

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 maja 2015 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz na oczekiwany dalszy wzrost dynamiki aktywności w tej gospodarce. Wskazywano przy tym na spadek stopy bezrobocia, wzrost sprzedaży detalicznej i poprawę nastrojów konsumentów w ostatnim okresie. Argumentowano, że czynnikiem wspierającym aktywność gospodarczą w strefie euro jest wcześniejszy silny spadek cen surowców. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zwłaszcza korzystną sytuację gospodarczą w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – w tym wzrost konsumpcji i poprawę w przemyśle.

Część członków Rady oceniała, że koniunkturę w strefie euro wspiera program luzowania ilościowego Europejskiego Banku Centralnego, który przyczynia się do osłabienia euro i wzrostu konkurencyjności cenowej tego obszaru walutowego. Członkowie ci wskazywali również na inne pozytywne efekty luzowania ilościowego EBC, w tym na złagodzenie kryteriów udzielania kredytów i obniżenie ich oprocentowania, które mogą sugerować początek pobudzenia akcji kredytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że program luzowania ilościowego EBC może przyczyniać się do pobudzenia wzrostu popytu także poprzez efekt majątkowy, związany z wzrostem cen aktywów, posiadanych przez gospodarstwa domowe. Zauważano też, że luzowanie ilościowe EBC doprowadziło do wzrostu oczekiwań inflacyjnych w strefie euro.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwe negatywne konsekwencje programów luzowania ilościowego, w tym możliwość tworzenia się baniek na rynku aktywów. Część członków Rady oceniała przy tym, że program zakupu aktywów w strefie euro nie ma istotnego wpływu na aktywność w sferze realnej gospodarki. Niektórzy z nich przywoływali w tym kontekście przykład Stanów Zjednoczonych, w których krótkookresowe pozytywne skutki luzowania ilościowego wynikały – ich zdaniem – ze skierowania dużej części programu banku centralnego na zakup aktywów związanych z rynkiem nieruchomości. Wobec tego, że program zakupu aktywów przez EBC w większości dotyczy obligacji skarbowych, jego efekty dla gospodarki realnej będą – ich zdaniem – niewielkie.

Część członków Rady oceniała, że źródłem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro jest dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w Grecji. Niektórzy członkowie Rady

podkreślali jednak, że skutki ewentualnej niewypłacalności tego kraju dla rynków finansowych mogą być ograniczone, ze względu na prowadzony aktualnie program luzowania ilościowego EBC, a także relatywnie niewielki udział sektora prywatnego wśród wierzycieli Grecji.

Analizując sytuację gospodarczą w Stanach Zjednoczonych członkowie Rady zwracali uwagę na spowolnienie dynamiki PKB w I kwartale br. Wskazywano przy tym na czynniki, które mogły niekorzystnie wpłynąć na dynamikę aktywności w tej gospodarce, w tym mroźną zimą, umocnienie dolara, a także wcześniejszy silny spadek cen ropy naftowej, który zmniejszył rentowność i ograniczył inwestycje producentów ropy w tym kraju. Podkreślano, że pogorszenie danych w ostatnim okresie wpłynęło na przesunięcie w czasie oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Część członków Rady uznała, że trudno jest obecnie ocenić trwałość tego spowolnienia, przy czym wciąż oczekiwana jest kontynuacja ożywienia. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że od kryzysu gospodarczego trend wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych jest w przybliżeniu stały. Wskazywali oni także, że prognozy wzrostu PKB są tam od kilku lat nadmiernie optymistyczne, co wymusza ich późniejsze rewidowanie w dół. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że negatywnie na długookresowe tempo wzrostu PKB w tej gospodarce mogły wpłynąć programy luzowania ilościowego prowadzone w przeszłości przez Rezerwę Federalną.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że poprawie perspektyw wzrostu w gospodarkach rozwiniętych towarzyszy spowalnianie dynamiki PKB w wielu gospodarkach wschodzących. Wskazywano przy tym na recesję w Rosji i na Ukrainie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ewentualna ponowna eskalacja konfliktu między tymi krajami stanowi ryzyko dla wzrostu gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała również obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego w Chinach. Oceniali oni, że nierównowagi w tej gospodarce, które są widoczne na rynku nieruchomości, a ostatnio także na rynku akcji, stwarzają ryzyko gwałtownego obniżenia się wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że wzrost roli konsumpcji (kosztem inwestycji) we wzroście PKB może ograniczać ryzyko gwałtownego spadku popytu.

Członkowie Rady wskazywali, że dynamika cen na świecie, w tym w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych wciąż jest bardzo niska, przy czym w strefie euro skala deflacji zmniejszyła się. Podkreślano, że pewnemu wzrostowi cen ropy naftowej na rynkach światowych w ostatnich tygodniach towarzyszyło nieznacznie obniżenie się cen żywności. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że obserwowany spadek cen surowców jest przejawem spadkowej fazy w ramach długookresowego cyklu na rynku surowców. W

związku z tym, argumentowali oni, że w najbliższych kilku latach inflacja na świecie pozostanie niska.

Analizując sytuację w gospodarce Polski, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację poprawy koniunktury oraz na perspektywy stopniowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, związane zarówno z czynnikami wewnętrznymi, jak i oczekiwaną dalszą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro. Członkowie Rady oceniali, że na kontynuację poprawy koniunktury wskazują dobre dane z sektora przemysłowego, w szczególności w działach przemysłu związanych z eksportem, a także przyspieszenie dynamiki produkcji w budownictwie oraz utrzymywanie się korzystnej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Oceniano, że dane o sprzedaży detalicznej i wskaźniki koniunktury konsumenckiej sugerują utrzymywanie się stabilnego wzrostu konsumpcji. Argumentowano, że koniunkturę wspiera poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost płac i zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem sprzyjającym wzrostowi płac w gospodarce może być sygnalizowany wzrost wynagrodzeń w sferze budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na strukturalne problemy polskiej gospodarki: wysoką stopę bezrobocia i niski poziom wynagrodzeń, a przez to niski udział płac w PKB. Czynniki te – argumentowali – ograniczają konsumpcję gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki wzrost inwestycji, wspierający dynamikę krajowej aktywności gospodarczej. Zauważano, że w badaniach koniunktury utrzymuje się znaczny odsetek przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje. Część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach dynamicznie inwestycji w gospodarce będzie sprzyjać napływ środków z Unii Europejskiej w ramach nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na prawdopodobne przyspieszenie dynamiki inwestycji mieszkaniowych, związane z poprawą sytuacji na rynku pracy i spadkiem oprocentowania kredytów. Członkowie ci oceniali również, że przyspieszeniu inwestycji towarzyszyć będzie wysoki wzrost zapasów, które są zwykle silnie procykliczne.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili natomiast, że choć w I półroczu br. wzrost inwestycji może spowolnić – co w ich opinii może stanowić odsunięty w czasie skutek osłabienia gospodarczego w II połowie ub. r. – to w kolejnych kwartałach można oczekiwać kontynuacji ich ożywienia. Argumentowali, że kontynuacja dynamicznego wzrostu inwestycji może być związana z ich niskim wzrostem w poprzednich latach. Inni członkowie Rady oceniali, że ze względu na znacznie szybszy wzrost inwestycji niż popytu konsumpcyjnego, dynamika inwestycji może się w kolejnych kwartałach obniżyć.

Analizując akcję kredytową w gospodarce, część członków Rady oceniała, że jej dynamika pozostaje umiarkowana. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym szczególnie uwagę na brak istotnego przyspieszenia dynamiki kredytów inwestycyjnych

dla przedsiębiorstw, pomimo spadku stóp oprocentowania tych kredytów. Członkowie ci wskazywali również, że wraz ze spadkiem oprocentowania depozytów terminowych zmalał ich udział w ogóle depozytów gospodarstw domowych, czemu towarzyszyło przyspieszenie napływu oszczędności do funduszy inwestycyjnych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że po kilku latach zacieśniania polityki fiskalnej, w bieżącym roku wpływ tej polityki na dynamikę popytu w gospodarce będzie prawdopodobnie neutralny. W kontekście finansów publicznych niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na spadek deficytu tego sektora, procedura nadmiernego deficytu wobec Polski może zostać zniesiona, co byłoby korzystne z punktu widzenia ratingu polskich obligacji, a przez to kosztów obsługi długu. Inni członkowie Rady twierdzili natomiast, że poziom deficytu sektora finansów publicznych jest stosunkowo wysoki biorąc pod uwagę obecny wzrost popytu krajowego, a wykorzystywane w poprzednich latach źródła ograniczania deficytu się wyczerpały. W rezultacie, oceniali oni, że w przypadku następnego spowolnienia gospodarczego polityka fiskalna może mieć ograniczone możliwości wspierania popytu w gospodarce.

Część członków Rady oceniała, że pomimo ożywienia aktywności gospodarczej, w gospodarce utrzymuje się ujemna luka popytowa. W rezultacie roczna dynamika cen, w tym większość miar inflacji bazowej, pozostaje ujemna. Członkowie ci podkreślali również brak presji kosztowej w gospodarce, przejawiający się dalszym spadkiem cen producenta, związanym z wcześniejszym silnym spadkiem cen surowców, a także umiarkowaną dynamiką płac nominalnych. Przywoływano w tym kontekście badania koniunktury przedsiębiorstw, które wskazują na brak ryzyka pojawienia się presji płacowej w najbliższym okresie. Podkreślano również utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, członkowie ci oceniali, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo.

Część członków Rady oceniała natomiast, że utrzymująca się deflacja jest rezultatem przede wszystkim szoków podażowych, związanych ze spadkiem cen surowców, a także niskiej inflacji w strefie euro. Niektórzy z tych członków Rady oceniali również, że w kierunku spadku cen w Polsce oddziałuje wpływ embarga na eksport niektórych polskich produktów do Rosji oraz wzrost wydajności pracy. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podażowych, inflacja w Polsce będzie rosła szybciej niż wskazuje na to marcową projekcją NBP. Szybszy wzrost inflacji będzie w ich opinii wynikał również z wyższego niż zakłada projekcja wzrostu PKB w Polsce i w jej otoczeniu, któremu towarzyszyć będzie wyższa niż w projekcji dynamika krajowych jednostkowych kosztów pracy. Argumentowali przy tym, że w ich opinii już obecnie dynamika popytu krajowego przekracza dynamikę produktu potencjalnego, co może

doprowadzić do pogorszenia salda obrotów bieżących, zwłaszcza w przypadku zahamowania poprawy *terms of trade*.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym 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 maja 2015 r.