

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 września 2013 r.

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stopniową poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, a z drugiej strony na pewne osłabienie aktywności w największych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady byli przy tym zdania, że przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego na świecie może być w przyszłości wspierane przede wszystkim przez ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, ponieważ bez przeprowadzenia reform instytucjonalnych wiele gospodarek wschodzących nie będzie mogło rozwijać się w tempie obserwowanym dotychczas. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że czynnikiem wspierającym wzrost PKB w takich krajach jak Chiny jeszcze przez dłuższy okres pozostaną niskie – w relacji do produktywności – koszty pracy.

W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że tempo wzrostu PKB w tej gospodarce w II kw. 2013 r. przyspieszyło, a napływające dane miesięczne za III kw. wskazują na dalszą poprawę nastrojów przedsiębiorców oraz spadek stopy bezrobocia, co powinno wspierać ożywienie także w II połowie roku. Zwracano uwagę, że prognozy wskazują na dalsze nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB w gospodarce amerykańskiej w 2014 r. W opinii części członków Rady ryzykiem dla ożywienia w Stanach Zjednoczonych jest jednak oczekiwane wycofywanie się Rezerwy Federalnej z programów luzowania ilościowego, co poprzez wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych może zahamować poprawę sytuacji na rynku nieruchomości.

Omawiając stan koniunktury w strefie euro podkreślano, że dynamika PKB w tej gospodarce, choć w ujęciu rocznym pozostała ujemna, to w ujęciu kwartalnym w II kw. 2013 r. wzrosła. Zwracano uwagę zwłaszcza na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, a także dalsze wyhamowywanie spadku PKB we Włoszech i Hiszpanii. Wskazywano również na kontynuację poprawy wskaźników koniunktury w strefie euro w III kw., która sygnalizuje dalsze ożywienie aktywności w tej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali ponadto na zmniejszanie skali nierównowagi zewnętrznej części krajów strefy euro, jako na czynnik pozytywnie oddziałujący na perspektywy gospodarcze tego obszaru. Część członków Rady oceniała jednak, że ożywienie w strefie euro w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej następować stopniowo, a dynamika PKB pozostanie wyraźnie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Czynnikiem, które – zdaniem tych członków Rady – będą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy w niektórych krajach strefy euro są przede wszystkim wciąż wysokie zadłużenie sektora

publicznego i prywatnego, niska konkurencyjność gospodarki, wysoka stopa bezrobocia, a także restrykcyjna polityka kredytowa banków komercyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowym ryzykiem dla ożywienia w części krajów strefy euro jest wciąż nie w pełni zrestrukturyzowany sektor bankowy.

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnim okresie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach globalnych, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji na świecie. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że obserwowany ostatnio wzrost cen ropy związany jest z napięciami politycznymi wynikającymi z wojny domowej w Syrii, natomiast spowolnienie wzrostu globalnego popytu, związane w szczególności ze słabszym wzrostem aktywności w największych gospodarkach wschodzących, oddziałuje w kierunku spadku cen tego surowca. W efekcie – zdaniem tych członków Rady – wzrost cen ropy może okazać się zjawiskiem przejściowym. Z kolei niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu cen surowców może oddziaływać pewne ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych.

W kontekście oceny sytuacji gospodarczej na świecie członkowie Rady podkreślali także, że w ostatnich miesiącach zapowiedź Rezerwy Federalnej dotycząca ograniczenia skali luzowania ilościowego przyczyniła się do odpływu kapitału z gospodarek wschodzących oraz znacznej deprecjacji kursów walut większości z nich. Oceniano, że wycofywanie się Rezerwy Federalnej z luzowania ilościowego najprawdopodobniej pozostanie źródłem napięć na światowych rynkach finansowych także w kolejnych kwartałach.

Analizując wpływ napięć na światowych rynkach finansowych na gospodarkę Polski, członkowie Rady zauważali, że rentowności polskich obligacji w ostatnim okresie istotnie wzrosły, co jednak nastąpiło po ich wcześniejszym znacznym obniżeniu, przy jednoczesnej zmianie struktury zaangażowania nierezzydentów. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że wciąż utrzymuje się istotne – w ich opinii – ryzyko wystąpienia wstrząsów w gospodarce światowej, które mogą wpływać na zmiany rentowności polskich obligacji. W tym kontekście wskazywano jednak, że potrzeby pożyczkowe budżetu państwa na 2013 r. zostały już w większości zrealizowane, co ogranicza wpływ wyższych rentowności obligacji na rynku wtórnym na koszty obsługi długu. Część członków Rady twierdziła także, że wzrost rentowności na rynku wtórnym nie musi się w całości przełożyć na wzrost rentowności na rynku pierwotnym.

Jednocześnie podkreślano, że wzrost napięć na światowych rynkach finansowych nie przyczynił się do znacznej – w porównaniu z kursami walut innych gospodarek wschodzących – deprecjacji kursu złotego. W opinii członków Rady związane było to w szczególności z brakiem znaczących nierównowag w polskiej gospodarce, w tym z korzystnym kształtowaniem się salda obrotów bieżących.

Odnosząc się do sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady wskazywali, że w II kw. br. dynamika PKB nieco przyspieszyła, co wynikało jednak ze zwiększenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, przy pogłębieniu spadku popytu krajowego. Zwracano uwagę, że napływające w ostatnim okresie dane miesięczne

sygnalizują kontynuację ożywienia gospodarczego w III kw. Odnosząc się do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady byli zgodni, że w kolejnych kwartałach koniunktura w gospodarce będzie się dalej poprawiać, choć różnili się w ocenie skali oczekiwanego przyspieszenia gospodarczego. Część członków Rady uważała, że przyspieszenie aktywności będzie powolne, a tempo wzrostu PKB w perspektywie najbliższych kwartałów pozostanie poniżej potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady sądzili natomiast, że ożywienie wzrostu gospodarczego będzie relatywnie dynamiczne, a w efekcie ujemna luka popytowa zacznie się stopniowo domykać. Wskazywano jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym niepewność dotyczącą dynamiki PKB w 2014 r. jest skala dalszego zacieśnienia fiskalnego.

Członkowie Rady, którzy oczekują umiarkowanego ożywienia koniunktury, zwracali uwagę na pogłębienie spadku inwestycji i stagnację konsumpcji prywatnej w II kw. 2013 r. Część członków Rady wskazywała jednak, że spadek inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Niektórzy członkowie Rady zauważali ponadto, że negatywnie na wzrost PKB w kolejnych kwartałach może wpłynąć sytuacja sektora bankowego, który odnotowuje – z jednej strony – osłabienie dynamiki depozytów gospodarstw domowych, a – z drugiej strony – wzrost odsetka kredytów zagrożonych. Zwracali też uwagę na spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw.

Członkowie Rady oczekujący nieco szybszego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach zwracali natomiast uwagę na odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej oraz osłabienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także na sygnały możliwego wzrostu inwestycji w perspektywie kolejnych kwartałów (zwiększenie wartości kosztorysowej oraz liczby noworozpoczynanych inwestycji). Dalszej poprawie koniunktury – zdaniem tych członków Rady – będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw, w tym wzrost ich płynności.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na sygnały stabilizacji sytuacji na rynku pracy. W szczególności zauważano, że choć zatrudnienie w gospodarce w II kw. w ujęciu rocznym dalej spadało, to napływające dane z sektora przedsiębiorstw wskazywały już na niewielkie przyrosty zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. Niektórzy członkowie Rady twierdzili jednak, że mimo ożywienia gospodarczego nie należy oczekiwać znaczącego przyrostu zatrudnienia, ponieważ w czasie spowolnienia przedsiębiorstwa starają się ograniczać zwolnienia pracowników. Członkowie Rady wskazywali również, że choć dynamika wynagrodzeń w II kw. nieco wzrosła, to – ze względu na równoczesny wzrost wydajności pracy – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała stabilna. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac, jest wciąż utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że zapowiadane na najbliższe miesiące strajki mogą zwiększać presję na wzrost wynagrodzeń w gospodarce.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady podkreślali, że pomimo jej istotnego wzrostu w lipcu, wciąż znajduje się ona poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie zwracano uwagę, że wzrost inflacji w lipcu był wynikiem podwyższenia opłat za wywóz nieczystości, zmiany wzorca sezonowości kształtowania się cen ziemniaków i wyższej dynamiki cen paliw, a zatem nie stanowi sygnału pojawienia się presji popytowej.

Większość członków Rady oceniała, że ze względu na brak presji popytowej inflacja w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej pozostanie poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady wskazywała przy tym, że w kierunku niższej inflacji w II połowie 2014 r. będzie oddziaływać efekt bazy związany z istotnym wzrostem inflacji w lipcu br. Inni członkowie Rady uważali, że choć inflacja prawdopodobnie pozostanie poniżej celu inflacyjnego, to w kierunku jej wzrostu może oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej oraz wcześniejsza umiarkowana deprecjacja złotego. Z kolei niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na możliwość szybszego wzrostu PKB (powyżej tempa wzrostu produktu potencjalnego), w kolejnych kwartałach może pojawić się presja popytowa, która będzie dodatkowym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi inflacji.

W kontekście oczekiwanego wzrostu inflacji, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyższa inflacja oddziałuje w kierunku obniżenia realnych stóp procentowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że średniookresowe prognozy inflacyjne ekonomistów i analityków bankowych – pomimo wahań inflacji – pozostają stosunkowo stabilne, co stabilizuje obecnie realną stopę procentową mierzoną ex-ante.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione, a obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia ich utrzymanie na obecnym poziomie do końca roku. W ocenie Rady, w dalszej perspektywie kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Data publikacji: 19 września 2013 r.