

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 marca 2016 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady uznali, że wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej. Zwracano uwagę, że w głównych gospodarkach rozwiniętych – w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – utrzymuje się stabilny wzrost konsumpcji, związany z kontynuacją poprawy sytuacji na tamtejszych rynkach pracy. Wskazywano jednak, że wzrost PKB w obu gospodarkach jest ograniczany przez niską dynamikę inwestycji i osłabienie wzrostu eksportu. Podkreślano, że do obniżenia dynamiki eksportu, zwłaszcza strefy euro, przyczynia się pogorszenie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, w szczególności w Chinach. Wskazywano dodatkowo na obserwowane w wielu gospodarkach pogorszenie koniunktury w przemyśle i jej znaczne wahania. Osłabienie eksportu i powiązane z tym pogorszenie koniunktury w sektorze przemysłowym jest widoczne także w Niemczech. Może ono oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki polskiego eksportu i produkcji przemysłowej, co wynika z silnych powiązań polskiego i niemieckiego sektora przemysłowego w ramach tzw. globalnych sieci podaży. Jednocześnie podkreślano, że pomimo osłabienia eksportu w niemieckiej gospodarce utrzymuje się ożywienie, któremu sprzyja wzrost popytu krajowego, częściowo stymulowany przez zwiększone wydatki publiczne.

Członkowie Rady oceniali, że w ostatnich miesiącach istotnie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej. Źródłem tej niepewności jest zarówno ryzyko silniejszego pogorszenia koniunktury w Chinach oraz innych gospodarkach wschodzących, jak i przełożenia tego osłabienia na aktywność w gospodarkach rozwiniętych. W związku z tym podkreślano, że prognozy wzrostu gospodarczego na świecie przez wiele instytucji międzynarodowych zostały obniżone. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że obniżenie tych prognoz mogło wynikać z utrzymującej się od kilkunastu miesięcy tendencji spadkowej cen aktywów na rynkach rozwiniętych i wschodzących.

Członkowie Rady podkreślali, że ceny surowców energetycznych i rolnych – mimo pewnego wzrostu w ostatnim okresie – utrzymują się na niskim poziomie, co pozostaje główną przyczyną niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji na świecie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na czynniki, które mogą oddziaływać w kierunku niskich cen surowców w dłuższym okresie. Podkreślano przy tym m.in. możliwość dalszego obniżenia cen gazu ze względu na sygnały zwiększenia eksportu tego surowca przez niektórych jego producentów. Część członków Rady zwracała z kolei uwagę, że nie

można wykluczyć wzrostu cen surowców, w tym ropy naftowej, do czego mogłoby przyczynić się zwiększenie napięć geopolitycznych.

Wskazywano, że niepewność dotycząca gospodarki światowej oddziałuje negatywnie na nastroje na rynkach finansowych. W efekcie w ostatnich miesiącach nastąpił odpływ kapitału z wielu gospodarek wschodzących, co znalazło odzwierciedlenie w spadku cen wielu aktywów w tych krajach oraz deprecjacji ich walut. Zwracano uwagę na wyraźne osłabienie złotego, spadek cen akcji na polskiej giełdzie, a także odpływ kapitału z rynku obligacji skarbowych. Członkowie Rady podkreślali jednak, że w ostatnich tygodniach widoczna była poprawa nastrojów inwestorów, czego efektem była m.in. aprecjacja złotego.

Wskazywano, że w ostatnich miesiącach wzrosło prawdopodobieństwo, iż główne banki centralne będą utrzymywać ekspansywną politykę pieniężną dłużej, niż dotychczas sądzono. W związku z tym zwracano uwagę na ponowne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC, w tym obniżenie stopy depozytowej do bardziej ujemnego poziomu i znaczące zwiększenie skali comiesięcznych zakupów aktywów finansowych. Podkreślano również, że w Stanach Zjednoczonych – mimo podwyższenia stóp procentowych w grudniu ub.r. i zapowiedzi dalszych podwyżek – wzrosła niepewność co do kierunku przyszłej polityki pieniężnej Fed.

Członkowie Rady wskazywali na możliwe konsekwencje dalszego luzowania monetarnego przez EBC dla polskiej gospodarki. Podkreślano, że może ono oddziaływać w kierunku obniżenia rentowności polskich obligacji skarbowych i umocnienia złotego, choć – jak podkreślali niektórzy członkowie Rady – przez większą część okresu obowiązywania programu zakupu aktywów EBC kurs złotego względem euro był relatywnie stabilny. Część członków Rady zwracała uwagę, że obniżenie stopy depozytowej EBC do bardziej ujemnego poziomu może także stwarzać ryzyko zwiększonego napływu kapitału do polskiego sektora bankowego, choć obecnie trudno ocenić skalę ryzyk z tym związanych.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano, że – pomimo wzrostu zewnętrznych ryzyk – w kraju utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, a w IV kwartale ub.r. dynamika PKB nawet nieznacznie przyspieszyła. Zaznaczano przy tym, że głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostaje popyt krajowy. Zwracano uwagę na nieznaczne przyspieszenie wzrostu inwestycji oraz stabilny wzrost konsumpcji, wspierany przez poprawę na rynku pracy, w tym wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, która znajduje się na najniższym poziomie od 2008 r. Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wzrostowi popytu konsumpcyjnego sprzyja także poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Popyt inwestycyjny jest natomiast wspierany przez dobrą sytuację finansową firm oraz wyższe od długookresowej średniej wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Podkreślano, że – pomimo osłabienia wzrostu eksportu i wskaźników koniunktury w przemyśle u głównego partnera handlowego Polski – dynamika polskiego eksportu pozostaje dodatnia, a w krajowym sektorze przemysłowym utrzymują się korzystne nastroje. Wskazywano także, iż stabilnemu wzrostowi popytu krajowego sprzyja również umiarkowany wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali

dodatkowo uwagę, że badania ankietowe nie wskazują, by problemy z dostępnością finansowania były istotną przeszkodą przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez polskie przedsiębiorstwa.

Omawiając perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce, zwracano uwagę, że marcowa projekcja PKB przewiduje utrzymanie się stabilnego wzrostu PKB w kolejnych latach. Wskazywano także na prognozowane przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, wspieranego przez rosnące zatrudnienie oraz wzrost dynamiki płac, a także zwiększenie transferów na rzecz gospodarstw domowych związane z wprowadzeniem programu „Rodzina 500+”. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na możliwość przyspieszenia wzrostu inwestycji, któremu miałyby – ich zdaniem – sprzyjać przewidywany w projekcji wzrost dynamiki konsumpcji. Rosnące inwestycje powinny zwiększać zdolności produkcyjne gospodarki, co w średnim okresie będzie łagodzić presję cenową związaną z oczekiwanym zwiększeniem dynamiki popytu konsumpcyjnego. Członkowie ci wskazywali ponadto, że przyspieszenie popytu krajowego może – wobec umiarkowanego wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki – prowadzić do zwiększenia się deficytu na rachunku obrotów bieżących i pogorszenia nierównowagi zewnętrznej.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, wskazywano na wciąż ujemną dynamikę cen, której głównym powodem jest nadal – podobnie jak w innych krajach – spadek cen surowców, który nastąpił w ostatnich kwartałach. W kierunku obniżenia dynamiki CPI oddziałuje dodatkowo niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski. Podkreślano, że niskiej dynamice cen towarów i usług konsumpcyjnych w kraju sprzyja również brak presji płacowej, pomimo wyraźnej poprawy na rynku pracy. Część członków Rady wskazywała przy tym na utrzymującą się niską dynamikę jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali ponadto opinię, że w kierunku niższych cen żywności oddziałuje embargo na eksport towarów żywnościowych do Rosji. Wskazywali oni również na utrzymującą się ujemną dynamikę cen odzieży i obuwia, która może być – ich zdaniem – pogłębiana przez obniżenie popytu zagranicznych konsumentów na te towary, związane m.in. z trwającą w Rosji i Ukrainie recesją i silną deprecjacją ich walut.

Omawiając wyniki marcowej projekcji inflacji, zwracano uwagę, że projekcja ta przewiduje wzrost dynamiki CPI powyżej zera w IV kwartale br. i jej powrót do przedziału odchyień od celu w horyzoncie dwóch lat. Wskazywano jednocześnie na prognozowany systematyczny wzrost inflacji bazowej, wspierany przez przyspieszenie popytu krajowego, a także oczekiwany wzrost dynamiki płac oraz zwiększenie konsumpcji gospodarstw domowych na skutek wprowadzenia programu „Rodzina 500+”. Niektórzy członkowie Rady podkreślali dodatkowo, że efekty silnego spadku cen surowców w II połowie ub.r. i na początku br. powinny stopniowo wygasać, co będzie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji CPI pod koniec horyzontu projekcji. Zdaniem niektórych członków Rady wzrost dynamiki cen związany z przyspieszeniem popytu konsumpcyjnego oraz dobrą sytuacją na rynku pracy może być wyższy niż przewidywany w projekcji.

Dyskutując na temat skutków ujemnej dynamiki CPI w Polsce, część członków Rady wskazywała, że jak dotąd nie widać negatywnych zjawisk związanych z deflacją, w

szczegółności odkładania wydatków przez gospodarstwa domowe oraz inwestycji przez przedsiębiorstwa. Niektórzy z nich zwracali ponadto uwagę, że ryzyko utrwalenia się deflacji w Polsce jest niskie ze względu na bardzo dobrą sytuację na polskim rynku pracy, której efektem jest stabilny wzrost nominalnych płac. Inni członkowie Rady oceniali z kolei, że wraz z przedłużaniem się okresu ujemnej dynamiki cen ryzyko odkładania wydatków, zwłaszcza inwestycyjnych finansowanych kredytem, przez podmioty gospodarcze się zwiększa. W związku z tym członkowie Rady uznali, że należy nadal monitorować wpływ niskiej dynamiki cen na zachowania podmiotów gospodarczych.

Dyskutując na temat stóp procentowych w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione na bieżącym posiedzeniu. Członkowie Rady zaznaczali, że obserwowana obecnie niska dynamika cen jest związana głównie z czynnikami znajdującymi się poza kontrolą krajowej polityki pieniężnej. Natomiast w nadchodzących kwartałach wzrost CPI będzie wspierany przez stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w kraju. Taką ocenę wspiera marcową projekcja inflacji i PKB.

Rada podtrzymała ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Członkowie Rady podkreślali, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia dodatkowo zwiększona niepewność dotycząca uwarunkowań zewnętrznych Polski, w tym utrzymujące się ryzyka dla światowej koniunktury oraz zmienne nastroje na rynkach finansowych. Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest także utrzymująca się niepewność co do perspektyw polityki fiskalnej po 2016 r. Ponadto członkowie Rady uznali, że decyzje o poziomie stóp procentowych powinny uwzględniać ich potencjalny wpływ na stabilność krajowego sektora finansowego.

Większość członków Rady wyrażała także opinię, że w tych warunkach utrzymywanie obecnego poziomu stóp procentowych pozwala zachować przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w razie wystąpienia negatywnych wstrząsów, które miałyby prowadzić do pogorszenia koniunktury i obniżenia dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady nie wykluczali konieczności obniżenia stóp procentowych w przypadku pojawienia się sygnałów negatywnych zjawisk związanych z procesami deflacyjnymi, choć obecnie prawdopodobieństwo ich wystąpienia oceniali jako niskie.

Niektórzy członkowie Rady byli z kolei zdania, że w najbliższych kwartałach uzasadnione może być rozważenie okoliczności zmiany nastawienia polityki pieniężnej. Mogłoby przemawiać za tym pojawienie się presji inflacyjnej, związanej z korzystną sytuacją na rynku pracy i oczekiwanym przyspieszeniem popytu konsumpcyjnego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 17 marca 2016 r.