

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 3 LIPCA 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 koniunktury za granicą, część członków Rady podkreślała, że mimo iż sytuacja w Stanach Zjednoczonych systematycznie, choć powoli się poprawia (o czym świadczy w szczególności rosnące zatrudnienie), to wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niski. W tym kontekście wskazywano, że prawdopodobnemu utrzymaniu się recesji w strefie euro w I półroczu br. towarzyszy dalsze rewidowanie w dół prognoz PKB dla tej gospodarki i odsuwanie w czasie momentu oczekiwanego ożywienia jej wzrostu. Ponadto, część członków Rady zwracała uwagę na oznaki pogorszenia koniunktury w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach, co również negatywnie oddziałuje na aktywność w strefie euro, a pośrednio także w Polsce. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że w II połowie 2013 r. oczekiwana jest stopniowa poprawa koniunktury w gospodarce światowej, w tym zakończenie recesji w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że nawet przy niskim wzroście PKB w strefie euro możliwy jest stosunkowo szybki przyrost polskiego eksportu do tej gospodarki, zwłaszcza jeżeli dynamika aktywności w Niemczech pozostanie istotnie wyższa niż w reszcie strefy euro.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych. Pogorszenie się globalnych nastrojów przyczyniło się do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut. Oceniając wpływ sytuacji na rynkach międzynarodowych na krajowy rynek finansowy, część członków Rady podkreślała, że w porównaniu z innymi krajami wschodzącymi przecena aktywów w Polsce (w tym wzrost rentowności obligacji skarbowych i deprecjacja kursu złotego) była ograniczona. Zdaniem tych członków Rady może to świadczyć o pozytywnym postrzeganiu przez inwestorów fundamentów polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że można liczyć się z ryzykiem ponownego wzrostu niepewności na rynkach finansowych krajów wschodzących, w tym w Polsce. Zwracali też oni uwagę na odpływ kapitału portfelowego z Polski w związku ze spadkiem relatywnej atrakcyjności inwestowania w polskie obligacje skarbowe.

Odnosząc się do lipcowej projekcji NBP, część członków Rady podkreślała, że ścieżki centralne PKB i inflacji w Polsce kształtują się w niej na nieco niższych poziomach niż w projekcji marcowej, co dotyczy jednak przede wszystkim najbliższych kwartałów. W średnim okresie obie projekcje są bardzo zbliżone i wskazują na stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz powolny wzrost inflacji.

Analizując bieżącą sytuację gospodarczą w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na sygnały wciąż słabej koniunktury w kraju, w tym ponowne obniżenie się w maju br. produkcji przemysłowej oraz pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także wciąż niski wzrost sprzedaży detalicznej. Członkowie ci zwracali uwagę, że wskaźniki koniunktury nie wskazują jednoznacznie na kierunek zmian aktywności gospodarczej, a nadal niski poziom

przyrostu kredytu dla sektora prywatnego sygnalizuje, że możliwe ożywienie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie raczej stopniowe i umiarkowane.

Część członków Rady argumentowała, że istotne obniżenie stóp procentowych NBP, dokonane od listopada 2012 r., oddziałuje w kierunku ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, choć nie jest ono czynnikiem, który mógłby całkowicie zrównoważyć negatywne oddziaływanie uwarunkowań zewnętrznych, zacieśnienia fiskalnego oraz pogorszonych nastrojów podmiotów na krajowy wzrost PKB. Zdaniem tych członków Rady, hamując na wzrost gospodarczy działają w szczególności obawy przed przedłużaniem się recesji lub stagnacji w strefie euro, które skłaniają firmy do wstrzymywania się z podejmowaniem inwestycji. W takiej sytuacji, jeśli perspektywy popytu przestaną się pogarszać i przedsiębiorcy zaczną oczekiwać poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach, niższy koszt finansowania może stanowić istotny czynnik zachęcający ich do inwestowania. Zdaniem niektórych członków Rady, o możliwym ożywieniu inwestycji w najbliższym okresie świadczą w szczególności rosące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz pewien wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Niskie stopy procentowe wspierają także konsumpcję, w szczególności poprzez obniżenie obciążenia gospodarstw domowych spłatą zaciągniętych kredytów złotych.

W ocenie części członków Rady, w dłuższej perspektywie wsparciem dla popytu krajowego może być także rozpoczęcie realizacji nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Jednocześnie wraz z oczekiwanym ożywieniem konsumpcji zmniejszy się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na niepewność dotyczącą skali dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, które może okazać się istotnie mniejsze od obecnie deklarowanego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę na zmniejszenie się spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju 2013 r. w ujęciu rocznym, choć podkreślano, że obecnie trudno ocenić trwałość zmian w tym zakresie. Jednocześnie wskazywano, że bezrobocie kształtuje się wciąż na stosunkowo wysokim poziomie, co sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracano uwagę na jej dalsze obniżenie się – do poziomu 0,5% w maju br., tj. istotnie poniżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że dostępne prognozy wskazują na możliwość utrzymania się inflacji w najbliższych miesiącach na bardzo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali, że również w kolejnych kwartałach inflacja może pozostać wyraźnie poniżej celu. Ich zdaniem świadczy o tym pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niski wzrost płac, wskazujące na brak presji kosztowej w gospodarce oraz stagnacja konsumpcji w I kw. i jedynie nieznaczny wzrost sprzedaży detalicznej w II kw., sygnalizujące brak presji popytowej.

Analizując lipcową projekcję inflacji, część członków Rady podkreślała, że stopniowe przyspieszanie wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobne utrzymanie się do końca horyzontu prognozy ujemnej luki popytowej będą czynnikiem ograniczającym wzrost cen w kolejnych kwartałach. Również niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz oczekiwana – w warunkach słabego globalnego popytu – stabilizacja cen surowców na rynkach światowych powinny oddziaływać w kierunku niskiej inflacji. Oznacza to, zdaniem tych członków Rady, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo. Natomiast inni członkowie Rady wskazywali, że wedle lipcowej projekcji dynamiki cen żywności i energii, w tym ropy naftowej, oraz dynamika płac mają się utrzymać na niższym poziomie niż odnotowywany w przeszłości, a kurs złotego ma być nieco mocniejszy od obecnie obserwowanego. Zdaniem tych członków Rady, jeżeli te wielkości będą się kształtować w sposób bardziej zbliżony do dotychczas obserwowanego, prawdopodobny jest szybszy wzrost inflacji niż wskazuje na to projekcja lipcowa. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady podkreślali, że część dostępnych prognoz, w tym prognozy analityków sektora finansowego, sygnalizuje możliwość powrotu inflacji do celu już w 2014 r. Członkowie ci podkreślali także, że bieżące szacunki luki popytowej, jako zmiennej

nieobserwowalnej, zawsze są obciążone niepewnością. W ocenie tych członków Rady luka popytowa może być mniej ujemna niż wskazuje lipcowa projekcja.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że stopy procentowe znajdują się na bardzo niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie może zniechęcać gospodarstwa domowe do utrzymywania środków na rachunkach bankowych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że nadmierne obniżenie stóp procentowych stwarza zachętę do podejmowania zwiększonego ryzyka, w tym realizacji przedsięwzięć o niskiej efektywności, które ostatecznie mogą okazać się nierentowne, a także prowadzi do zmiany struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm). Zdaniem tych członków Rady, uzasadnione byłoby więc utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady oceniała jednak, że przedłużające się spowolnienie gospodarcze oraz brak presji inflacyjnej, a także perspektywy gospodarki w średnim okresie, w tym kształt lipcowej projekcji inflacji i PKB, przemawiają za obniżeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. Zwiększenie skali złagodzenia polityki pieniężnej będzie wspierać oczekiwane ożywienie koniunktury i powrót inflacji do celu.

Większość członków Rady zgodziła się, że decyzja o obniżce podjęta w lipcu powinna stanowić zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, rozpoczętego w listopadzie 2012 r. Członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane w II połowie roku stopniowe ożywienie popytu powinno przełożyć się na nieco wyższy wzrost gospodarczy. Jednak w ich opinii, biorąc pod uwagę utrzymywanie się ujemnej luki popytowej, inflacja może pozostać na bardzo niskim poziomie jeszcze przez kilka kwartałów. Zdaniem tych członków Rady, aktywność gospodarcza powinna jednak systematycznie rosnąć, co – w połączeniu z efektami znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej NBP – będzie sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. W ocenie większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych wraz z lipcową obniżką, będzie wspierał ożywienie gospodarcze oraz powrót inflacji do celu, a jednocześnie ograniczy ryzyko negatywnych skutków nadmiernego obniżenia stóp procentowych dla systemu finansowego i gospodarki. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zasygnalizowanie końca cyklu obniżek będzie sprzyjać zmniejszeniu niepewności dotyczącej parametrów polityki pieniężnej w przyszłości.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że Rada powinna powstrzymać się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej. Wskazywali oni bowiem, że obecnie trudno ocenić wpływ planowanych przez Rząd zmian dotyczących wydatków i dochodów sektora finansów publicznych na kształtowanie się aktywności gospodarczej i inflacji w Polsce. Za powstrzymaniem się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej przemawiało również – zdaniem tych członków Rady – utrzymywanie się niepewności co do reakcji rynków finansowych na sygnały ograniczania ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych oraz na ocenę reform gospodarczych i instytucjonalnych w strefie euro.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Data publikacji: 22 sierpnia 2013 r.