

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 10 KWIETNIA 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, zwracano uwagę, że w strefie euro w I kw. br. prawdopodobnie utrzymała się recesja, oraz że perspektywy ożywienia w tej gospodarce wciąż obciążone są dużą niepewnością. W tym kontekście członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy PKB w strefie euro w 2013 r. były obniżane, a wskaźniki koniunktury, po ich pewnej poprawie na początku br., pogorszyły się. W tym kontekście wskazywano także na niskie poziomy wskaźników koniunktury we Francji. Argumentowano jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, koniunktura gospodarcza w I kw. br. była lepsza niż w całej strefie euro. Zauważano przy tym, że w tej gospodarce w bieżącym i w przyszłym roku oczekuje się pewnego przyspieszenia dynamiki aktywności gospodarczej, co może być związane ze wzrostem popytu krajowego, wspieranego przez wysokie zatrudnienie i niskie bezrobocie. Zwrócono również uwagę na relatywnie korzystne perspektywy kształtowania się popytu w Stanach Zjednoczonych, a także w Japonii. Wyrażano jednak obawy, że wzrost gospodarczy w niektórych gospodarkach rozwiniętych w kolejnych latach pozostanie stosunkowo niski – zdaniem niektórych członków Rady także w związku ze znacznym udziałem wydatków publicznych w PKB.

Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, w tym ogłoszenie silnego poluzowania ilościowego przez Bank Japonii, może przyczyniać się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają obecnie na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, a także kursu złotego, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zauważali jednak, że napływ kapitału portfelowego obserwowany w ostatnim okresie nie wiązał się z istotną aprecjacją kursu złotego. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla sektora finansowego w Polsce może być także ponowne nasilenie się problemów sektora bankowego w części gospodarek strefy euro.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w I kw. br. dynamika aktywności pozostała niska, a w gospodarce nie pojawiły się sygnały ożywienia. W tym kontekście podkreślano, że w lutym produkcja przemysłowa spadła, po jej jedynie nieznacznym wzroście w styczniu, a dynamika produkcji budowlano-montażowej wciąż była ujemna. Równocześnie w opinii członków Rady popyt konsumpcyjny – mimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów w ostatnim okresie – pozostał niski, co pokazuje ujemne roczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym br. Na niską aktywność gospodarczą w Polsce w I kw. br. wskazywały również – według członków Rady – niskie poziomy wskaźników koniunktury, mimo pewnej poprawy niektórych z nich w ostatnim okresie. Wskazywano również na wyniki finansowe przedsiębiorstw, które w IV kw. ub. r. się pogorszyły. Podkreślano przy tym, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na eksport pozostała lepsza niż przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na rynek krajowy.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano brak presji płacowej. Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lutym wynikało prawdopodobnie ze statystycznego efektu bazy i miało jednorazowy charakter. Część członków Rady zauważała, że niski popyt w gospodarce przyczynia się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia, co w ich opinii może negatywnie wpływać na kapitał ludzki, a przez to na potencjał produkcyjny gospodarki. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że obserwowany wzrost stopy bezrobocia wynika w dużej mierze ze wzrostu podaży pracy oraz z dostosowań zatrudnienia w przedsiębiorstwach, po jego wcześniejszym nadmiernym wzroście. Członkowie ci wskazywali, że wraz z ożywieniem produkcji sytuacja na rynku pracy również powinna się poprawiać. Członkowie Rady zwracali również uwagę na strukturalne własności rynku pracy, w tym na jego elastyczność w zakresie swobody kształtowania umów o pracę. Niektórzy z nich twierdzili, że elastyczność ta sprzyja niskiemu wynagradzaniu wydajności pracy, co z jednej strony pozwala utrzymać konkurencyjność przedsiębiorstw, z drugiej zaś, oddziałuje niekorzystnie na oszczędności i konsumpcję gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że znaczącym problemem na rynku pracy jest niska mobilność przestrzenna pracujących, związana ze słabo rozwiniętym rynkiem wynajmu mieszkań.

Członkowie Rady podkreślali, że niskiej aktywności gospodarczej towarzyszy spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, w tym o charakterze bieżącym i inwestycyjnym oraz niska dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na zmniejszenie wartości nowoprzyjętych depozytów od gospodarstw domowych w lutym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że – mimo spadku stóp procentowych w ostatnim okresie – roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych w lutym była wyższa niż w styczniu.

Oceniając perspektywy wzrostu popytu w Polsce, większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach tempo wzrostu PKB powinno przyspieszać, choć pozostanie umiarkowane. Nieco wyższy wzrost PKB będzie w opinii części członków Rady rezultatem pewnego przyspieszenia dynamiki eksportu następującego wraz z poprawą koniunktury w gospodarce niemieckiej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że spadek inflacji będzie oddziaływał w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów konsumentów, co będzie wspierać popyt wewnętrzny. Część członków Rady uważała jednak, że ożywienie w polskiej gospodarce może odsunąć się w czasie, a moment i skala przyspieszenia dynamiki PKB obarczone są niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą ożywienia w strefie euro. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być silniejsze niż wynikało z marcowej projekcji NBP.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie wskaźnika inflacji CPI poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a także poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywali przy tym na spadek wszystkich miar inflacji bazowej, co potwierdza niską presję popytową w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że spadek inflacji w ostatnim okresie wynikał w znacznym stopniu ze wstrząsów podażowych. Większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach inflacja CPI pozostanie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a inflacja bazowa będzie niska i stabilna. Część członków Rady wskazywała jednak na czynniki oddziałujące w kierunku wyższej niż prognozowano inflacji w przyszłości. Wskazywano, że ze względu na niskie dochody podatkowe, prawdopodobieństwo utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. jest znaczne, co jest czynnikiem podwyższającym prognozowaną w marcowej projekcji NBP ścieżkę wskaźnika CPI w 2014 r. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wyższa niż przewidywano stawka podatku pośredniego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia siły nabywczej dochodów do dyspozycji, a przez to ograniczenia presji popytowej. Część członków Rady wskazywała również na krótkookresowe ryzyka dla wzrostu cen związane z przedłużającą się zimą, która może przyczyniać się wzrostu cen żywności oraz usług komunalnych. Niektórzy członkowie podkreślali

także, że bieżąca i prognozowana inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości umożliwił kształtowanie się inflacji CPI w paśmie odchyleń od celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP uznano, że na obecnym posiedzeniu Rady powinny one pozostać niezmiennione, w szczególności ze względu na niejednoznaczne sygnały dotyczące perspektyw poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach. Równocześnie, odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady uważała, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli nie pojawią się wyraźne sygnały poprawy koniunktury w gospodarce Polski i wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Za możliwością obniżenia stóp procentowych, w opinii tych członków Rady, przemawia utrzymanie się relatywnie wysokiego poziomu realnych stóp procentowych, wynikające z silniejszego od prognoz spadku inflacji i obniżenia oczekiwań inflacyjnych, a także brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski, zwłaszcza w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach dodatkowo zwiększanej przez znaczący wzrost ekspansji monetarnej Banku Japonii.

Część członków Rady uważała jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także możliwość kształtowania się inflacji CPI w 2014 r. powyżej projekcji, stopy procentowe NBP nie powinny być dalej obniżane. Niektórzy z tych członków Rady argumentowali, że dalsze obniżanie stóp procentowych może ograniczyć skalę restrukturyzacji nierentownych przedsiębiorstw i spowalniać realokację zasobów w kierunku bardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych. Równocześnie w ich opinii dalsze obniżenie stóp procentowych NBP nie wspierałoby popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Członkowie ci uważali także, że obniżki stóp procentowych mogą prowadzić do nadmiernego wzrostu cen obligacji skarbowych, co może zwiększyć ryzyko makroekonomiczne w razie nagłego odpływu kapitału w przyszłości. Inni członkowie Rady argumentowali, że pozostawienie stóp procentowych w ujęciu realnym na relatywnie wysokim poziomie oddziaływałoby w kierunku przyrostu depozytów, co wspierałoby stabilność sektora bankowego, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą stabilności sektora bankowego w niektórych krajach strefy euro.

Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%.

Data publikacji: 25 kwietnia 2013 r.