

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 września 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i oczekiwanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do koniunktury w otoczeniu Polski wskazywano, że w strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy i korzystne nastroje podmiotów gospodarczych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że wzrost PKB w II kw. nieco spowolnił, a napływające dane za III kw. nie wskazują jednoznacznie na ponowne przyspieszenie aktywności gospodarczej. Podkreślano natomiast, że wraz z uruchomieniem trzeciego programu pomocowego dla Grecji spadło ryzyko niewypłacalności tego kraju w najbliższym okresie, a przez to obniżyło się krótkookresowe ryzyko negatywnych skutków sytuacji w Grecji dla koniunktury w strefie euro. Część członków Rady zwracała także uwagę na korzystne informacje dotyczące koniunktury w Stanach Zjednoczonych, w tym dane o wzroście dynamiki PKB w II kw. i dobrej sytuacji na rynku pracy.

Ważną kwestią dotyczącą sytuacji za granicą wskazywaną przez członków Rady było dalsze osłabienie koniunktury w głównych gospodarkach rozwijających się i związane z tym pogorszenie perspektyw wzrostu dla gospodarki światowej. W tym kontekście wskazywano na pogłębienie się recesji w Rosji i Brazylii. Zaznaczano jednak, że głównym czynnikiem ryzyka dla światowego wzrostu jest możliwość silniejszego niż dotychczas oczekiwanego spowolnienia w Chinach. Argumentowano, że dalsze osłabienie aktywności gospodarczej w Chinach może przyczynić się do ograniczenia chińskiego popytu na produkty z innych krajów, co może obniżyć dynamikę globalnego wzrostu gospodarczego. Część członków Rady była zdania, że wpływ spowolnienia w Chinach na globalną koniunkturę będzie zwiększany przez mogące towarzyszyć temu równoczesne obniżenie się wzrostu w innych gospodarkach azjatyckich. Wskazywano, że głównym kanałem wpływu spowolnienia w Chinach na Polskę jest możliwość spadku dynamiki niemieckiego eksportu i PKB, co w konsekwencji wpływałoby negatywnie na wzrost polskiego eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wobec ograniczonego udziału Chin w eksporcie Niemiec, spowolnienie w Chinach będzie miało niewielki wpływ na dynamikę niemieckiego PKB, a przez to także koniunkturę w Polsce. Niektórzy członkowie oceniali także, że w dłuższym okresie możliwa jest – szczególnie w warunkach rosnących płac realnych – zmiana struktury wzrostu popytu w Chinach na rzecz zwiększenia udziału popytu konsumpcyjnego w PKB, co wspierałoby wzrost eksportu z gospodarek rozwiniętych do Chin.

Członkowie Rady podkreślali, że pogorszenie koniunktury w Chinach i innych gospodarkach rozwijających się skutkuje także ograniczeniem ich popytu na surowce. Oceniano, że był to istotny czynnik prowadzący do ponownego spadku cen na globalnych rynkach surowcowych w ostatnim okresie. Zaznaczano, że w przypadku części surowców spadkom ich cen sprzyjała także rosnąca podaż. Podkreślano, że nawet niekorzystna

sytuacja podażowa związana z suszą w niektórych krajach, nie zahamowała spadków cen surowców rolnych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ceny surowców są prawdopodobnie w długookresowej tendencji spadkowej, co może oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu bardzo niskiej dynamiki cen na świecie.

Odnosząc się do procesów cenowych na świecie, wskazywano, że globalna inflacja pozostaje bardzo niska. Część członków Rady podkreślała, że ponowny spadek cen surowców oraz osłabienie juana i innych walut krajów rozwijających się będą sprzyjać utrzymaniu się niskiej inflacji na świecie w kolejnych kwartałach.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że utrzymuje się niepewność dotycząca momentu rozpoczęcia cyklu podwyższenia stóp procentowych przez Rezerwę Federalną. EBC kontynuuje natomiast program skupu aktywów, ponadto pojawiają się sygnały wskazujące na możliwość jego rozszerzenia lub wydłużenia. Wskazywano także na złagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Chin, w tym dewaluację juana. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie politykę pieniężną ponownie złagodził Bank Węgier oraz Riksbank.

Omawiając sytuację na światowych rynkach finansowych wskazywano na spadek wielu cen aktywów oraz ich podwyższoną zmienność w ostatnim okresie. Istotnym czynnikiem prowadzącym do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych były sygnały silniejszego osłabienia koniunktury w Chinach oraz silny spadek tamtejszych cen akcji. Podkreślano, że wraz z dewaluacją juana przyczyniło się to także do osłabienia walut wielu gospodarek wschodzących. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zbliżające się zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed może nasilić presję na osłabienie walut krajów wschodzących, co w gospodarkach o znacznym zadłużeniu walutowym przedsiębiorstw zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysów walutowych. W efekcie może nastąpić dalsze pogorszenie nastawienia inwestorów wobec rynków wschodzących. Członkowie ci wskazywali, że dodatkowym źródłem wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych mogłoby być pęknięcie baniek na innych rynkach aktywów, do których postawiana przyczyniła się – ich zdaniem – niekonwencjonalna polityka banków centralnych. Podkreślali oni także w tym kontekście, że – ze względu na silne powiązania gospodarcze i finansowe – wystąpienie jednego wstrząsu w otoczeniu Polski zwiększa prawdopodobieństwo materializacji innych czynników ryzyka. W efekcie ewentualne wstrząsy mogłyby wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w gospodarce globalnej, w tym na aktywność gospodarczą w strefie euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano na nieznaczne osłabienie wzrostu PKB w II kw. Podkreślano, że podczas gdy wzrost konsumpcji był stabilny, obniżyła się dynamika inwestycji i wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost PKB był nadal szybszy od wzrostu produktu potencjalnego. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji i sprzedaży detalicznej w lipcu oraz spadek wskaźnika PMI w sierpniu, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Wskazywano też, że na koniunkturę w niektórych sektorach w III kw. mogły negatywnie wpływać efekty suszy oraz przejściowe ograniczenia w dostawie energii elektrycznej.

Część członków Rady wskazywała, że niewielkiemu spowolnieniu wzrostu PKB towarzyszyło pewne obniżenie dynamiki płac i liczby pracujących w gospodarce. Mimo to, członkowie Rady oceniali, że sytuacja na krajowym rynku pracy pozostała dobra, czego efektem jest nadal wysoka dynamika płac w ujęciu realnym, obniżająca się stopa bezrobocia oraz rosnące prawdopodobieństwo znalezienia pracy.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB prawdopodobnie utrzyma się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w pierwszym półroczu 2015 r. Utrzymaniu stabilnego wzrostu PKB będą sprzyjać czynniki krajowe, w tym dobra sytuacja na rynku pracy i sektorze przedsiębiorstw, wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych oraz wysoka dostępność i relatywnie niski koszt kredytu. Wzrost aktywności w większości sektorów może być także wspierany przez niskie ceny surowców oraz pewne osłabienie kursu złotego w ostatnich miesiącach. W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu powinno także oddziaływać ożywienie gospodarcze w strefie euro. Z kolei w kierunku osłabienia dynamiki PKB może oddziaływać pogorszenie koniunktury w Chinach i innych krajach rozwijających się.

Większość członków Rady podkreślała jednocześnie, że wobec pogorszenia perspektyw wzrostu w krajach rozwijających się, a także uwzględniając nieco gorsze od oczekiwań dane z polskiej gospodarki w ostatnim okresie, zwiększyło się ryzyko pewnego osłabienia dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zdaniem niektórych członków Rady wzrosło ryzyko silnego wstrząsu zewnętrznego, który – poprzez osłabienie wzrostu gospodarczego u partnerów handlowych Polski, a także pogorszenie nastawienia inwestorów do aktywów z rynków wschodzących – mógłby doprowadzić do spowolnienia wzrostu PKB w Polsce.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w świetle takich uwarunkowań istotne jest utrzymanie wysokiej odporności polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy i wspieranie długofalowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym potrzebę zwiększenia innowacyjności gospodarki, a także likwidacji barier rozwoju dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Ich zdaniem może to przyczynić się do wzrostu wydajności pracy i w efekcie przyspieszenia wzrostu płac oraz wartości dodanej zawartej w polskich produktach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że ze względu na zbliżające się wybory parlamentarne pojawiają się propozycje zmian w zakresie polityki gospodarczej, które – jeśli będą realizowane – negatywnie wpłyną na stan finansów publicznych, a przez to będą osłabiać odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne wstrząsy.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym członkowie Rady oceniali, że przyrost kredytu dla sektora prywatnego pozostaje umiarkowany. Wskazywano, że czynnikiem niepewności dla sektora bankowego, a przez to także akcji kredytowej są prace parlamentarne nad ewentualnym przewalutowaniem części kredytów denominowanych w walutach obcych. Zaznaczano, że wprowadzenie rozważanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych w tym zakresie może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki akcji kredytowej oraz ograniczenia dochodów podatkowych. Ponadto może ono skutkować koniecznością podwyższenia kapitałów przez część banków.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymywania się deflacji, stopniowo zmniejsza się jej skala. Większość członków Rady oceniała jednak, że wobec nadal ujemnej luki popytowej, umiarkowanego wzrostu płac nominalnych i spadku cen surowców na rynkach światowych, nadal nie ma presji inflacyjnej. Część członków zwracała także uwagę na utrzymywanie się deflacji cen produkcji sprzedanej przemysłu, która może się wydłużyć ze względu na ponowne spadki cen surowców. Członkowie ci wskazywali jednak, że utrzymujący się spadek cen produkcji nie miał dotychczas wyraźnie negatywnego wpływu na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw.

Omawiając perspektywy inflacji członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie prawdopodobnie nadal stopniowo rosnać, na co wskazuje większość prognoz. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość spowolnienia powrotu dynamiki cen do dodatniego poziomu w kolejnych kwartałach ze względu na ponowne spadki cen surowców na rynkach światowych. Czynnikiem ryzyka dla przyspieszenia dynamiki cen jest także możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach, obniżającego wzrost popytu w innych krajach, a także efekty dewaluacji juana obniżającej ceny importu chińskich produktów. Niektórzy członkowie podkreślali natomiast, że w kierunku wzrostu dynamiki cen w najbliższym okresie może oddziaływać wzrost cen warzyw i owoców związany z suszą, która ograniczyła krajową produkcję tych produktów.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że wobec oczekiwanego utrzymania się stabilnego wzrostu gospodarczego, który nie będzie prowadził do powstania nierównowag w gospodarce, a jednocześnie stopniowego wzrostu dynamiki cen w kierunku celu inflacyjnego uzasadniona jest stabilizacja nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że stabilizacja stóp procentowych wspiera odporność polskiej gospodarki na wstrząsy, szczególnie wobec znacznej niepewności co do perspektyw globalnej koniunktury i podwyższonej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy procentowe ex ante w Polsce, czyli po uwzględnieniu prognoz inflacji kształtują się na niskim poziomie.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa wzrostu dynamiki cen w warunkach prawdopodobnego dalszego ożywienia koniunktury. Podwyższenie stóp powinno być także rozważane – ich zdaniem – ze względu na wzrost ryzyka silnych wstrząsów zewnętrznych, albowiem zwiększałoby ono przestrzeń dla łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na możliwość silniejszego spowolnienia gospodarczego w Chinach oraz ponowny spadek cen surowców zwiększyła się niepewność dotycząca aktywności gospodarczej i procesów cenowych w Polsce, a bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji przesunął się dół. Jednakże członkowie ci oceniali, że najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

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: 17 września 2015 r.