

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 grudnia 2015 r.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej w kontekście bieżącej i przyszłej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając sytuację gospodarczą za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się umiarkowane ożywienie gospodarcze w krajach rozwiniętych. Zaznaczano, że w strefie euro głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny. Z kolei dynamika inwestycji w tej gospodarce jest nadal relatywnie niska. Wskazywano, że ograniczająco na skalę ożywienia oddziałuje także niski popyt ze strony gospodarek wschodzących. Czynnikiem ten odpowiadał prawdopodobnie za niewielkie obniżenie dynamiki PKB strefy euro w III kw. br. oraz wyraźny spadek dynamiki niemieckiego eksportu. Członkowie Rady oceniali jednak, że w kolejnych kwartałach koniunktura w strefie euro będzie się prawdopodobnie nadal stopniowo poprawiać. Wzrost aktywności w tej gospodarce – w opinii części członków Rady – może być dodatkowo wspierany przez wzrost konsumpcji oraz inwestycji mieszkaniowych związany z napływem imigrantów. Czynnikiem ryzyka dla koniunktury w strefie euro pozostaje natomiast możliwość dalszego spowolnienia wzrostu w gospodarkach wschodzących.

W Stanach Zjednoczonych perspektywy koniunktury pozostają umiarkowanie korzystne. Wskazywano, że spowolnienie wzrostu PKB w III kw. wynikało głównie ze spadku zapasów i było prawdopodobnie przejściowe. Jednocześnie podkreślano, że niska dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej sugerują, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być jednak umiarkowane. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że również w dłuższym okresie wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może pozostać umiarkowany ze względu na niski wzrost produktywności w tej gospodarce. W tym kontekście podkreślali oni, że w porównaniu do poprzednich faz ożywienia, dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych jest obecnie niska.

Członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się słabą koniunkturę w gospodarkach wschodzących. Wskazywano jednak, że w części tych gospodarek pojawiają się sygnały stabilizacji aktywności gospodarczej. W tym kontekście zwracano uwagę na ograniczenie skali spadku PKB w Rosji w III kw. oraz spowolnienie spadku produkcji przemysłowej w tym kraju, a także nieco lepszy odczyt PMI w Chinach.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że utrzymuje się ryzyko wystąpienia silnych zaburzeń w gospodarce światowej, a prawdopodobieństwo ich materializacji jest zwiększana przez nierównowagi na rynkach wielu aktywów. W opinii tych członków Rady istotnym ryzykiem jest możliwość wystąpienia kryzysów finansowych w gospodarkach wschodzących, w związku ze znacznym zadłużeniem walutowym przedsiębiorstw w tych krajach. Członkowie ci ocenili, że pojawienie się zaburzeń w gospodarkach wschodzących – przy relatywnie niskim wzroście PKB w Stanach Zjednoczonych – może doprowadzić do pogorszenia koniunktury w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych członkowie Rady podkreślali, że w najbliższym okresie nasili się dywergencja polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej i EBC. Rezerwa Federalna zapowiada bowiem rozpoczęcie podwyższania stóp procentowanych w najbliższych miesiącach. Z kolei EBC sygnalizuje dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Członkowie Rady zaznaczali, że dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy głównymi bankami centralnymi może przyczyniać się do okresowego wzrostu zmienności na rynkach finansowych, szczególnie wobec utrzymującej się niepewności co do skali i rozłożenia w czasie podwyżek stóp przez Fed. Awersją do ryzyka na rynkach finansowych może się również zwiększać w reakcji na ponowy wzrost obaw o koniunkturę w gospodarkach wschodzących.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że czynniki globalne będą silnie oddziaływać na kształtowanie się cen aktywów oraz kursy walut gospodarek wschodzących, w tym Polski. Jednocześnie podkreślano, że kurs złotego – mimo jego pewnego osłabienia w ostatnim okresie – pozostaje relatywnie stabilny. W opinii części członków Rady zmienność złotego jest ograniczana przez pozytywną ocenę Polski przez inwestorów zagranicznych, której efektem jest znaczący udział inwestorów długoterminowych w strukturze zadłużenia zagranicznego Polski.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się stabilnego wzrostu PKB, a nawet jego nieznaczne przyspieszenie w III kw. Głównym źródłem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, wspierany przez rosnące zatrudnienie i dobre nastroje gospodarstw domowych. Jednocześnie w ocenie części członków Rady dynamika wydatków konsumpcyjnych pozostaje umiarkowana, ze względu na relatywnie niską dynamikę nominalnych wynagrodzeń i wyższą niż wcześniej stopę dobrowolnych oszczędności. Wskazywano, że do wzrostu PKB przyczynia się również wzrost inwestycji w gospodarce, choć ich dynamika w III kw. obniżyła się. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że spowolnienie inwestycji w gospodarce może być związane z niższą absorpcją środków z UE. Z kolei ograniczająco na skłonność firm do inwestowania może oddziaływać – w opinii części członków Rady – niepewność dotycząca koniunktury za granicą. Zwracano również uwagę, że dodatni wkład do wzrostu PKB w III kw. miał także eksport netto. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost handlu zagranicznego Polski spowolnił, przy czym silniej obniżyła się dynamika importu niż eksportu.

Omawiając sytuację na rynku pracy, członkowie Rady zwracali uwagę na wysoki poziom zatrudnienia oraz zbliżoną do poziomu sprzed kryzysu stopę bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mimo bardzo korzystnej sytuacji na rynku pracy dynamika płac nominalnych w gospodarce pozostaje relatywnie niska. Inni członkowie Rady zaznaczali także, że poziom płac w Polsce w stosunku do krajów Europy Zachodniej pozostaje niski i wskazywali, że jego wzrost wymaga zwiększania innowacyjności i zaawansowania technologicznego polskiej produkcji.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, członkowie Rady wskazywali na pewne przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że dynamika kredytów dla firm jest jedynie umiarkowana, a w przypadku sektora

MSP – niska. Członkowie ci zwracali także uwagę, że wolumen kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB jest w Polsce znacznie niższy niż w strefie euro. Część członków podkreślała jednak, że dynamika kredytu dla firm – wobec niskiego oprocentowania kredytu i jego wysokiej dostępności – nie jest obecnie ograniczana przez czynniki podażowe. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady ocenili, że na podaż kredytu w przyszłości negatywnie oddziaływać może prawdopodobne zwiększenie obciążeń finansowych nakładanych na sektor bankowy.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego większość członków Rady oceniła, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB pozostanie relatywnie stabilna. Niektórzy członkowie uważali nawet, że o ile wzrost PKB nie zostanie osłabiony przez wstrząsy zewnętrzne to w przyszłym roku może być on wyższy niż obecnie. Wskazywano, że wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu wspierany przez silny popyt konsumpcyjny oraz inwestycje. Wskazywano jednak, że dynamika inwestycji może się obniżyć. W tym kierunku będzie oddziaływało przejściowe ograniczenie napływu funduszy unijnych w początkowym okresie funkcjonowania nowej perspektywy budżetowej. Dynamikę inwestycji firm może ograniczać – w opinii niektórych członków Rady – stosunkowo wysoki poziom nakładów inwestycyjnych firm w relacji do środków trwałych, a także umiarkowany wzrost popytu nie stwarzający bodźców do rozszerzania zdolności produkcyjnych.

Członkowie Rady oceniali, że – obok popytu wewnętrznego – do wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce przyczyniać się będzie także rosnący eksport. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w związku z trwającym ożywieniem gospodarczym w strefie euro, dynamika eksportu będzie wyższa od dynamiki PKB. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w kraju pozostaje osłabienie handlu zagranicznego w związku z dalszym spowolnieniem wzrostu w gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że źródłem negatywnych wstrząsów dla gospodarki polskiej mogą być ewentualne kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących i związane z nimi osłabienie koniunktury w gospodarce globalnej.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że skala deflacji cen konsumpcyjnych stopniowo się zmniejsza. Członkowie Rady ocenili, że w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie nadal rosła, czemu sprzyjać będzie dalszy stabilny wzrost aktywności gospodarczej oraz dobra sytuacja na krajowym rynku pracy. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że wzrost dynamiki cen jest powolny i słabszy od oczekiwań. Niektórzy członkowie Rady zaznaczyli, że jeśli nie nastąpi przyspieszenie wzrostu płac to powrót inflacji do celu może się wydłużyć. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali, że do przyspieszenia wzrostu płac w przyszłym roku – oprócz niskiego bezrobocia – może się przyczyniać zapowiedziane odmrożenie płac w sektorze publicznym.

Członkowie Rady dyskutowali na temat polityki pieniężnej prowadzonej w latach 2010-2015. Oceniono, że w tym okresie utrzymano długoterminową stabilność cen w Polsce, mimo zwiększonej zmienności dynamiki cen w poszczególnych latach. Wskazywano przy

tym, że zmienność inflacji była głównie efektem silnych zmian cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie podkreślano, że polityka pieniężna sprzyjała stabilności złotego, który za tej kadencji Rady był jedną z walut o najniższej zmienności. Zaznaczano również, że elastyczne reagowanie na szoki przez politykę pieniężną przyczyniało się do utrzymania zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na niską zmienność luki popytowej, nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących i utrzymujący się na stabilnym poziomie wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. Argumentowano, że w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy i stopniowe domykanie się luki popytowej. Członkowie Rady ocenili, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz makroekonomicznej równowagi.

Część członków Rady podkreślała, że za stabilizacją stóp procentowych przemawia również utrzymująca się niepewność dotycząca krajowych i zewnętrznych uwarunkowań polityki pieniężnej. W tym kontekście wskazywano przede wszystkim na utrzymujące się ryzyko silniejszego osłabienia wzrostu w gospodarkach wschodzących oraz oczekiwane nasilenie dywergencji polityki pieniężnej pomiędzy głównymi bankami centralnymi, która może oddziaływać w kierunku wzrostu zmienności na rynkach finansowych. Wskazywano także na niepewność dotyczącą kształtu przyszłej polityki gospodarczej.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w najbliższych miesiącach należy rozważyć rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. Argumentowali oni, że zwiększyłyby to przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia silnych wstrząsów zewnętrznych. Członkowie ci wyrażali również opinię, że przy braku podwyżek stóp procentowych polityka pieniężna stanie się procykliczna, oddziałując w kierunku pogorszenia salda na rachunku obrotów bieżących oraz zwiększenia zobowiązań Polski wobec zagranicy. Z kolei wzrost zależności polskiej gospodarki od finansowania zagranicznego może ograniczać możliwość prowadzenia w przyszłości antycyklicznej polityki pieniężnej w związku z obawą o silne zmiany kursu złotego i przepływy kapitału zagranicznego.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że choć na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione, to w kolejnych miesiącach – wraz z ograniczeniem niepewności co do uwarunkowań polityki pieniężnej – uzasadnione może być ich obniżenie. Członkowie ci wskazywali na jedynie powolny wzrost dynamiki cen i obniżające się prognozy inflacji na kolejne lata. Członkowie ci oceniali również, że ewentualne poluzowanie polityki pieniężnej będzie oddziaływać w kierunku ożywienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, która – w szczególności w przypadku sektora MSP – pozostaje relatywnie słaba. Luzowanie polityki pieniężnej może być jednak realizowane w warunkach stabilności kursu walutowego. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że obniżenie stóp procentowych nie przyczyni się do wzrostu – ograniczanej przez

czynniki popytowe – dynamiki kredytu dla firm, może natomiast wywierać negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego.

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: 17 grudnia 2015 r.