

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 października 2016 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Rada omawiała sytuację gospodarczą za granicą pod kątem jej wpływu na koniunkturę w Polsce. Oceniano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany, przy utrzymującej się niepewności co do jego perspektyw. Zwracano uwagę na stabilny – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących – wzrost gospodarczy w strefie euro. Wskazywano przy tym na sygnały ożywienia w europejskim i niemieckim przemyśle oraz wzrost zamówień eksportowych w Niemczech. Podkreślano, że może to korzystnie oddziaływać na dynamikę polskiej produkcji przemysłowej, zwłaszcza przeznaczonej na eksport. Oceniano, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB mógł nieco przyspieszyć w III kw., lecz nadal ograniczała go niska dynamika inwestycji. Zwracano również uwagę na niższy niż w poprzednich latach wzrost gospodarczy w Chinach, zaznaczając jednak, że dane o aktywności sygnalizują stabilizację koniunktury w ostatnich miesiącach. Wyrażono przy tym opinię, że stabilizacja ta została osiągnięta dzięki znacznej ekspansji fiskalnej i wzrostowi dynamiki kredytu, co zwiększa długookresowe ryzyka dla chińskiej gospodarki. Z kolei w Rosji zmniejszenie skali recesji jest głównie związane z obserwowanym od początku roku wzrostem cen ropy naftowej.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny ropy naftowej oraz wielu innych surowców na rynkach światowych – pomimo wzrostu od początku br. – są nadal niższe niż w poprzednich latach. Jednocześnie wskazywano, że obecny poziom cen ropy jest zbliżony do ubiegłorocznego, przez co roczna dynamika cen tego surowca jest już bliska zera. Oceniano, że niskie ceny surowców i umiarkowana aktywność gospodarcza na świecie wpływają negatywnie na dynamikę cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach, choć wpływ tych czynników stopniowo maleje. Część członków Rady zwracała uwagę, że źródłem niepewności dla oczekiwanej dynamiki cen, zarówno w Polsce, jak i na świecie, jest ryzyko obniżenia się cen ropy naftowej związane z utrzymującą się wysoką podażą tego surowca, w ostatnim okresie dodatkowo zwiększaną przez ponowny wzrost produkcji ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej na świecie, wskazywano, że Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Podkreślano przy tym, że ostatnio pojawiły się sygnały dotyczące możliwości stopniowego zmniejszania skali zakupów aktywów w przyszłości. Zwracano ponadto uwagę, że Rezerwa Federalna – mimo relatywnie korzystnych danych napływających z amerykańskiej gospodarki – nie podwyższyła stóp procentowych we wrześniu oraz po raz kolejny obniżyła ścieżkę prognozowanych przez siebie stóp w kolejnych latach.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady podkreślali, że w Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy. W szczególności bieżące dane wskazują, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Argumentowano, że taką ocenę potwierdzają bieżące dane o aktywności gospodarczej w sierpniu, w szczególności przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej. Wskazywano także na wyraźny wzrost produkcji przemysłowej w sierpniu, po jej przejściowym spadku w poprzednim miesiącu, a także na znaczącą poprawę wskaźnika nastrojów w przemyśle. Zwracano również uwagę na dane o bilansie płatniczym, które potwierdziły wzrost dynamiki eksportu w II kw., mimo obserwowanego w tym samym czasie spadku obrotów w handlu światowym. Jednocześnie wskazywano na pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej w sierpniu, do którego prawdopodobnie nadal przyczyniał się spadek inwestycji związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE. Część członków Rady oceniała, że w kierunku słabszej dynamiki inwestycji może również nadal oddziaływać utrzymująca się niepewność dotycząca otoczenia regulacyjnego przedsiębiorstw.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji na rynku pracy zwrócono uwagę na kontynuację stabilnego wzrostu zatrudnienia i obniżania się stopy bezrobocia. Wskazywano na historycznie wysoką liczbę ofert pracy, sygnalizującą utrzymywanie się dużego popytu na pracę. Podkreślano, że ożywienie na rynku pracy przekłada się na wzrost presji płacowej w przedsiębiorstwach. W efekcie dynamika płac jest już wyższa niż w poprzednich latach. Oceniano, że w kierunku szybszego wzrostu płac w kolejnych kwartałach może dodatkowo oddziaływać podwyższenie płacy minimalnej od początku 2017 r.

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach prawdopodobnie będzie się utrzymywał stabilny wzrost gospodarczy. W opinii niektórych członków Rady dynamika PKB może nawet nieco wzrosnąć. Wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez rosnącą konsumpcję. Czynnikiem sprzyjającym aktywności w kolejnych kwartałach powinna być także oczekiwana odbudowa inwestycji, w tym finansowanych ze środków unijnych. Wskazuje na to – zdaniem części członków Rady – istotny wzrost w ostatnich kwartałach liczby podpisanych umów na realizację projektów z wykorzystaniem środków pochodzących z nowej perspektywy finansowej UE. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw będą sprzyjały korzystne perspektywy popytu konsumpcyjnego oraz poprawa wskaźników koniunktury w przemyśle w ostatnim okresie. Jednocześnie – w opinii niektórych członków Rady – dodatkowym wsparciem dla wzrostu inwestycji w dalszej perspektywie może być uruchomienie programu „Mieszkanie Plus”. Jednak – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – z uwagi na pogorszenie się części wskaźników koniunktury w poprzednich

miesiącach oraz niepewność dotyczącą otoczenia regulacyjnego nie można wykluczyć, że niska dynamika inwestycji utrzyma się w najbliższych kwartałach.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, podkreślano, że roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji stopniowo maleje. Oceniano, że do wzrostu dynamiki cen przyczynia się głównie wygasanie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych. Wskazywano ponadto, że w kierunku wyższej dynamiki cen może oddziaływać także stopniowe przyspieszenie wzrostu płac w Polsce, przekładające się na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Zwracano uwagę, że osłabienie tendencji deflacyjnych potwierdzają również dane o cenach produkcji sprzedanej przemysłu, w szczególności utrzymująca się od początku br. dodatnia wartość tego wskaźnika po wyłączeniu wpływu cen energii. Wskazywano też, że wskaźnik cen dóbr konsumpcyjnych pozostających pod wpływem krajowej koniunktury od kilku miesięcy jest wyraźnie wyższy od zera. Większość członków Rady oceniała przy tym, że nadal nie ma sygnałów, by deflacja wpłynęła negatywnie na aktywność większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że należy wciąż analizować sytuację ekonomiczną firm oraz zachowanie konsumentów pod kątem ewentualnych negatywnych efektów ujemnej dynamiki cen.

Odnosząc się do perspektyw kształtowania się cen, większość członków Rady oceniała, że w najbliższych miesiącach skala deflacji będzie nadal stopniowo malała. Podkreślano, że według prognoz NBP oraz ośrodków zewnętrznych w przyszłym roku roczna dynamika cen powinna kształtować się w pobliżu 1%. Wskazywano, że wzrost dynamiki cen będzie wspierany przez stabilny wzrost PKB, następujący w warunkach rosnącej dynamiki wynagrodzeń, a także zwiększonych świadczeń wychowawczych. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że – w związku z ryzykiem obniżenia się cen ropy naftowej na światowych rynkach – nie można wykluczyć wydłużenia się okresu deflacji w Polsce. Z kolei – w opinii niektórych członków Rady – dynamika cen może być wyższa, niż wskazują obecne prognozy. Silniejszemu przyspieszeniu dynamiki cen może – ich zdaniem – sprzyjać szybsze domykanie się luki popytowej oraz przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że wpływ wzrostu kosztów pracy na dynamikę cen może być przez jakiś czas łagodzony przez obniżenie marż przez przedsiębiorstwa.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Większość członków Rady wskazywała, że w przyszłym roku dynamika cen powinna być już wyraźnie dodatnia. Większość członków Rady oceniała także, iż dynamika PKB – mimo pewnego obniżenia wobec poprzedniego roku – pozostaje zbliżona do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczała też, że decyzje Rady

powinny uwzględniać również wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego systemu finansowego.

Część członków Rady wskazywała przy tym, że w przypadku wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz pojawienia się presji inflacyjnej stwarzającej ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie zasadne może być podwyższenie stóp procentowych. Członkowie ci wskazywali jednak, że – w świetle dostępnych informacji – najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych w perspektywie kolejnych kwartałów. Część członków Rady oceniała z kolei, że gdyby następowało dalsze spowalnianie wzrostu gospodarczego, a okres deflacji wydłużałby się oraz pojawiałyby się negatywne skutki deflacji dla gospodarki, wówczas uzasadnione mogłoby być obniżenie stóp procentowych. Członkowie ci zaznaczali, że obniżenie stóp procentowych NBP mogłoby sprzyjać wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, iż realny poziom stóp procentowych w Polsce jest relatywnie wysoki na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wysokość stóp procentowych NBP nie jest obecnie czynnikiem hamującym wzrost inwestycji w gospodarce, zwłaszcza biorąc pod uwagę wysoki poziom oszczędności przedsiębiorstw umożliwiający finansowanie działalności ze środków własnych.

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: 20 października 2016 r.