

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 listopada 2015 r.

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

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych, któremu towarzyszy spowalnianie wzrostu PKB w największych gospodarkach wschodzących, a w niektórych z nich nawet recesja. Wskazywali przy tym, że w Stanach Zjednoczonych – pomimo trwającego ożywienia – napływające w ostatnim okresie dane były nieco słabsze. W tym kontekście podkreślano obniżenie się tempa wzrostu PKB w III kw., wolniejszą poprawę sytuacji na rynku pracy, niższą dynamikę produkcji przemysłowej i pogorszenie nastrojów przedsiębiorców. Oceniano jednak, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych było najprawdopodobniej przejściowe.

Członkowie Rady podkreślali, że w strefie euro wzrost gospodarczy utrzymuje się na stabilnym – choć umiarkowanym – poziomie. Sprzyja mu wzrost popytu konsumpcyjnego, a także wzrost eksportu, który jest częściowo związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że dynamika inwestycji pozostaje niska. Część członków Rady oceniała, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez ekspansywną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu popytu w tej gospodarce jest silny spadek cen surowców zwiększający realne dochody do dyspozycji, a wpływ polityki pieniężnej EBC na koniunkturę jest niewielki.

Omawiając perspektywy koniunktury w strefie euro część członków Rady wskazywała, że czynnikiem ryzyka dla tej gospodarki jest spowolnienie dynamiki aktywności w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach i Rosji. Spowolnienie to przełożyło się już na spadek eksportu strefy euro do tych gospodarek. Część członków Rady podkreślała jednak, że w ostatnim okresie ryzyko gwałtownego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Chinach zmalało, na co wskazują lepsze od oczekiwań dane o PKB. Ponadto wskazywali oni, że dotychczasowe spowolnienie gospodarcze w Chinach nie wywarło silnie negatywnego wpływu na aktywność gospodarczą w strefie euro. Niektórzy z nich argumentowali również, że – mimo spowolnienia – wzrost w Chinach pozostanie wyraźnie wyższy niż w gospodarkach rozwiniętych, przez co nie będzie to silnie ograniczać wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowymi czynnikami wspierającymi wzrost aktywności w strefie euro może być napływ imigrantów i związany z nim wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych. Koniunkturę mogą wspierać także inwestycje finansowane przez Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, członkowie Rady podkreślali, że utrzymuje się niepewność co do jej perspektyw. Wskazywano, że pomimo nieco gorszych danych w Stanach Zjednoczonych, Rezerwa Federalna zapowiada podwyżkę stóp procentowych w najbliższych miesiącach. EBC sygnalizuje natomiast dalsze luzowanie polityki pieniężnej ze względu na utrzymywanie się bardzo niskiej dynamiki cen w strefie euro.

Członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania na złagodzenie warunków monetarnych EBC, a także lepsze od oczekiwań dane z Chin, przyczyniły się do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że zmienność na rynkach finansowych może się ponownie zwiększyć wraz z rozpoczęciem zacieśnienia polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną, zwłaszcza w sytuacji utrzymujących się ryzyk dla koniunktury w gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że utrzymuje się stabilna dynamika aktywności gospodarczej, a głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt wewnętrzny. Podkreślano, że sytuacja na rynku pracy dalej się poprawia, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach – podobnie jak liczba wakatów – znajduje się na stosunkowo wysokim poziomie. Jednocześnie stopa bezrobocia jest zbliżona do poziomu sprzed kryzysu. Część członków Rady wskazywała ponadto na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w ostatnim miesiącu. Członkowie Rady zwracali uwagę, że bardzo dobra sytuacja na rynku pracy oraz wzrost funduszu płac wspierają stabilny wzrost konsumpcji. Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika konsumpcji pozostaje relatywnie niska, co może wynikać z trwałego wzrostu stopy oszczędności gospodarstw domowych, który następuje pomimo niskich nominalnych stóp procentowych NBP.

Odnosząc się do koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na stabilny wzrost produkcji przemysłowej oraz utrzymywanie się dobrej sytuacji przedsiębiorstw wskazywanej w badaniach koniunktury. Podkreślano przy tym, że badania te sugerują, iż mimo spowolnienia gospodarczego w Chinach, polskie firmy jak dotąd nie odnotowały istotnego spadku sprzedaży. Część członków Rady argumentowała jednak, że pomimo dobrej sytuacji gospodarczej, wiele przedsiębiorstw wstrzymuje się z inwestycjami. Oceniali oni, że może to wynikać z utrzymującej się niepewności co do sytuacji w gospodarce globalnej lub braku przekonania o trwałości ożywienia popytu w Polsce.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na stabilny wzrost akcji kredytowej w gospodarce, przy nieznacznym spadku dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych i jej wzroście w odniesieniu do przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że popyt przedsiębiorstw na kredyt pozostaje jednak niski ze względu na znaczny udział środków własnych w finansowaniu inwestycji. Zwracano też uwagę, że na rynku kredytów mieszkaniowych nie pojawiają się oznaki narastania nierównowag.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady podkreślali utrzymywanie się ujemnej dynamiki cen konsumpcyjnych. Wskazywano przy tym, że dynamika cen w październiku była po raz kolejny niższa niż prognozowano.

Oceniano jednak, że niska dynamika cen ma nadal charakter globalny i wynika przede wszystkim z silnego obniżenia cen surowców na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że niskiej dynamice cen towarzyszy stabilny wzrost PKB i poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że spadek cen – wynikający w szczególności z niskich cen surowców – wspiera realne dochody konsumentów oraz ogranicza koszty produkcji przedsiębiorstw.

Omawiając listopadową projekcję wskazywano, że w kolejnych kwartałach prognozowane jest utrzymanie się stabilnego wzrostu PKB, wspieranego popytem wewnętrznym. Podkreślano jednocześnie, że wkład eksportu netto do wzrostu ma pozostać ujemny. Mimo to zwracano uwagę na brak istotnego ryzyka dla równowagi zewnętrznej gospodarki. Część członków Rady oceniała, że – zgodnie z projekcją – dynamika PKB w następnym roku może się przejściowo obniżyć. Ma być to jednak związane z przejściowo mniejszym napływem funduszy unijnych w związku z rozpoczęciem wykorzystywania środków z nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie podkreślali jednak, że prognozowany na przyszłe lata wzrost PKB jest nieco niższy niż w poprzedniej projekcji, co częściowo wynika z obniżenia prognozowanej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw.

Analizując wyniki projekcji, członkowie Rady zwracali również uwagę, że ze względu na utrzymujący się stabilny i wyższy od potencjalnego wzrost PKB, luka popytowa w gospodarce ma się stopniowo domykać. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak pogląd, że obserwowany dotychczas i prognozowany wzrost inwestycji przyczynia się do wzrostu potencjału wytwórczego gospodarki. W rezultacie wzrost potencjalnego PKB może być szybszy niż w projekcji, co przy prognozowanej dynamice rzeczywistego PKB może nie doprowadzić do domknięcia luki popytowej w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym potencjał wytwórczy gospodarki będzie obniżenie stopy bezrobocia równowagi, które będzie jednocześnie ograniczać presję płacową w gospodarce.

Omawiając perspektywy inflacji w kontekście projekcji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać stabilny wzrost popytu postępujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres deflacji wydłużył się, a oczekiwany w projekcji powrót inflacji do celu oddala się. Niektórzy członkowie Rady wyrażali pogląd, że ze względu na oczekiwane przez nich utrzymywanie się niskich cen surowców na rynkach światowych, a także ograniczoną dynamikę popytu w otoczeniu polskiej gospodarki, a przez to także w Polsce, istnieje ryzyko dłuższego utrzymania się dynamiki cen na bardzo niskim poziomie.

Odnosząc się do projekcji członkowie Rady wskazywali na ryzyka wokół jej bazowego scenariusza. Podkreślano utrzymującą się niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, cen surowców oraz dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Podkreślano również, że w związku z powołaniem nowego rządu, utrzymuje się niepewność co do przyszłej polityki gospodarczej, w tym zwłaszcza kształtu polityki fiskalnej w przyszłym roku.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. Uzasadniając tę decyzję, członkowie Rady oceniali, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady podkreślali przy tym, że źródłem przedłużającej się deflacji w Polsce są przede wszystkim czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym niskie ceny surowców i niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali także pogląd, że choć wzrost PKB może pozostać niższy od potencjalnego, to źródłem ujemnej luki popytowej pozostaną czynniki zewnętrzne, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu.

Część członków Rady argumentowała, że dodatkowym czynnikiem przemawiającym za stabilizacją stóp procentowych jest utrzymująca się niepewność co do perspektyw gospodarczych za granicą i polityki pieniężnej głównych banków centralnych, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych, w tym wzrostu zmienności kursów walut gospodarek wschodzących. Część członków Rady podkreślała także niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej, który powinien być uwzględniony w decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, tak aby zapewnić optymalny układ polityk makroekonomicznych (tzw. policy-mix).

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione, to w kolejnych miesiącach nie można wykluczyć potrzeby ich niewielkiego obniżenia. Uzasadniając ten pogląd, członkowie ci wskazywali na ryzyko wydłużenia się okresu deflacji i oddalenia perspektywy powrotu inflacji do celu, a także osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego.

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: 19 listopada 2015 r.