

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 listopada 2017 r.

Rada omawiała sytuację gospodarczą na świecie pod kątem jej wpływu na gospodarkę Polski. Wskazywano, że w III kw. dynamika PKB w strefie euro była zbliżona do obserwowanej w I półroczu, a więc wyraźnie wyższa niż w ubiegłym roku. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w tej strefie nadal przyczynia się głównie wzrost konsumpcji, choć w III kw. prawdopodobnie towarzyszyło mu ożywienie inwestycji i eksportu. Zaznaczano, że według listopadowej projekcji w 2018 r. koniunktura w tej gospodarce pozostanie dobra, choć dynamika PKB ma się nieco obniżyć. Analizując koniunkturę w innych gospodarkach, wskazywano, że w Stanach Zjednoczonych – mimo negatywnego wpływu niekorzystnych zjawisk atmosferycznych na aktywność gospodarczą – tempo wzrostu PKB w III kw. było zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Z kolei w Chinach dynamika PKB w III kw. nieznacznie się obniżyła.

Dyskutując na temat procesów cenowych na świecie, podkreślano, że inflacja za granicą pozostaje umiarkowana, a utrzymującej się w wielu gospodarkach dobrej koniunkturze nie towarzyszy istotny wzrost presji inflacyjnej. Oceniano, że na obserwowane osłabienie zależności między koniunkturą a dynamiką cen mogło się złożyć kilka czynników o charakterze strukturalnym. Wyrażano opinię, że w obecnych uwarunkowaniach ryzyko silnego wzrostu inflacji w większości krajów rozwiniętych jest ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niewielki wzrost dynamiki cen w części gospodarek w ostatnim czasie.

Analizując kształtowanie się cen surowców, wskazywano, że ceny ropy naftowej są wyższe niż przed miesiącem, ale w ostatnich dniach pojawiły się sygnały ich stabilizacji. Oceniono, że w kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało obniżenie się zapasów tego surowca, a także oczekiwania na możliwe przedłużenie porozumienia zawartego między krajami eksportującymi ropę. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że czynniki fundamentalne – w szczególności elastyczna podaż ropy ze złóż łupkowych w Stanach Zjednoczonych – powinny oddziaływać w kierunku obniżenia cen tego surowca w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do pozostałych surowców energetycznych, inni członkowie Rady zwracali uwagę na wyraźnie wyższe niż w I półroczu ceny węgla kamiennego.

Odnosząc się do polityki pieniężnej za granicą, wskazywano, że EBC utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, i nadal zapowiada, że pozostaną one na obecnym poziomie nawet po zakończeniu skupu aktywów. Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu skupu aktywów co najmniej do września 2018 r., ograniczając przy tym miesięczną skalę skupu od 2018 r. o połowę. Z kolei w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna rozpoczęła zmniejszanie swojej sumy bilansowej, choć – jak zaznaczano – skala ekspansji monetarnej jest stopniowo ograniczana.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady ocenili, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie wyższa niż w poprzednim kwartale. Podkreślano, że głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał rosnący popyt

konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Zaznaczano, że szybszy niż w I połowie br. wzrost produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne ożywienie inwestycji. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że informacje napływające w ostatnim miesiącu – w tym dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz wskaźnik PMI – są nieco gorsze od wcześniejszych odczytów.

Wskazywano, że – zgodnie z listopadową projekcją – w 2018 r. oczekiwane jest utrzymanie się dobrej koniunktury, choć dynamika PKB prawdopodobnie się obniży. Zaznaczano, że do pewnego osłabienia wzrostu gospodarczego przyczyni się spodziewane spowolnienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech. W kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie także oddziaływać stopniowe wygasanie statystycznych efektów programu „Rodzina 500 plus”. Jednocześnie wzrostowi dynamiki PKB w przyszłym roku powinno sprzyjać ożywienie inwestycji zarówno publicznych, jak też przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że skala ożywienia inwestycji w 2018 r. – w szczególności inwestycji przedsiębiorstw – jest obciążona znaczną niepewnością. Wskazywano ponadto, że nawet przy oczekiwanym wzroście inwestycji, stopa inwestycji w gospodarce pozostanie relatywnie niska. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB może oddziaływać zwiększająca się wraz z liczbą urodzeń skala wypłat świadczeń wychowawczych, poprawa sytuacji materialnej części konsumentów związana z obniżeniem wieku emerytalnego, a w 2019 r. także ewentualne podwyżki świadczeń socjalnych i płac w sferze budżetowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na postępujący wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Zaznaczano, że towarzyszy temu wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika płac w przedsiębiorstwach i szybszy wzrost jednostkowych kosztów pracy. Podczas gdy niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na wysoką dynamikę funduszu płac w przedsiębiorstwach, inni członkowie Rady podkreślali, że we wrześniu wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nieco spowolnił. Oceniano, że nadal ograniczająco na dynamikę wynagrodzeń oddziałuje zwiększająca się liczba pracowników z zagranicy na polskim rynku pracy oraz wzrost aktywności zawodowej w kraju.

Wskazywano, że dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w kolejnych latach – zgodnie z listopadową projekcją – nieco wzrośnie. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że utrzymuje się niepewność co do wpływu obniżenia wieku emerytalnego na podaż pracy i presję płacową, choć – według niektórych z nich – skala tego wpływu będzie zmniejszana przez wysoki udział osób niepracujących wśród osób przechodzących na emeryturę. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że ograniczająco na dynamikę płac w kolejnych kwartałach może oddziaływać niska skłonność firm do podnoszenia wynagrodzeń w warunkach wysokiej konkurencji i spadku rentowności w ostatnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że ewentualne ograniczenie napływu pracowników z zagranicy oraz możliwy wzrost presji płacowej w sferze budżetowej mogą przyczynić się do szybszego od oczekiwanego wzrostu wynagrodzeń.

Analizując procesy inflacyjne w Polsce, wskazywano, że roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że w październiku inflacja w ujęciu rok do roku nieco się obniżyła. Członkowie ci zaznaczali, że dynamika cen jest obecnie podwyższana przez wzrost cen paliw i żywności, a więc czynniki znajdujące się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Natomiast wewnętrzna presja inflacyjna pozostaje – w ocenie tych członków Rady – ograniczona i nie widać istotnego wpływu przyspieszenia wzrostu płac na dynamikę cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że wzrost cen następuje w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki kredytu. Inni członkowie Rady zwracali z kolei uwagę na wzrost wszystkich miar inflacji bazowej w ostatnim okresie, co – w ich ocenie – wskazuje na nasilenie się wewnętrznej presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali także na pewien wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnącą dynamikę cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Dyskutując na temat perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że według listopadowej projekcji będzie ona stopniowo rosła i w 2018 r. osiągnie średnioroczny poziom 2,3%, a w 2019 r. – 2,7%. Większość członków Rady uznała, że wyniki listopadowej projekcji wskazują, że w najbliższych latach inflacja pozostanie zbliżona do celu. Część członków Rady zaznaczała jednak, że ścieżka inflacji w listopadowej projekcji jest wyższa niż w poprzedniej rundzie progностycznej, a w 2019 r. inflacja przekroczy 2,5%. Członkowie ci ocenili, że oczekiwany wzrost inflacji będzie wynikał z nasilenia się wewnętrznej presji inflacyjnej, na co wskazuje prognozowany wzrost inflacji bazowej oraz deflatora wartości dodanej. Wskazywali oni też, że inflacja może być wyższa, niż przewiduje aktualna projekcja w związku z możliwym silniejszym wzrostem presji płacowej i kosztowej. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę na wyższe niż przed rokiem ceny węgla, które – ich zdaniem – przyczynią się do wzrostu kosztów produkcji wielu dóbr, w tym żywności, a także bezpośrednio wpłyną na ceny części dóbr konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej NBP, Rada uznała, że stopy procentowe powinny obecnie pozostać niezmiennic. Rada oceniła, że – w świetle aktualnych informacji – w najbliższych latach inflacja będzie kształtowała się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie 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 również w kolejnych kwartałach prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych. Członkowie ci ocenili, że stabilizacja stóp umożliwi realizację celu inflacyjnego, który – jak podkreślano – ma symetryczny charakter. Jednocześnie biorąc pod uwagę oczekiwane obniżenie tempa wzrostu PKB w kolejnych latach wskazywano, że stabilizacja stóp procentowych wspiera utrzymanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w tym oczekiwane ożywienie inwestycji. Członkowie ci wskazywali ponadto, że za utrzymaniem obecnego poziomu stóp procentowych przemawia także konieczność uwzględnienia warunków monetarnych w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki, w tym perspektyw utrzymania ujemnego poziomu stóp procentowych w strefie euro w kolejnym roku.

W opinii części członków Rady, jeśli napływające w kolejnych kwartałach dane i prognozy wskazywałyby na wyraźne nasilenie presji inflacyjnej, uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych w kolejnych kwartałach. 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 oszczędności w polskiej gospodarce, a także na dynamikę jednostkowych kosztów zmiennych. Wyrażono również opinię, że przyszłe decyzje Rady powinny brać pod uwagę kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że ewentualna podwyżka stóp procentowych miałaby ograniczony wpływ na dynamikę inwestycji.

Pojawiła się 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.

Część członków Rady podkreślała, że wobec niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej w dłuższym horyzoncie istotną przesłanką dla oceny jej perspektyw będzie marcowa projekcja 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%.

W trakcie posiedzenia dyskutowano także na temat obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych od podmiotów krajowych co najmniej na 2 lata. Wskazywano, że stopa ta wynosi obecnie 3,5%. Biorąc pod uwagę, że od środków pozyskanych z zagranicy na ten sam okres nie nalicza się rezerwy obowiązkowej, oceniono, że zasadnym jest nienaliczanie rezerwy obowiązkowej również od pozostałych środków pozyskiwanych co najmniej na 2 lata, co będzie oznaczać ich jednolite traktowanie. Wskazywano, że zastosowanie jednolitych stóp rezerwy obowiązkowej dla wszystkich środków pozyskanych co najmniej na 2 lata przybliży polski system rezerwy obowiązkowej do rozwiązań stosowanych przez Eurosystem. Co więcej, zwracano uwagę, że wprowadzenie dyskutowanej zmiany może sprzyjać zmniejszeniu skali niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów polskich instytucji objętych obowiązkiem utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Rada podjęła uchwałę, zgodnie z którą stopa rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata będzie wynosiła 0%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia 2018 r.

Data publikacji: 23 listopada 2017 r.