

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 kwietnia 2015 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski członkowie Rady wskazywali, że w 2015 r. oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie wzrostu w gospodarce światowej. Zwracano uwagę, że napływające informacje wskazują na poprawę koniunktury w strefie euro, a dane z rynku kredytowego mogą sygnalizować początek ożywienia akcji kredytowej. Wskazywano, że wedle obecnych prognoz dynamika PKB w strefie euro będzie w tym roku prawdopodobnie wyższa niż w ubiegłym. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach wzrostowi aktywności gospodarczej w tym obszarze walutowym sprzyjać może rozpoczęcie programu łagodzenia ilościowego przez EBC, powiązana z tym deprecjacja euro, a także uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych, pomimo prognozowanego obniżenia dynamiki PKB w pierwszym kwartale, w dalszej części roku oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że skala ożywienia w strefie euro będzie ograniczana przez wciąż słaby popyt inwestycyjny oraz relatywnie wysokie bezrobocie. W efekcie dynamika PKB w tym obszarze walutowym – pomimo pewnego przyspieszenia – pozostanie niska na tle innych krajów rozwiniętych. Niektórzy członkowie Rady wyrazili ponadto opinię, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro w dłuższym okresie jest nadmierny wzrost popytu w gospodarce niemieckiej w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że ograniczająco na długofalowy wzrost w tym obszarze walutowym może oddziaływać niewystarczający zakres reform strukturalnych we Francji i Włoszech. Część członków Rady podkreślała, że również w Stanach Zjednoczonych ożywienie aktywności jest słabe w stosunku do poprzednich cykli koniunkturalnych. Niższy wzrost PKB w tej gospodarce wynika z niskiej dynamiki inwestycji i wolniejszego wzrostu produktywności. Zdaniem niektórych członków Rady jest to efektem ograniczenia procesu restrukturyzacji przedsiębiorstw, między innymi na skutek utrzymywania historycznie niskich stóp procentowych przez Fed. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że wpływ stóp procentowych na restrukturyzację podmiotów gospodarczych jest ograniczony, a jej intensywność jest determinowana głównie przez czynniki instytucjonalne.

Odnosząc się do sytuacji gospodarek wschodzących wskazywano, że w Chinach koniunktura gospodarcza nadal stopniowo się pogarsza, a prognozy wskazują na dalsze

spowolnienie dynamiki PKB w tym roku. Podkreślano, że również sytuacja wschodnich partnerów handlowych Polski pozostaje niekorzystna, a w tym roku w Rosji i na Ukrainie prognozowana jest recesja. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że źródłem ryzyka dla sytuacji gospodarek wschodzących – szczególnie tych o mniej korzystnej sytuacji makroekonomicznej – pozostaje ewentualny odływ kapitału z tych rynków.

Na posiedzeniu zwracano uwagę na stabilizację cen na międzynarodowych rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie wskazywali przy tym, że ceny ropy naftowej – po wcześniejszym silnym spadku – od początku roku nieco wzrosły. W ostatnim okresie wyhamowały także spadki cen surowców rolnych i metali przemysłowych. Przyczyniało się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach, w tym do zmniejszenia skali deflacji w strefie euro oraz stabilizacji cen w Stanach Zjednoczonych. Dynamika cen na świecie była jednak nadal bardzo niska, a w większości krajów Unii Europejskiej pozostała ujemna.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że w ostatnim okresie została ona złagodzona przez wiele banków centralnych. Wskazywano, że EBC uruchomił program skupu obligacji skarbowych, a także przeprowadził kolejną operację TLTRO, której skala była większa od oczekiwań. Podkreślano również, że Fed wykluczył podwyżkę stóp procentowych w najbliższych dwóch miesiącach, chociaż nadal sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nastąpi w tym roku.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki wskazywano, że napływające dane potwierdzają utrzymanie się stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej. Część członków Rady wyrażała opinię, że wzrost PKB w I kw. br. prawdopodobnie nieco przyspieszył wobec poprzedniego kwartału. Oceniano, że aktywność gospodarcza wspierana jest w dalszym ciągu przez wzrost popytu krajowego. W tym kontekście zwracano uwagę na nadal dobrą – pomimo pewnego pogorszenia wyników w IV kw. ub.r. – sytuację finansową firm oraz stabilny wzrost kredytów dla przedsiębiorstw, które sprzyjały dalszemu wzrostowi ich aktywności inwestycyjnej. Z kolei popyt konsumpcyjny był nadal wspierany przez wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych przy rosnącym zatrudnieniu oraz przez dalszy przyrost kredytów konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że chociaż sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra, to wzrost zatrudnienia wyhamował, a dynamika płac nominalnych w sektorze przedsiębiorstw się obniżyła. Inni członkowie podkreślali, że bezrobocie – pomimo stopniowego spadku – pozostaje relatywnie wysokie, a wynagrodzenia nominalne są nadal niskie w porównaniu do większości krajów europejskich. Członkowie Rady wskazywali ponadto, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce pozostawał w I kw. – pomimo pewnego przyspieszenia – niski wzrost popytu zagranicznego.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniała, że dynamika PKB w kolejnych kwartałach będzie stopniowo rosła. Wskazywano, że głównymi źródłami wzrostu PKB pozostanie popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Wraz z postępującą poprawą sytuacji gospodarczej w strefie euro dynamikę PKB wspierać będzie w coraz większym stopniu także wzrost eksportu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost PKB może być wyższy niż wskazywany w marcowej projekcji, do czego może przyczynić się szybsza poprawa sytuacji na rynku pracy, która wraz z wyraźniejszym ożywieniem aktywności gospodarczej za granicą mogłaby oddziaływać w kierunku silniejszego wzrostu konsumpcji i inwestycji prywatnych. Część członków Rady była zdania, że również wzrost inwestycji publicznych może być wyższy niż w projekcji, w związku z szybszą absorpcją środków z UE. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że wzrost PKB w 2015 r. może być nieco niższy niż w projekcji, do czego – ich zdaniem – może się przyczynić spowolnienie aktywności inwestycyjnej firm. Według niektórych członków Rady, w kierunku wolniejszego od prognoz wzrostu PKB może oddziaływać również szybsze wygasanie efektów dodatnich szoków podaży, które będzie jednocześnie przyczyniało się do narastania nierównowag zewnętrznych. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB w kolejnych kwartałach mogłaby być również nadmierna aprecjacja złotego. Część członków Rady zaznaczała, że źródłem niepewności dla koniunktury w Polsce pozostaje wpływ luzowania ilościowego EBC na sferę realną strefy euro oraz kształtowanie się cen aktywów zarówno w tym obszarze walutowym, jak i poza nim. Część członków wskazywała, że ocenę perspektyw gospodarczych Polski utrudnia niepewność co do rozwoju sytuacji geopolitycznej na Ukrainie i momentu zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed, a także ryzyko zawirowań związanych z sytuacją w Grecji. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że istnieje wysokie ryzyko wystąpienia silnych wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych w związku z utrzymywaniem ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w gospodarce krajowej brak jest nierównowag. W tym kontekście wskazywali oni na stabilną sytuację na rynku nieruchomości, relatywnie niski poziom zadłużenia prywatnego i publicznego, niski deficyt obrotów bieżących oraz bezpieczny poziom zadłużenia zagranicznego Polski.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w lutym roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem podkreślano, że chociaż krótkookresowe prognozy inflacji zostały zrewidowane w dół, przewidywany okres deflacji pozostał niezmienny. Część członków Rady podkreślała, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców energetycznych i żywnościowych. Ze względu na jej głównie podaży źródła deflacji – zdaniem tych

członków Rady – przyczynia się do zwiększenia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych oraz obniżenia kosztów przedsiębiorstw, wspierając tym samym wzrost gospodarczy w kraju. Część członków Rady była natomiast zdania, że do niskiej dynamiki cen w Polsce – oprócz czynników zewnętrznych – przyczynia się także brak presji popytowej, na co wskazuje ujemny poziom większości miar inflacji bazowej oraz utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej. Podkreślali oni także, że pomimo stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy presja płacowa pozostaje ograniczona.

Odnosząc się do perspektyw inflacji argumentowano, że zarówno marcowa projekcja jak i prognozy krótkookresowe wskazują, że dynamika cen w kolejnych miesiącach pozostanie ujemna, choć będzie stopniowo rosnąć i przed końcem bieżącego roku stanie się dodatnia. Część członków Rady była zdania, że dynamika cen będzie wyższa niż wskazywana w marcowej projekcji, a niektórzy z nich oceniali, że inflacja powróci do celu już w przyszłym roku. Podkreślano, że do osłabienia tendencji deflacyjnych przyczyniać się będzie wygasanie efektów spadku cen surowców na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zwrócili przy tym uwagę, że w bieżącym roku możliwy jest wzrost cen ropy naftowej, co mogłoby dodatkowo oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki cen konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że wraz z wygasaniem wpływu szoków podaźowych może dojść do nasilenia presji płacowej, która – ich zdaniem – jest obecnie maskowana przez wzrost siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wynikający ze spadku cen energii i żywności. Wzrostowi presji płacowej i przyspieszeniu płac nominalnych sprzyjać będzie – zdaniem tych członków Rady – korzystna dla osób poszukujących zatrudnienia sytuacja na rynku pracy, na co wskazuje wysoka liczba wakatów w stosunku do liczby bezrobotnych. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w kolejnych kwartałach dynamika płac będzie zbliżona do tempa wzrostu wydajności pracy, a presja płacowa pozostanie ograniczona. Część członków Rady podkreślała, że czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku dynamiki cen mogłaby być także aprecjacja złotego, szczególnie w warunkach przedłużającej się niskiej inflacji za granicą.

Członkowie Rady zwracali uwagę na pewne umocnienie kursu złotego w ostatnim kwartale, czemu sprzyjało luzowanie ilościowe EBC. Część członków Rady zaznaczała, że umocnienie złotego może przyczynić się do ograniczenia konkurencyjności cenowej polskiego eksportu.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych kwartałach dynamika cen pozostanie ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie wraz z wygasaniem efektów tych szoków, dynamika cen będzie stopniowo rosnąć. Do stopniowego wzrostu dynamiki cen będzie się także przyczyniać kontynuacja ożywienia gospodarczego w kraju i poprawa koniunktury za granicą, co –

wraz z dokonaniem dostosowaniem polityki pieniężnej – ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie.

Rada postanowiła utrzymać podstawowe 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: 23 kwietnia 2015 r.