

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz wyników lipcowej projekcji inflacji i PKB.

Analizując kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na utrwalające się ożywienie gospodarcze w strefie euro. Wskazywano, że trwałemu wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyja dalszy spadek bezrobocia, wcześniejsza silna deprecjacja euro oraz dobre nastroje konsumentów i przedsiębiorców. Zaznaczano, że wraz z poprawą koniunktury i rosnącą dostępnością finansowania, zwiększa się tam także dynamika akcji kredytowej. Zwracano także uwagę na dobrą sytuację gospodarczą oraz korzystne prognozy PKB dla Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski. Część członków Rady wskazywała ponadto na przejściowy charakter spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w I kwartale. Członkowie ci zaznaczali, że o korzystnych perspektywach tej gospodarki świadczy dobra sytuacja na rynku pracy, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz przyspieszający wzrost sprzedaży detalicznej.

Część członków Rady podkreślała, że pomimo poprawy koniunktury w strefie euro, wzrost aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym pozostaje relatywnie niski. Zwracano także uwagę, że ryzykiem dla dalszego ożywienia gospodarczego w strefie euro może być ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wystąpienie z tego obszaru walutowego. Podkreślano, że dotychczas reakcja rynków finansowych na sytuację w Grecji była umiarkowana. Jednocześnie wskazywano, że niepowodzenie negocjacji z wierzycielami może negatywnie oddziaływać na nastroje podmiotów gospodarczych i koniunkturę w strefie euro i na świecie. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie efekty niewypłacalności Grecji byłyby prawdopodobnie słabsze niż gdyby miała ona miejsce w poprzednich latach.

Część członków Rady wskazywała także, że istotnym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarki globalnej pozostaje słaba koniunktura w największych gospodarkach wschodzących. Argumentowano, że relatywnie niski wzrost aktywności w tych gospodarkach oddziałuje negatywnie na dynamikę eksportu krajów rozwiniętych, w tym Niemiec. Wskazywano w szczególności na gorszą niż w poprzednich latach koniunkturę w Chinach i skutki przeinwestowania na rynku nieruchomości w tym kraju. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady ocenili, że negatywny wpływ na sytuację

gospodarczą w Chinach oraz nastroje na światowych rynkach finansowych może mieć także silny spadek cen akcji na giełdach w tym kraju.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych na świecie, wskazywano na wzrost dynamiki cen w wielu gospodarkach w ostatnim okresie. Zaznaczano jednak, że wobec umiarkowanego wzrostu w gospodarce globalnej oraz utrzymujących się stosunkowo niskich cen surowców, presja inflacyjna w gospodarce globalnej pozostaje bardzo niska. Zwracano uwagę, że zarówno w strefie euro, Stanach Zjednoczonych, jak i średnio w krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen jest jedynie nieznacznie wyższa od zera.

Analizując sytuację na światowych rynkach surowcowych wskazywano, że ceny ropy naftowej w ostatnim okresie nieznacznie się obniżyły. Z kolei ceny surowców rolnych silnie wzrosły w reakcji na obawy o niskie zbiory związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera. Jednocześnie podczas gdy EBC zapowiada kontynuację skupu aktywów przynajmniej do września 2016 r., Fed sygnalizuje rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych jeszcze w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli ponadto, że w ostatnim okresie politykę pieniężną złagodziły niektóre banki centralne w najbliższym otoczeniu Polski – Szwecji, Norwegii i Węgier – a także banki największych gospodarek wschodzących – Indii, Rosji i Chin.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki część członków wyrażała opinię, że dynamika PKB w II kwartale br. utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Członkowie Rady oceniali, że głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostała prawdopodobnie konsumpcja, której sprzyjał dalszy wzrost dochodów realnych gospodarstw domowych oraz ich pozytywne nastroje. Wskazywano, że dynamikę aktywności gospodarczej w II kw. wspierał także dalszy wzrost inwestycji. Argumentowano, że aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw sprzyjała ich dobra sytuacja finansowa, umożliwiającą finansowanie projektów inwestycyjnych ze środków własnych. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej na początku II kwartału oraz sprzedaży budowlano-montażowej w maju, a także jedynie umiarkowany wzrost sprzedaży detalicznej. Niektórzy z tych Członków Rady ocenili, że może to sygnalizować stabilizację wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach na poziomie zbliżonym do I kwartału lub nawet jego nieznaczne osłabienie.

Członkowie Rady ocenili, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. W szczególności ma miejsce dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ustabilizowała

się, a wzrost płac nominalnych w tym sektorze spowolnił w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że dynamika płac realnych pozostaje wysoka i przekracza dynamikę wydajności pracy. W opinii tych członków utrzymanie takiej sytuacji – na co wskazuje lipcowa projekcja – może przyczyniać się do niekorzystnych zmian strukturalnych w gospodarce, w szczególności hamować dalszy wzrost udziału przemysłu w wartości dodanej. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że relatywnie szybki wzrost płac realnych jest uzasadniony, biorąc pod uwagę relatywnie niski udział płac w PKB w Polsce. Członkowie ci wyrażali opinię, że wysoka dynamika płac realnych nie musi mieć negatywnych skutków dla gospodarki, ponieważ wraz z rosnącym zaawansowaniem technologicznym i innowacyjnością produkcji rosnąć będzie wydajność pracy.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki polskiej Członkowie Rady zaznaczali, że wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego w ostatnim okresie nieco spowolnił. Wskazywano, że wzrostowi dynamiki depozytów bieżących towarzyszył spadek dynamiki depozytów terminowych. Jednocześnie przyspieszył wzrost gotówki w obiegu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że źródłem ryzyka dla stabilności finansowej może być utrzymujący się szybki wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych, przy rosnącym udziale gospodarstw domowych, których dochody – po pokryciu kosztów odsetkowych – są niższe niż minimum socjalne. Członkowie ci byli również zdania, że negatywnym zjawiskiem jest rosnący odsetek firm, które nie są w stanie pokryć płatności odsetkowych z wypracowanego zysku. Większość członków Rady oceniała jednak, że w sferze finansowej brak jest obecnie nierównowag oraz wyraźnych ryzyk ich powstania w przyszłości. Część z tych członków Rady podkreślała, że dynamika kredytów mieszkaniowych w ujęciu transakcyjnym obniżyła się do poziomu najniższego od ponad dekady. Zaznaczali oni także, że ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych w przyszłości będzie ograniczane przez systematyczne zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV. Odnosząc się do zdolności przedsiębiorstw do realizacji zobowiązań kredytowych, członkowie ci zwracali uwagę, że udział kredytów z opóźnieniem w spłacie nie zwiększa się i pozostaje na umiarkowanym poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście lipcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB ma być w całym horyzoncie relatywnie stabilna i zbliżona do 3,5%. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że centralna ścieżka lipcowej projekcji kształtuje się nieco powyżej tempa wzrostu prognozowanego w projekcji marcowej. W świetle aktualnej projekcji, wzrost gospodarczy ma być w całym horyzoncie wspierany przede wszystkim rosnącą konsumpcją, a także nadal relatywnie wysoką – pomimo pewnego osłabienia w drugiej połowie 2016 r. – dynamiką inwestycji.

Część członków Rady zaznaczała, że przy prognozowanym wzroście PKB, luka popytowa domknie się w bieżącym roku i w kolejnych latach będzie zbliżona do zera.

Zdaniem niektórych członków Rady wzrost gospodarczy może być jednak szybszy niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Do wyższej dynamiki PKB może przyczynić się – zdaniem tych członków Rady – nieco słabszy niż uwzględniono w projekcji kurs złotego. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji złotego oddziaływać może ryzyko polityczne związane z wyborami parlamentarnymi, a także – rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych przez Fed.

Część członków Rady zwracała z kolei uwagę na ryzyka w dół dla prognozowanej ścieżki wzrostu gospodarczego. W szczególności wskazywano, że ewentualna niewypłacalność Grecji i jej wyjście ze strefy euro mogłoby przyczynić się do wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych. To z kolei – zdaniem tych członków Rady – mogłoby skutkować wzrostem kosztów obsługi długu, a także odpływem kapitału portfelowego z Polski i deprecjacją złotego zwiększającą obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu kredytów walutowych. Niekorzystny rozwój sytuacji Grecji mógłby także przyczynić się do pogorszenia koniunktury w strefie euro, co z kolei miałooby negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Większość członków Rady była jednak zdania, że wpływ zaburzeń związanych z Grecją na polską gospodarkę będzie prawdopodobnie ograniczony.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem niepewności jest kształt polityki fiskalnej w przyszłym roku. Członkowie ci podkreślali, że istnieje ryzyko jej poluzowania, szczególnie wobec zdjęcia procedury nadmiernego deficytu wobec Polski.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę na stopniowy wzrost dynamiki cen. Część członków Rady podkreślała jednak, że osłabienie deflacji wynikało wyłącznie ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii. Jednocześnie większość członków Rady oceniała, że wobec umiarkowanego wzrostu popytu i płac nominalnych oraz nadal ujemnej luki popytowej, w gospodarce nie występuje presja inflacyjna. Wskazuje na to – w opinii tych członków Rady – nadal bardzo niski poziom inflacji bazowej oraz dalszy spadek cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym. Członkowie Rady zwracali również uwagę na pozostające na bardzo niskim poziomie oczekiwania inflacyjne.

Omawiając perspektywy inflacji podkreślano, że zgodnie z lipcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, dynamika cen w IV kw. br. wzrośnie powyżej zera i w kolejnych latach będzie stopniowo zmierzać w kierunku celu inflacyjnego. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że dynamika cen może być niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika cen będzie prawdopodobnie wyższa od wskazywanej w lipcowej

projekcji, do czego przyczynić się może nieco słabszy kurs złotego, niż uwzględniono w projekcji, a także wyższa od przyjętej dynamika cen energii i żywności.

Odnosząc się do decyzji o stopach procentowych większość członków Rady uznała, że w kolejnych latach prawdopodobny jest stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu, ale nie ma zagrożenia przekroczenia celu w średnim okresie. Jednocześnie projekcja i prognozy zewnętrzne wskazują, że wzrost gospodarczy w kolejnych latach będzie zbliżony do potencjalnego i nie powinien prowadzić do pojawienia się nierównowag w gospodarce. Ponadto na rynku pracy utrzymuje się korzystna sytuacja, której nie towarzyszy jednak wzrost presji płacowej. W takiej sytuacji, a także uwzględniając to, że wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen będzie się obniżał poziom realnych stóp procentowych, uzasadniona jest stabilizacja poziomu nominalnych stóp procentowych na obecnym poziomie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przy utrzymaniu nominalnych stóp na niezmiennym poziomie i stopniowym wzroście dynamiki cen realne stopy procentowe mogą w przyszłym roku zbliżyć się do zera. Ponadto członkowie ci wyrażali opinię, że niska dynamika cen energii i żywności maskuje presję płacową w gospodarce i zawyża saldo obrotów bieżących, przez co – wraz z ustąpieniem szoków powodujących niskie ceny surowców i żywności – w gospodarce mogą zacząć narastać nierównowagi makroekonomiczne. Z tych względów w kolejnych kwartałach uzasadnione może być – ich zdaniem – rozważenie podwyższenia stóp procentowych.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że obecnie trudno określić kierunek przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sytuacji w otoczeniu Polski i jej wpływu na polską gospodarkę.

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: 20 sierpnia 2015 r.