

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 czerwca 2016 r.

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

Analizując koniunkturę za granicą wskazywano, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany i utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. W strefie euro dynamika PKB w I kw. wzrosła, jednak oceniano, że przyspieszenie to było prawdopodobnie przejściowe. Na wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro nadal negatywnie oddziałuje bowiem słaba koniunktura w krajach rozwijających się. Podkreślano jednocześnie, że mimo tych niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych w ostatnich miesiącach wyraźnie poprawiła się koniunktura w sektorze eksportowym Niemiec, będących najważniejszym partnerem handlowym Polski. Poprawa ta – wraz z dalszym ożywieniem niemieckiego popytu wewnętrznego – przyczyniła się do przyspieszenia wzrostu aktywności gospodarczej w Niemczech.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się czynniki niepewności dla koniunktury gospodarczej i sytuacji politycznej w krajach strefy euro oraz pozostałych gospodarkach UE. Wśród czynników tych wymieniano ewentualną decyzję Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z Unii Europejskiej, rozwój sytuacji politycznej we Francji i Hiszpanii, możliwe ponowne nasilenie problemów z zadłużeniem Grecji oraz kryzys migracyjny. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na niepewność dotyczącą skuteczności działań EBC w zakresie pobudzenia aktywności gospodarczej w strefie euro.

Członkowie Rady wskazywali, że w Stanach Zjednoczonych oczekiwany jest dalszy, umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej wspierany głównie przez rosnącą konsumpcję. Jednocześnie zwracano uwagę, że ostatnie informacje z rynku pracy oraz sektora usługowego mogą sygnalizować, że perspektywy tej gospodarki są gorsze niż wcześniej oceniano. W efekcie utrzymuje się niepewność co do terminu dalszych podwyżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną.

Odnosząc się do koniunktury w głównych gospodarkach wschodzących, wskazywano, że w Chinach ostatnie dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz inwestycjach sygnalizują dalsze spowolnienie aktywności gospodarczej. Z kolei w Rosji – według tamtejszych danych o rachunkach narodowych – zmniejszyła się skala spadku PKB w I kw. br. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że pozytywnie na perspektywy tej gospodarki wpływają wyższe ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, choć wpływ ten może być ograniczany przez zapowiadane przez niektóre kraje europejskie zmniejszenie importu tych surowców z Rosji.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – pozostają wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Niskie ceny surowców wraz z umiarkowaną aktywnością gospodarczą na świecie są główną

przyczyną utrzymywania się dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach na bardzo niskim poziomie.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwrócili uwagę na obniżenie dynamiki PKB w I kw. br. Członkowie Rady zaznaczyli, że główną przyczyną spowolnienia wzrostu gospodarczego był spadek nakładów brutto na środki trwałe, w tym także osłabienie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Obniżenie inwestycji wynikało częściowo z zakończenia realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych w ramach poprzedniej perspektywy budżetowej oraz efektów statystycznych związanych z realizacją w I kw. ub.r. dużych inwestycji w sektorze energetycznym. Część członków Rady oceniła, że do wyhamowania inwestycji przedsiębiorstw mogła się przyczynić niepewność dotycząca przyszłych uwarunkowań prowadzenia ich działalności, skłaniająca firmy do odkładania projektów inwestycyjnych w czasie. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że negatywnie na dynamikę PKB w I kw. br. oddziaływało pewne osłabienie dynamiki eksportu. Inni członkowie Rady oceniali, że spowolnienie PKB mogło po części odzwierciedlać relatywnie niską dynamikę aktywności gospodarczej w marcu br. związaną z niższą niż rok wcześniej liczbą dni roboczych w tym miesiącu.

Podkreślano, że wzrost PKB w I kw. był wspierany głównie przez stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego, a także zwiększenie zapasów. Rosnącej konsumpcji sprzyjała w szczególności bardzo dobra sytuacja na krajowym rynku pracy, odzwierciedlona w rekordowo wysokim zatrudnieniu oraz historycznie niskiej stopie bezrobocia. W tym kontekście część członków Rady oceniała, że poziom zatrudnienia może być nawet wyższy niż wskazują oficjalne statystyki ze względu na znaczną liczbę pracowników z Ukrainy nieujętych w tych statystykach. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi zatrudnienia sprzyja rosnąca aktywność zawodowa osób starszych oraz wydłużający się okres utrzymywania zatrudnienia przez osoby w wieku emerytalnym. Z kolei inni członkowie Rady oceniali, że wzrost zatrudnienia w ostatnich miesiącach mógł po części wynikać z oskładkowania umów cywilnoprawnych prowadzącego do zmian formy zatrudnienia części pracowników. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że choć średnia stopa bezrobocia w Polsce jest niska, to w niektórych częściach kraju bezrobocie pozostaje stosunkowo wysokie.

Dyskutując na temat perspektyw aktywności gospodarczej większość członków Rady oceniała, że spadek dynamiki PKB w I kw. br. był przejściowy. Część członków Rady wskazywała, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien przyspieszyć, choć będzie prawdopodobnie nieco niższy niż oczekiwano w marcowej projekcji. Natomiast zdaniem niektórych członków Rady, dynamikę PKB może w najbliższych kwartałach ograniczać niska dynamika inwestycji związana częściowo z niepewnością dotyczącą przyszłej koniunktury. Z kolei inni członkowie Rady byli zdania, że dynamika PKB już w II kw. może wyraźnie wzrosnąć i być wyższa od prognoz. W tym kontekście wskazywali oni na znaczne przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy w kwietniu. Jednocześnie wskazywano, że relatywnie wysokiej dynamice PKB w kolejnych kwartałach powinno sprzyjać przyspieszenie wzrostu konsumpcji wspierane

przez kontynuację poprawy sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz uruchomienie wypłat świadczeń z Programu „Rodzina 500plus”. Część członków Rady oceniała, że również perspektywy inwestycji pozostają stosunkowo korzystne. Wskazywali oni na wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych firm i ich dobrą sytuację finansową, a także prawdopodobne rozpoczęcie wydatkowania środków z nowej perspektywy budżetowej UE w II połowie br. Zaznaczano, że do wzrostu dynamiki inwestycji może się przyczynić ewentualne uruchomienie zapowiadanego rządowego programu wspierania inwestycji, choć istnieje niepewność dotycząca kształtu i momentu jego wprowadzenia. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki wskazywano, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nastąpi domknięcie luki popytowej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że jednoznaczna ocena perspektyw koniunktury w kolejnych kwartałach jest utrudniona ze względu na podwyższoną niepewność dotyczącą otoczenia polskiej gospodarki oraz perspektyw inwestycji.

Analizując procesy cenowe w Polsce, zwracano uwagę, że dynamika cen pozostaje ujemna. Członkowie Rady zaznaczali jednak, że do utrzymywania się deflacji przyczyniają się przede wszystkim czynniki zewnętrzne, w tym wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii niektórych członków Rady ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych mogą także oddziaływać zmiany strukturalne w handlu detalicznym, tj. rosnący udział sklepów dyskontowych w tym rynku. Wskazywano, że w gospodarce nie ma obecnie presji kosztowej. Zwracano uwagę, że dynamika PPI jest nadal ujemna, jednak ceny producenta po wyłączeniu dóbr związanych z energią są już wyższe niż rok temu. Utrzymywaniu się niskiej dynamiki PPI sprzyja nadal umiarkowany – pomimo bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy – wzrost wynagrodzeń. W opinii niektórych członków Rady czynnikiem ograniczającym dynamikę płac w gospodarce jest stosunkowo duża liczba pracowników z Ukrainy – otrzymujących prawdopodobnie relatywnie niskie wynagrodzenia – zatrudnionych na polskim rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że pomimo umiarkowanego tempa wzrostu płac zwiększa się ich udział w kosztach operacyjnych przedsiębiorstw.

Większość członków Rady oceniła, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że choć oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych kształtują się na bardzo niskim poziomie, to gospodarstwa domowe nie dostrzegają spadku ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych i nie odkładają w czasie zakupów. Podkreślano także, że spadek cen nie przyczynił się dotychczas do obniżenia rentowności przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że utrzymująca się deflacja może być jednym z czynników odpowiadających za spadek dynamiki inwestycji firm. Członkowie ci ocenili, że w warunkach spadku cen rośnie niepewność dotycząca przyszłej rentowności sprzedaży, co ogranicza skłonność przedsiębiorstw do rozpoczynania projektów inwestycyjnych. Członkowie Rady uznali, że należy w dalszym ciągu obserwować wpływ deflacji na sytuację finansową i decyzje podmiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen, członkowie Rady oceniali, że choć w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna, to pod koniec bieżącego roku powinna być dodatnia, a w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej prawdopodobnie powróci w pobliże dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Wskazywano, że do wzrostu dynamiki cen – oprócz wygasania efektów wcześniejszych silnych spadków cen surowców na rynkach światowych – przyczyniać się będzie prognozowane przyspieszenie wzrostu płac oraz zwiększenie świadczeń społecznych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyraźne przyspieszenie płac w kwietniu może być sygnałem pojawienia się pewnej presji płacowej w gospodarce. Wyrażali oni również opinię, że przyspieszenie wzrostu konsumpcji i zwiększenie jej wkładu do wzrostu PKB może przyczynić się do silniejszej reakcji cen na zmiany zachodzące w gospodarce realnej i szybszego od oczekiwań wzrostu dynamiki CPI. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrost dynamiki płac w kwietniu mógł być związany z przesunięciami premii w górnictwie, a dane za I kw. dotyczące całej gospodarki nie wskazują na wzrost presji płacowej.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że pomimo stabilizacji stóp procentowych NBP oprocentowanie kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw nieznacznie wzrosło w ostatnim miesiącu. Jednocześnie w poprzednich miesiącach nieco obniżyło się oprocentowanie depozytów oferowane tym podmiotom. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo to wzrost depozytów przedsiębiorstw pozostał relatywnie wysoki, co – w opinii tych członków Rady – może być związane z preferowaniem przez firmy bezpiecznych form lokowania środków finansowych w warunkach podwyższonej niepewności. Jednocześnie przyspieszył wzrost depozytów gospodarstw domowych. Zaznaczano jednak, że towarzyszył temu spadek dynamiki środków lokowanych w bardziej ryzykowne formy inwestowania i – łącznie – spowolnienie wzrostu aktywów gospodarstw domowych ogółem.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Do utrzymywania się ujemnej dynamiki cen przyczyniają się bowiem głównie czynniki zewnętrzne. Jednocześnie deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Ponadto ujemnej dynamice cen towarzyszy nadal relatywnie dobra koniunktura oraz postępująca poprawa sytuacji na rynku pracy. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Członkowie Rady oceniali, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Członkowie Rady argumentowali, że stabilizacja stóp procentowych pozwala także zachować przestrzeń do ich dostosowań w przypadku wystąpienia szoków wpływających negatywnie na krajową koniunkturę i procesy cenowe. Część członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przypadku wyraźnego

osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju, pogłębienia się deflacji lub pojawienia się sygnałów wskazujących, że wywiera ona negatywny wpływ na zachowania podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie stóp procentowych sprzyjałoby wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Inni członkowie Rady ocenili natomiast, że obniżenie stóp procentowych może mieć ograniczony wpływ na ożywienie akcji inwestycyjnej, a ewentualny wzrost inwestycji może prowadzić do uruchamiania projektów o niskiej oczekiwanej rentowności. Część członków Rady zaznaczała, że decyzja Rady powinna także uwzględniać wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego sektora finansowego.

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: 23 czerwca 2016 r.