

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 kwietnia 2016 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady ocenili, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Jednocześnie podkreślano, że w gospodarce globalnej utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca przyszłej koniunktury. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze. Oceniono, że utrzymujący się w tej strefie wzrost zatrudnienia i płac, a także rosnąca produkcja przemysłowa i pewna poprawa wskaźników koniunktury, sygnalizują prawdopodobne utrzymanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego także w kolejnych kwartałach. W odniesieniu do sytuacji w Stanach Zjednoczonych zwracano uwagę, że koniunktura w tym kraju pozostaje relatywnie korzystna. Jednocześnie zaznaczano, że napływające w ostatnim okresie dane utrudniają jednoznaczną ocenę perspektyw aktywności w tej gospodarce. Podkreślano, że czynnikiem niepewności dla przyszłej koniunktury w krajach rozwiniętych – zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i w strefie euro – pozostaje skala osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz jego przełożenie na gospodarki rozwinięte. W tym kontekście wskazywano na dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej w Chinach, o czym świadczy obniżająca się dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz silny spadek eksportu. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na nieznaczne ożywienie inwestycji w tej gospodarce w ostatnim czasie, które może być związane z luzowaniem polityki gospodarczej i sygnalizować zmniejszenie ryzyka istotnego spadku dynamiki PKB w Chinach w kolejnych kwartałach. Odnosząc się do koniunktury pozostałych gospodarek wschodzących, członkowie Rady podkreślali, że w Rosji i Brazylii trwa recesja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że czynnikiem ryzyka dla poprawy koniunktury w gospodarce rosyjskiej oraz dla stabilności jej finansów publicznych może być ewentualny dalszy spadek cen surowców energetycznych oraz zaprzestanie importu tych surowców przez niektórych ich odbiorców. Z kolei na perspektywy wzrostu gospodarki brazylijskiej negatywnie oddziałuje pogłębiający się tam kryzys polityczny.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych członkowie Rady wskazywali, że pomimo ich nieznacznego wzrostu w ostatnich dwóch miesiącach, utrzymują się one na niskim poziomie. Oceniano, że niskie ceny surowców pozostają główną przyczyną bardzo niskiej dynamiki cen na świecie. Jednocześnie wskazywano na istotną zmienność cen surowców w ostatnim czasie oraz niepewność co do ich kształtowania się w przyszłości. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że w kolejnych miesiącach ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, mogą ponownie się obniżyć. Wśród czynników mogących negatywnie wpływać na ceny wskazywano wzrost podaży ropy naftowej związany ze zniesieniem sankcji na eksport z Iranu przy braku znaczącego obniżenia jej produkcji w Stanach Zjednoczonych, a także

możliwy wzrost eksportu surowców energetycznych z Rosji. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym czasie możliwy jest wzrost cen ropy naftowej w sytuacji uzgodnienia przez kraje OPEC i Rosję limitów wydobycia tego surowca.

Wskazywano, że wzrost cen surowców oraz pewne osłabienie obaw o koniunkturę na świecie przyczyniło się do poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. W efekcie wzrosły ceny wielu aktywów finansowych, w tym ceny akcji i kursy walutowe gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że poprawa sentymentu rynkowego jest przejściowa i nie da się wykluczyć ponownego spadku cen akcji na giełdach światowych w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej za granicą wskazywano, że niektóre banki centralne w Europie obniżyły w ostatnim okresie stopy procentowe. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obecnie trudno ocenić skuteczność dalszego luzowania polityki pieniężnej, szczególnie biorąc pod uwagę zewnętrzny charakter szoków powodujących deflację. Jednocześnie oceniono, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się niepewność co do dalszych decyzji Rezerwy Federalnej, choć w ocenie tamtejszego banku centralnego oraz rynków finansowych prawdopodobne są podwyżki stóp w kolejnych kwartałach. W związku z tym wskazywano na ryzyka związane z wycofywaniem się z silnej dotąd stymulacji monetarnej.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce, podkreślano utrzymujący się od kilku kwartałów stabilny wzrost gospodarczy. Część członków Rady oceniła, że napływające dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej sygnalizują, że dynamika PKB w I kw. br. mogła być nieznacznie niższa niż w poprzednim kwartale, choć nadal pozostała relatywnie wysoka. Wskazywano, że wzrost aktywności jest w dalszym ciągu kreowany głównie przez popyt krajowy. Wzrostowi popytu konsumpcyjnego sprzyja wzrost zatrudnienia oraz poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Popyt inwestycyjny jest natomiast wspierany przez dobrą sytuację finansową firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz relatywnie korzystne perspektywy popytu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo osłabienia popytu zagranicznego Polska osiąga nadwyżkę w handlu towarami, czemu sprzyja wysoka – mimo pewnej aprecjacji złotego w ostatnim okresie – konkurencyjność cenowa polskiego eksportu. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że występowanie nadwyżki w handlu wynika po części ze spadku cen surowców na rynkach światowych. Zwracano uwagę, że utrzymującej się dobrej koniunkturze w gospodarce realnej towarzyszy stabilny wzrost akcji kredytowej, w tym pewne przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na postępujący wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, która jest obecnie zbliżona do poziomu sprzed kryzysu. Podkreślano, że mimo to dynamika przeciętnych nominalnych wynagrodzeń w gospodarce jest umiarkowana. Przyczynia się to do utrzymywania się niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że poziom wynagrodzeń uzyskiwany przez największą liczbę pracowników jest istotnie niższy od średniej i w ostatnich kilku latach rósł wolniej niż przeciętne wynagrodzenia. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dobra sytuacja

na rynku pracy znajduje odzwierciedlenie w relatywnie wysokiej dynamice funduszu płac, który jest istotny dla dynamiki zagregowanego popytu.

Omawiając perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach prawdopodobnie utrzyma się stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB może nawet wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem wspierającym wzrost popytu konsumpcyjnego będzie dalsze zwiększanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikające zarówno z postępującego wzrostu zatrudnienia i płac nominalnych jak również uruchomienia programu Rodzina 500+. Z kolei postępujący wzrost konsumpcji, poprawiający perspektywy sprzedaży firm, może – w opinii niektórych członków Rady – przyczynić się do przyspieszenia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że skłonność firm do inwestowania może być ograniczana przez utrzymującą się podwyższoną niepewność co do perspektyw koniunktury i uwarunkowań działalności firm. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy będą prowadziły do stopniowego domykania się luki popytowej i zbliżania się obserwowanej stopy bezrobocia do stopy równowagi, tzw. stopy NAWRU, co powinno przyczynić się do wzrostu krajowej presji popytowej.

Analizując procesy cenowe w Polsce, członkowie Rady dyskutowali na temat metodologii obliczania i właściwości poszczególnych miar inflacji, rozważając w szczególności wpływ zmian struktury koszyka CPI na dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Członkowie Rady analizowali także kształtowanie się cen poszczególnych kategorii towarów i usług, i dyskutowali nad możliwymi przyczynami długotrwałego spadku cen niektórych z tych kategorii.

Odnosząc się do bieżących danych, członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen pozostaje ujemna. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że do utrzymywania się deflacji przyczyniają się nadal głównie czynniki zewnętrzne – w tym wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych – a więc znajdujące się poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że negatywne oddziaływanie czynników zewnętrznych na ceny krajowe jest na tyle silne, że przyczyniło się do spadku dynamiki wskaźników inflacji bazowej poniżej zera. Zaznaczono jednak, że czynniki te obniżają przede wszystkim ceny towarów, podczas gdy dynamika cen usług pozostaje dodatnia. Jednocześnie podkreślano, że nadal nie ma presji płacowej w gospodarce.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W szczególności podkreślano, że nie przyczynia się ona do odkładania w czasie zakupów przez gospodarstwa domowe, ani inwestycji przez przedsiębiorstwa. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że choć oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych kształtują się na bardzo niskim poziomie, to gospodarstwa domowe nie dostrzegają spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że przedłużający się okres deflacji może zwiększać ryzyko trwałego odkotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych,

co mogłoby z kolei negatywnie oddziaływać na efektywność polityki pieniężnej w przyszłości.

Członkowie Rady zaznaczali, że pod koniec bieżącego roku oczekiwany jest powrót dynamiki cen do dodatniego poziomu. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniać się będzie rosnący popyt konsumpcyjny dodatkowo wspierany przez program „Rodzina 500+”, a także oczekiwany wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy wynikający z postępującej poprawy sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że negatywnie na dynamikę cen w kolejnych kwartałach oddziaływać może – oczekiwany przez tych członków Rady – dalszy spadek cen surowców energetycznych na świecie, a także aprecjacja złotego obniżająca ceny towarów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę na pewne umocnienie złotego w ostatnich miesiącach, do którego przyczyniło się m.in. luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w średnim okresie wzrost dynamiki cen może być także ograniczany przez wzrost zdolności wytwórczych w gospodarce wynikający z realizowanych projektów inwestycyjnych.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych w gospodarce, część członków Rady oceniała, że oprocentowanie kredytów dla firm jest obecnie stosunkowo niskie. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że koszt kredytu nie jest czynnikiem ograniczającym dynamikę akcji kredytowej. Jednocześnie inni członkowie Rady zwracali uwagę, że niski poziom stóp procentowych może zmniejszać popyt gospodarstw domowych na instrumenty długoterminowego oszczędzania i – tym samym – ograniczać rozwój krajowego rynku finansowego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP członkowie Rady uznali, że na obecnym posiedzeniu powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Członkowie Rady podkreślali, że do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne, a deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. W efekcie niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny i relatywnie szybki wzrost gospodarczy oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że stabilizacja nominalnych stóp procentowych przy oczekiwanym wzroście dynamiki cen w ciągu roku będzie prowadziła do obniżania się realnych stóp procentowych. Członkowie Rady oceniali, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Część członków Rady wskazywała dodatkowo na potrzebę uwzględniania wpływu poziomu stóp procentowych na ryzyko dla stabilności finansowej.

Członkowie Rady ocenili, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano na niepewność co do perspektyw polityki fiskalnej w 2017 r., obawy o osłabienie światowej koniunktury oraz ryzyko zaburzeń na rynkach finansowych związanych m.in. z ewentualną decyzją Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej. Zdaniem niektórych członków Rady stabilizacja stóp procentowych, która – wobec luzowania polityki pieniężnej przez banki centralne w

otoczeniu polskiej gospodarki – przyczynia się do wzrostu dysparytetu stóp krajowych wobec zagranicznych może zmniejszyć wrażliwość polskich aktywów i kursu walutowego na ewentualny wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych i pogorszenie nastrojów inwestorów.

Członkowie Rady argumentowali także, że stabilizacja stóp procentowych pozwala na zachowanie przestrzeni dla ich dostosowań w przypadku wystąpienia szoków wpływających negatywnie na krajową koniunkturę i procesy cenowe. Większość członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, a także pogłębienia się deflacji. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że przy obecnym poziomie stóp procentowych – gdyby ich obniżki okazały się konieczne – możliwe byłoby ewentualne silniejsze dostosowanie stóp.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali z kolei opinię, że biorąc pod uwagę relatywnie wysoką dynamikę PKB i korzystne perspektywy wzrostu gospodarczego, wspierane dodatkowo przez zmniejszenie restrykcyjności polityki fiskalnej, w najbliższych kwartałach uzasadnione będzie raczej utrzymywanie stóp na niezmiennym poziomie, a nawet może być wskazane rozważenie okoliczności zmiany nastawienia polityki pieniężnej.

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: 21 kwietnia 2016 r.