

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

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

Omawiając aktywność gospodarczą w otoczeniu Polski i jej perspektywy, członkowie Rady wskazywali na obniżenie formułowanych przez ośrodki zewnętrzne prognoz wzrostu PKB na świecie i w strefie euro. Zwracali oni uwagę na dalsze pogorszenie danych z Chin w zakresie produkcji przemysłowej oraz popytu inwestycyjnego, przy stabilnym jednak wzroście popytu konsumpcyjnego. Podkreślali jednocześnie, że utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że obniżenie wzrostu w Chinach wynika głównie ze zmiany modelu gospodarczego w tym kraju na model oparty w większym stopniu na wzroście popytu konsumpcyjnego. Ta zmiana w dłuższej perspektywie powinna oddziaływać korzystnie na sytuację branż oferujących towary i usługi dla gospodarstw domowych na całym świecie, a zatem również na sytuację gospodarczą eksportujących je krajów.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że spowolnienie w Chinach i w innych krajach rozwijających się miało do tej pory ograniczony wpływ na aktywność gospodarczą u głównych partnerów handlowych Polski, lecz nie można wykluczyć, że będzie on większy w przyszłości. W strefie euro utrzymuje się umiarkowane ożywienie, wspierane głównie przez poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost popytu konsumpcyjnego, choć sytuacja w poszczególnych krajach członkowskich unii walutowej jest zróżnicowana. W Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, wzrost aktywności gospodarczej pozostał stabilny. Ponadto – w świetle danych ankietowych – utrzymał się wysoki poziom zamówień eksportowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że struktura spowolnienia gospodarczego w Chinach – polegającego na obniżeniu dynamiki inwestycji i związanej z nimi produkcji przemysłowej – może być niekorzystna dla Niemiec z uwagi na istotne znaczenie dóbr kapitałochłonnych w niemieckim eksporcie do Chin.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że choć dane o aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych były w ostatnim okresie nieco gorsze od oczekiwań, tym niemniej wciąż wzrost PKB w tym kraju jest wysoki na tle innych głównych gospodarek rozwiniętych, do czego przyczynia się dalsza poprawa na rynku pracy. Zwrócili oni jednak uwagę, że współczynnik aktywności zawodowej w Stanach Zjednoczonych jest najniższy od lat 70-tych, co może wskazywać na niskie wykorzystanie zasobów w tej gospodarce.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady podkreślali, że nowa fala spadku cen surowców w ostatnich miesiącach przełożyła się na obniżenie inflacji w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro, gdzie dynamika cen była we wrześniu ponownie ujemna. Zwracali oni także uwagę na obniżenie oczekiwań inflacyjnych w strefie euro oraz na rewizję w dół prognoz inflacji w wielu krajach rozwiniętych.

Członkowie Rady wskazywali na utrzymującą się niepewność dotyczącą perspektyw polityki pieniężnej za granicą. Podkreślali, że w świetle oczekiwań rynków finansowych Rezerwa Federalna może odłożyć w czasie podwyżki stóp procentowych. Z kolei Europejski Bank Centralny nie wyklucza rozszerzenia swojego programu zakupu aktywów finansowych, co – w ocenie niektórych członków Rady – oddziałując w kierunku wyższej aktywności gospodarczej w strefie euro, w tym w Niemczech, może być korzystne również dla polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że na rynkach finansowych utrzymuje się podwyższona zmienność, której towarzyszy dalsza deprecjacja walut wielu krajów wschodzących, w tym – choć w znacznie mniejszym stopniu – złotego.

W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że łagodna polityka pieniężna głównych banków centralnych przyczyniała się w ostatnich latach do silnego wzrostu cen aktywów i nieruchomości. Wskazali oni na ryzyko gwałtowniejszej niż obserwowano ostatnio korekty cen aktywów na świecie, której skala może być wzmacniana przez niską płynność na niektórych rynkach. Podkreślali oni, że perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysu zadłużeniowego w wielu krajach rozwijających się, zwłaszcza w tych, gdzie w ostatnich latach znacząco wzrosła skala emisji papierów dłużnych denominowanych w dolarze amerykańskim. Zdaniem tych członków Rady, taki kryzys mógłby – przez powiązania gospodarcze i finansowe – przenieść się do innych gospodarek, w tym do niektórych krajów członkowskich strefy euro.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady oceniali, że pomimo zewnętrznych ryzyk, uwarunkowania dla wzrostu gospodarczego w Polsce pozostają korzystne. Jako główne czynniki wspierające wzrost członkowie Rady wskazywali wciąż dobrą sytuację na krajowym rynku pracy, poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw, wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych oraz stabilny przyrost akcji kredytowej. Korzystnie na tempo wzrostu powinna wpływać również wysoka cenowa konkurencyjność polskiej gospodarki, przy utrzymującym się ożywieniu gospodarczym u głównych partnerów handlowych. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w miesiącach letnich dynamiki produkcji i sprzedaży detalicznej były niższe od oczekiwań, a niektóre wskaźniki koniunktury w przemyśle we wrześniu obniżyły się do najniższych od roku poziomów, co może sygnalizować osłabienie tendencji wzrostowych. Niektórzy z nich wyrażali opinię, że wyhamowanie wzrostu aktywności w polskim przemyśle w ostatnim okresie może mieć charakter cykliczny, natomiast inni uważali, że ma ono raczej związek z dostosowaniem wielkości produkcji przemysłowej do obniżonego popytu na dobra trwałego użytku i dobra inwestycyjne w gospodarce światowej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy wzrost zatrudnienia i systematyczny spadek stopy bezrobocia, a także umiarkowany wzrost płac. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że kontynuacja zatrudnienia przy umiarkowanej dynamice płac świadczy o utrzymaniu przez przedsiębiorstwa pozytywnej oceny w zakresie przyszłej koniunktury. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że na rynku pracy zwiększa się niedopasowanie, wynikające z trudności z pozyskiwaniem pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. W konsekwencji skala poprawy sytuacji na

rynku pracy, mierzona wzrostem zatrudnienia, w ostatnich miesiącach nieco się zmniejszyła.

W trakcie dyskusji na temat sytuacji finansowej gospodarstw domowych, zwracano uwagę na wzrost stopy dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych w ostatnim okresie. Zdaniem części członków Rady prawdopodobny wzrost skłonności do oszczędzania może ograniczać wzrost konsumpcji w kolejnych kwartałach. Większość z nich podkreślała jednocześnie, że w dłuższym okresie wzrost stopy oszczędności jest korzystny dla polskiej gospodarki, choć niektórzy z nich uważali, że może on wpływać niekorzystnie na popyt zagregowany zarówno w krótkim, jak i w dłuższym okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali dodatkowo na pewne przyspieszenie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach.

Odnosząc się do sytuacji finansowej przedsiębiorstw, członkowie Rady wskazywali na jej poprawę, w tym na ponowny wzrost zysków firm. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na wzrost dynamiki kredytów korporacyjnych w ostatnim okresie, związany z przyspieszeniem wzrostu kredytów bieżących, przy stabilnej dynamice kredytów inwestycyjnych.

Członkowie Rady podkreślali również, że sytuacja w sektorze finansowym jest stabilna. Podtrzymali jednak ocenę, że ewentualne przewalutowanie części kredytów denominowanych w walutach obcych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności, mogącym niekorzystnie wpłynąć na sytuację w polskim sektorze bankowym.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, członkowie Rady oceniali, że powinien być on zbliżony do prognozowanego w lipcowej projekcji NBP. Podkreślali oni jednocześnie, że – głównie z uwagi na procesy zachodzące w ostatnich miesiącach w otoczeniu polskiej gospodarki – od czasu publikacji projekcji ryzyka dla wzrostu gospodarczego nieco się zwiększyły. Członkowie Rady wskazywali też, że wzrost ekspansywności polityki fiskalnej, związany zarówno z realizacją projektu ustawy budżetowej na 2016 r., jak i obietnicami wyborczymi, może oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, lecz z drugiej strony – zdaniem części członków Rady – może on również zagrażać stabilności finansów publicznych w dłuższym okresie.

Rozważając ewentualne konsekwencje pogorszenia perspektyw wzrostu w Chinach dla koniunktury w Polsce, większość członków Rady wskazywała, że powinny być one ograniczane przez niewielki udział Chin w polskim eksporcie i dalsze ożywienie gospodarcze w strefie euro. Jednak niektórzy członkowie Rady byli zdania, że już występujące, jak i ewentualne dalsze wstrząsy w gospodarce światowej mogą wywierać silny negatywny wpływ na koniunkturę w Polsce z uwagi na ograniczone możliwości prowadzenia antycyklicznej polityki gospodarczej w warunkach znacznej – w ich ocenie – nierównowagi w sektorze finansów publicznych i niskiego poziomu stóp procentowych.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce, zwracano uwagę na nieznaczne pogłębienie się deflacji we wrześniu spowodowane ponownym spadkiem cen surowców na świecie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na nasilenie się spadku cen produkcji sprzedanej, co – wraz z niską dynamiką jednostkowych kosztów

pracy – ogranicza ryzyko wzrostu presji kosztowej. W ocenie członków Rady w kolejnych miesiącach inflacja powinna jednak stopniowo rosnąć, choć – jak podkreślała większość członków Rady – wzrost inflacji będzie prawdopodobnie nieco wolniejszy niż przewidywano w projekcji lipcowej, a od I kw. 2016 r. może on wyhamować, kształtując się w kolejnych miesiącach nieco poniżej dolnej granicy odchyień od celu. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko wyższej inflacji w kolejnych kwartałach, związane ze wzrostem napięć na krajowym rynku pracy, względnie wysoką skalą podwyżek proponowanych przez przedsiębiorców oraz prawdopodobny – ich zdaniem – wzrost cen żywności, spowodowany niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi w niektórych rejonach świata.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że wobec braku wyraźniejszego przełożenia się ryzyk w otoczeniu polskiej gospodarki na wzrost gospodarczy i oczekiwanego 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. Niektórzy członkowie Rady ponadto uważali, że dalsze obniżanie stóp procentowych nie przełożyłoby się w istotnym stopniu na wzrost akcji kredytowej, a jednocześnie mogłoby spowodować obniżenie dobrowolnych oszczędności gospodarstw domowych.

Niektórzy członkowie Rady wyrazili natomiast opinię, że w najbliższych miesiącach Rada powinna rozważyć możliwość obniżenia stóp procentowych. W ich ocenie, niższy poziom stóp procentowych, oddziałując w kierunku wyższego popytu krajowego, ograniczałby skalę ewentualnego spowolnienia gospodarczego, wynikającego z pogorszenia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Argumentowali oni ponadto, że złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce zmniejszałoby dysparytet pomiędzy stopami krajowymi i zagranicznymi, w tym strefy euro, gdzie łagodna polityka pieniężna może być prowadzona przez dłuższy okres, niż dotychczas oczekiwano.

W ocenie niektórych członków Rady w nadchodzących miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Za takim scenariuszem przemawia – ich zdaniem – perspektywa szybszego – w ich ocenie – wzrostu inflacji niż wskazywała projekcja lipcowa, a także wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. W opinii tych członków Rady podwyższenie stóp procentowych zwiększałoby przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów.

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: 22 października 2015 r.