

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

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą, a także wyników lipcowej projekcji inflacji oraz PKB.

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, wskazywano, że wzrost gospodarczy na świecie pozostaje umiarkowany i utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności są wyniki referendum w sprawie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE. Wskazywano, że w strefie euro trwa powolne ożywienie gospodarcze, zaś dane dotyczące zatrudnienia i nastrojów konsumenckich potwierdzają pozytywne perspektywy konsumpcji. Jednocześnie zwracano uwagę na nasilenie ryzyk dla przyszłego wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro w związku z wystąpieniem Wielkiej Brytanii z UE. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niepewność związana z wyjściem Wielkiej Brytanii z UE może mieć negatywny wpływ przede wszystkim na aktywność w gospodarce brytyjskiej i jej najbliższym otoczeniu. Zaznaczano jednak, że bardziej szczegółowa ocena wpływu wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE na globalną koniunkturę będzie możliwa dopiero po ustaleniu jego warunków oraz terminu.

Analizując sytuację w Stanach Zjednoczonych, wskazywano na utrzymywanie się umiarkowanego wzrostu gospodarczego w tym kraju. Podkreślano, że ocena przyszłej koniunktury w tej gospodarce jest utrudniona, ponieważ utrzymującemu się wzrostowi wydatków konsumpcyjnych i sprzedaży detalicznej towarzyszą słabsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz dalszy spadek produkcji przemysłowej.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – pozostają wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że obecnie brak jest sygnałów sugerujących ponowny spadek cen surowców w najbliższej przyszłości. Podkreślali oni jednak, że nie można całkowicie wykluczyć pojawienia się tendencji spadkowej cen ropy naftowej oraz aktywów finansowych, co mogłoby sygnalizować pogorszenie perspektyw globalnej koniunktury. Wskazywano, że niskie ceny surowców wraz z umiarkowaną aktywnością gospodarczą na świecie są główną przyczyną niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach – w tym w strefie euro.

Zwracano uwagę, że w takich warunkach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymuje stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Zaznaczano, że w czerwcu EBC rozpoczął skup obligacji korporacyjnych. Część członków Rady oceniała, że wobec nasilenia ryzyk dla przyszłej koniunktury w strefie euro, okres utrzymywania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przez EBC może zostać wydłużony. Z kolei w Stanach Zjednoczonych stopy procentowe znajdują się na niezmiennym poziomie, a niejednoznaczne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej zwiększają niepewność co do kolejnych decyzji Rezerwy Federalnej.

Analizując sytuację na światowych rynkach finansowych, członkowie Rady zwracali uwagę na wzrost awersji do ryzyka po ogłoszeniu wyników referendum w Wielkiej Brytanii. Znalazło to odzwierciedlenie w osłabieniu kursów walut i spadku cen aktywów w wielu gospodarkach, w tym w Polsce. Członkowie Rady zwracali uwagę, że reakcja rynków finansowych – choć relatywnie silna – była krótkotrwała. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wahania kursu złotego w reakcji na szoki zewnętrzne – takie jak wyniki referendum w Wielkiej Brytanii – mogą łagodzić wpływ tych szoków na koniunkturę w Polsce.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że po obniżeniu dynamiki PKB w I kw. br., w II kw. wzrost aktywności gospodarczej prawdopodobnie nieznacznie przyspieszył. Wyrażano opinię, że do wzrostu dynamiki PKB przyczyniło się prawdopodobnie przyspieszenie wzrostu konsumpcji, wspieranej przez relatywnie wysoką dynamikę funduszu płac, uruchomienie wypłat z programu „Rodzina 500 plus” oraz wyższe niż w poprzednim kwartale dopłaty bezpośrednie dla rolników. Zaznaczano, że choć wyższe dochody rozporządchalne gospodarstw domowych nie znalazły dotychczas odzwierciedlenia we wzroście dynamiki sprzedaży detalicznej, to mogły one przyczynić się do przyspieszenia wzrostu wydatków konsumpcyjnych nieuwzględnionych w tej statystyce, takich jak wydatki na usługi. Część członków Rady oceniała, że w II kw. br. – po spadku inwestycji w poprzednim kwartale – ich dynamika pozostała prawdopodobnie niska lub nawet ujemna, co było związane z utrzymującą się niepewnością co do przyszłych uwarunkowań prowadzenia działalności gospodarczej oraz powolną absorpcją środków z nowej perspektywy budżetowej UE. Odnosząc się do kształtowania się inwestycji w dłuższym okresie, niektórzy członkowie Rady podkreślali ich niski poziom w relacji do PKB, co – biorąc pod uwagę perspektywę zmniejszania się podaży pracy na skutek starzenia się społeczeństwa – może ograniczać wzrost gospodarczy w przyszłości.

Członkowie Rady zwracali uwagę na bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, znajdującą odzwierciedlenie w wysokim poziomie zatrudnienia i niskiej stopie bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że pomimo tych korzystnych uwarunkowań udział wynagrodzeń w PKB jest w Polsce niższy niż w większości krajów Unii Europejskiej. Odnosząc się do długookresowych perspektyw rynku pracy, inni członkowie Rady oceniali, że negatywnie oddziałuje na nie relatywnie niski wskaźnik aktywności zawodowej. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że problem ten może być łagodzony przez obserwowany stopniowy wzrost aktywności zawodowej wśród najstarszych pracowników.

Omawiając perspektywy koniunktury w Polsce, członkowie Rady oceniali, że po przejściowym spowolnieniu wzrostu PKB na początku br., w kolejnych kwartałach będzie się utrzymywał stabilny wzrost gospodarczy, na co wskazuje także lipcowa projekcja. Podkreślano jednocześnie, że prognozowana dynamika PKB w lipcowej projekcji jest istotnie niższa niż w poprzedniej rundzie prognostycznej. Większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB będzie prawdopodobnie nieco wyższa niż przewiduje lipcowa projekcja. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie ścieżki PKB

w lipcowej projekcji wynikało po części z uwzględnienia słabszych danych z gospodarki realnej w I kw. br., które – ze względu na ich przejściowy charakter – nie powinny mieć istotnego wpływu na oczekiwany wzrost aktywności w kolejnych kwartałach. Członkowie Rady oceniali, że wzrost gospodarczy będzie nadal wspierany głównie przez wzrost konsumpcji, który prawdopodobnie przyspieszy. Rosnącemu popytowi konsumpcyjnemu będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wynikający z rosnącego funduszu płac i wypłat świadczeń wychowawczych. Czynnikiem pobudzającym konsumpcję w kolejnych latach może być zapowiadana podwyżka płacy minimalnej, która – według niektórych członków Rady – przełoży się prawdopodobnie także na wzrost płac lepiej zarabiających pracowników. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że istnieje niepewność dotycząca wpływu podniesienia płacy minimalnej na wielkość zatrudnienia.

Odnosząc się do perspektyw inwestycji, część członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach ich dynamika prawdopodobnie wzrośnie. W tym kontekście zwracano uwagę na korzystną sytuację finansową firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności wytwórczych oraz oczekiwane przez niektórych członków Rady już w II połowie br. przyspieszenie absorpcji środków z nowej perspektywy finansowej UE. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w dalszej perspektywie istotnym czynnikiem wzrostu inwestycji – a w mniejszym stopniu także konsumpcji – może stać się zapowiadany rządowy program budownictwa na wynajem „Mieszkanie Plus”. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że ocena perspektyw inwestycji w kolejnych kwartałach jest utrudniona ze względu na niepewność co do tempa wydatkowania środków z UE oraz skłonności firm do inwestowania, a także skali programu „Mieszkanie Plus”.

Analizując potencjalne skutki wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE na polską gospodarkę, podkreślano, że ich ocena jest obciążona wysoką niepewnością. Część członków Rady wyrażała opinię, że wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na krajową aktywność gospodarczą będzie prawdopodobnie niewielki. Oceniano także, że efekty ewentualnych zmian warunków prowadzenia wymiany handlowej i dostępu do brytyjskiego rynku pracy będą ograniczone i rozłożone w czasie. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że wpływ prawdopodobnego osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki związanego z decyzją Wielkiej Brytanii na polski eksport będzie łagodzony przez pewne osłabienie złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że w przypadku ewentualnej aprecjacji złotego wzrost eksportu może spowolnić, co – wobec oczekiwanego silnego popytu wewnętrznego wspierającego wzrost importu – może przyczynić się do powstawania nierównowagi na rachunku obrotów bieżących. Inni członkowie Rady oceniali, że podwyższona niepewność związana z decyzją Wielkiej Brytanii może skłaniać inwestorów do realokacji kapitału z gospodarki brytyjskiej do innych gospodarek europejskich, w tym do Polski.

Analizując kształtowanie się cen w Polsce, zwracano uwagę, że dynamika cen konsumenta pozostaje ujemna, jednak skala deflacji w czerwcu nieznacznie się zmniejszyła. Podkreślano, że towarzyszył temu pewien wzrost miar inflacji bazowej oraz wyraźne osłabienie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Zaznaczano także, że w ostatnim

okresie wzrosła dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw, co może sygnalizować przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce.

Większość członków Rady oceniała, że utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także opinię, że ze względu na stabilne – choć niskie – oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych ryzyko pojawienia się negatywnych efektów deflacji w przyszłości jest również ograniczone. Niektórzy członkowie Rady byli z kolei zdania, że utrzymująca się deflacja może być jednym z czynników ograniczających aktywność inwestycyjną firm. Członkowie ci wskazywali, że ze względu na deflację realny koszt kredytu jest wyższy niż nominalny. W ich opinii deflacja zwiększa również niepewność dotyczącą przyszłej rentowności działalności przedsiębiorstw, co może pogarszać ocenę perspektyw koniunktury w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że relatywnie płytka deflacja może jedynie zniechęcać do realizacji inwestycji o niskiej oczekiwanej stopie zwrotu. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że spadek cen może zwiększać skłonność firm do realizowania inwestycji modernizacyjnych ze względu na potrzebę wzrostu wydajności pracy i obniżenie kosztów produkcji w warunkach spadających cen zbytu.

Odnosząc się do perspektyw dynamiki cen, wskazywano, że lipcowa projekcja przewiduje jej wzrost powyżej zera w ostatnim kwartale br. oraz powrót blisko dolnej granicy odchyień od celu od II kwartału 2017 r. Zaznaczano, że ścieżka dynamiki cen w bieżącej projekcji – mimo przewidywanego wolniejszego domykania się luki popytowej – jest jedynie nieznacznie niższa od wcześniejszych oczekiwań. Podkreślano, że do wzrostu dynamiki cen przyczyniać się będzie słabszy kurs złotego, zwiększenie świadczeń wychowawczych oraz prognozowane przyspieszenie wzrostu płac wspierane dodatkowo przez zapowiadane podwyższenie płacy minimalnej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że powinny one zostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Większość członków Rady wskazywała, że deflacja nie wywiera negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych, a w horyzoncie półtora roku oczekiwany jest wzrost dynamiki cen blisko dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Ponadto w ocenie członków Rady w kolejnych kwartałach będzie się utrzymywać zrównoważony wzrost aktywności gospodarczej. Zaznaczano, że ewentualne osłabienie popytu zewnętrznego będzie kompensowane przez rosnący popyt wewnętrzny, dodatkowo wspierany przez poluzowanie polityki fiskalnej. Członkowie Rady podtrzymali ocenę, że w takich warunkach stabilizacja stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo – zdaniem członków Rady – zwiększona niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. Część członków Rady zaznaczała, że decyzja Rady powinna także uwzględniać wpływ poziomu stóp procentowych na stabilność krajowego sektora finansowego.

Część członków Rady nie wykluczała możliwości obniżenia stóp procentowych w przyszłości 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 może być uzasadnione już w najbliższych kwartałach. Zaznaczali oni, że oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostaje wysokie w porównaniu do innych krajów europejskich i jego obniżenie – do którego przyczyniłaby się obniżka stóp procentowych NBP – sprzyjałoby wzrostowi dynamiki PKB, w szczególności pobudzając aktywność inwestycyjną. Inni członkowie Rady ocenili natomiast, że oprocentowanie kredytów inwestycyjnych jest już obecnie niskie, a obniżenie stóp procentowych mogłoby się przyczynić do uruchamiania projektów inwestycyjnych o niskiej oczekiwanej rentowności.

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: 25 sierpnia 2016 r.