tym lipcowa projekcja, wskazują, że w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. W konsekwencji w ocenie Rady ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

W ocenie większości członków Rady w nadchodzących kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych NBP. W świetle dostępnych informacji stabilizacja stóp procentowych sprzyja bowiem utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. W ocenie większości członków Rady stabilizacja stóp procentowych będzie wspierać także oczekiwane ożywienie inwestycji.

W opinii 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. Zdaniem tych członków Rady decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać w szczególności wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się akcji kredytowej, cen aktywów i stopę oszczędności w polskiej gospodarce.

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: 24 sierpnia 2017 r.