

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 czerwca 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 zwracali uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro. Wskazywano, że aktywność gospodarcza w tym obszarze walutowym jest wspierana przez wzrost konsumpcji, związany z obniżającym się bezrobociem, a także ze wzrostem siły nabywczej konsumentów i poprawą sytuacji sektora przedsiębiorstw spowodowanymi spadkiem cen paliw. Podkreślano również, że stopniowo rośnie dynamika inwestycji, którym sprzyjają dobre nastroje przedsiębiorców, wcześniejsza deprecjacja euro i poprawa warunków dostępności kredytów po wprowadzeniu przez EBC programu luzowania ilościowego. Zwracano uwagę, że ożywieniu aktywności w strefie euro towarzyszy wzrost dynamiki akcji kredytowej. Wskazywano również na poprawiającą się koniunkturę w krajach Europy Południowej należących do strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy wzrostu PKB dla strefy euro zostały podniesione. Członkowie ci oceniali, że wyższa aktywność w tej gospodarce pozytywnie oddziałuje na gospodarki w Europie Środkowo-Wschodniej.

Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w Niemczech dynamika PKB w pierwszym kwartale obniżyła się i była niższa niż oczekiwano, choć spowolnienie to mogło być przejściowe. Argumentowano przy tym, że negatywnie na aktywność w tej gospodarce oddziałuje spowolnienie wzrostu PKB w dużych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie dynamiki niemieckiego eksportu do gospodarek wschodzących może negatywnie – choć w ograniczonym zakresie – wpływać także na dynamikę polskiego eksportu.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w I kw. br. dane o PKB zostały zrewidowane w dół, a dynamika PKB okazała się ujemna. Oceniano, że spowolnienie dynamiki PKB jest związane przede wszystkim z wcześniejszym umocnieniem się dolara, ograniczeniem inwestycji producentów ropy naftowej z łupków po wcześniejszym spadku cen tego surowca oraz mroźną zimą. Jednocześnie wskazywano, że spadek cen paliw – choć silniejszy niż w strefie euro – nie doprowadził do przyspieszenia konsumpcji gospodarstw domowych, lecz do wzrostu stopy oszczędności. Podkreślano, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej utrzymało się również na początku II kw. br. Zwracano uwagę, że wraz z pogorszeniem się danych dotyczących gospodarki Stanów Zjednoczonych w ostatnim okresie, oczekiwania rynków finansowych dotyczące podwyżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną przesunęły się na późniejszy termin.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że istnieje ryzyko osłabienia się globalnej koniunktury ze względu na utrzymujące się globalne nierównowagi związane z nadmiernymi oszczędnościami w części dużych gospodarek, zwłaszcza wschodzących.

W tym kontekście wskazywali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost globalnej aktywności może być trudność w pobudzeniu popytu konsumpcyjnego w gospodarkach charakteryzujących się dotychczas wysoką stopą oszczędności.

Analizując sytuację na światowych rynkach finansowych, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie rentowności obligacji wielu krajów rozwiniętych, w tym krajów strefy euro, wzrosły. Wzrost ten nastąpił pomimo kontynuacji zakupów obligacji przez EBC. Oceniano, że w kierunku wzrostu awersji do ryzyka na rynkach finansowych i zmienności cen wielu aktywów finansowych oddziałuje niepewność dotycząca sposobu rozwiązania problemu zadłużenia Grecji. Część członków Rady zwracała także uwagę na pewien wzrost cen surowców, w tym przede wszystkim ropy naftowej, na rynkach światowych w ostatnich miesiącach.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki oraz jej perspektywę, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację ożywienia gospodarczego w I kw. br. Podkreślano, że dynamika PKB w tym okresie była wyższa niż oczekiwano. Wskazywano, że choć dynamika popytu krajowego się obniżyła, to spadek ten wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia stanu zapasów. Podkreślano przy tym, że konsumpcja gospodarstw domowych rosła stabilnie, a dynamika inwestycji – pomimo wysokiej bazy statystycznej – przyspieszyła. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni, czemu sprzyjało stopniowe ożywienie gospodarcze w strefie euro. Część z nich zauważała w tym kontekście, że polska gospodarka ma nadwyżkę w handlu zagranicznym od dwóch lat, a w ostatnim okresie pojawiła się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że dane te świadczą o poprawie konkurencyjności polskiej gospodarki oraz o braku istotnych zagrożeń dla równowagi zewnętrznej kraju.

Członkowie Rady oceniali, że konsumpcji gospodarstw domowych sprzyja kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy. Podkreślano w tym kontekście wzrost liczby pracujących do najwyższego poziomu w historii oraz spadek bezrobocia. Część członków Rady oceniała, że pomimo utrzymania się wzrostu zatrudnienia, presja płacowa w gospodarce się nie pojawiła, o czym świadczy stabilna dynamika jednostkowych kosztów pracy. Przywoływano w tym kontekście również badania koniunktury, które nie wskazują na ryzyko wyraźnego przyspieszenia dynamiki płac w przedsiębiorstwach w najbliższym okresie. Niektórzy członkowie Rady twierdzili, że ze względu na obserwowany wzrost zatrudnienia przestrzeń do podwyżek płac przez przedsiębiorstwa jest ograniczona, biorąc pod uwagę stosunkowo niewielki wzrost produkcji i wydajności pracy. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ich opinii obecna stopa bezrobocia jest już niższa niż stopa bezrobocia równowagi, co może oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki płac w przyszłości. Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że poziom płac w Polsce jest niski, a ich wyraźny wzrost byłby możliwy przy szybszym wzroście wydajności pracy, czemu sprzyjałaby większa innowacyjność gospodarki.

Odnosząc się do inwestycji, zwracano uwagę na wzrost odsetka firm planujących nowe inwestycje, a także dalszą poprawę koniunktury w budownictwie. Członkowie Rady argumentowali również, że wzrost inwestycji jest wspierany przez bardzo dobrą sytuację

finansową przedsiębiorstw i relatywnie wysoki stopień wykorzystania zdolności wytwórczych. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystnym wynikiem finansowym przedsiębiorstw sprzyja spadek cen producenta, który w większym stopniu ogranicza koszty produkcji firm niż ich przychody. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na istotny udział kosztów i przychodów finansowych w kształtowaniu wyników przedsiębiorstw. Argumentowali, że w kierunku spadku udziału przychodów finansowych w przychodach przedsiębiorstw ogółem mogłoby oddziaływać przyspieszenie popytu konsumpcyjnego, które zwiększałoby relatywną rentowność sprzedaży w porównaniu do rentowności operacji finansowych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na stosunkowo wysoki wzrost inwestycji w porównaniu do dynamiki produkcji. Oceniali oni, że w tej sytuacji istnieje ryzyko spowolnienia dynamiki inwestycji w najbliższych kwartałach, nawet pomimo oczekiwanego wzrostu inwestycji finansowanych z funduszy unijnych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że pomimo dobrych danych o PKB w I kw. br., na początku II kw. br. dynamika aktywności gospodarczej mogła się nieco obniżyć, na co wskazuje spadek dynamiki produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i niektórych wskaźników koniunktury. Część członków Rady podkreślała, że choć trudno jest obecnie ocenić trwałość i źródło tego spowolnienia, to najprawdopodobniej było ono przejściowe. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymujący się wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie sprzyjał kontynuacji ożywienia w gospodarce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że w przyszłym roku możliwe jest poluzowanie polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na możliwe odmrożenie płac w sferze budżetowej, a także możliwy wzrost wydatków na świadczenia i zasiłki. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ryzyko rozluźnienia polityki fiskalnej jest związane z oczekiwanym zdjęciem procedury nadmiernego deficytu wobec Polski, a tym samym pojawienia się większej przestrzeni do wzrostu wydatków publicznych. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt sektora finansów publicznych może wzrosnąć wskutek ewentualnego koniunkturalnego spowolnienia dynamiki produkcji.

Analizując sytuację w sferze finansowej gospodarki, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się stabilny wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego, który wspiera wzrost gospodarczy i nie zagraża przy tym stabilności finansowej. Podkreślali oni, że obniżenie stóp procentowych NBP przyczyniło się do istotnego spadku oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała w tym kontekście, że nie ma obecnie żadnych oznak pojawiania się nierównowag na rynku nieruchomości, a ryzyko nadmiernego przyrostu kredytów mieszkaniowych jest ograniczane przez zacieśnianie polityki makroostrożnościowej na skutek obniżania maksymalnego wskaźnika LtV.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w ostatnim okresie, pomimo obniżek stóp procentowych NBP, dynamika kredytu w gospodarce nieco spowolniła. Oceniali oni w związku z tym, że spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw był w ostatnich miesiącach niższy niż ostatnia obniżka stóp procentowych NBP. Członkowie ci zwracali również uwagę na spowolnienie dynamiki depozytów w sektorze bankowym, a także na

to, że wzrost udziału kredytów walutowych z utratą wartości może przyspieszyć w przypadku deprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że relacja wartości kredytów walutowych do PKB jest relatywnie niska.

Omawiając procesy inflacyjne w gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich miesiącach dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła. Wskazywano, że osłabienie deflacji wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen żywności i energii. Członkowie Rady zwracali uwagę, że prognozy wskazują na dalszy wzrost dynamiki cen. Większość członków Rady oceniała, że powrót inflacji do celu będzie jednak następował stopniowo. Członkowie ci zwracali bowiem uwagę, że ceny produkcji obniżają się już od wielu kwartałów, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są bardzo niskie. Oceniali ponadto, że luka popytowa w gospodarce pozostaje ujemna, co przejawia się utrzymywaniem wszystkich miar inflacji bazowej na bardzo niskim – a większości tych miar ujemnym – poziomie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że powrót inflacji do celu będzie powolny przede wszystkim ze względu na utrzymywanie się niskiej dynamiki cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Inni członkowie Rady uznali natomiast, że ze względu na wyraźne ożywienie popytu, wzrost inflacji może być szybszy niż wskazywała ostatnia projekcja.

Członkowie Rady ocenili, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym 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: 18 czerwca 2015 r.