

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 3 PAŹDZIERNIKA 2012 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą i w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane, które napłynęły od wrześniowego posiedzenia, potwierdzają spowolnienie aktywności w gospodarce światowej, w tym kontynuację recesji w strefie euro, jedynie umiarkowany wzrost w Stanach Zjednoczonych i spowolnienie w gospodarkach wschodzących. Zwracano przy tym uwagę, że niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego skłoniły banki centralne największych gospodarek rozwiniętych do dokonania we wrześniu dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Sprzyjało ono poprawie nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednak zdaniem części członków Rady może być ona przejściowa. W szczególności, Europejski Bank Centralny ogłosił wprowadzenie nowego programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, równocześnie kończąc poprzedni program zakupu tych obligacji. Rezerwa Federalna przesunęła deklarowany termin, w którym stopy procentowe powinny być podniesione z końca 2014 r. na połowę 2015 r. i uruchomiła nowy program zakupu sekurytyzowanych papierów wartościowych MBS. Część członków Rady oceniała, że działania podejmowane przez główne banki centralne, powinny przyczynić się do wzrostu aktywności gospodarczej w otoczeniu Polski, zwłaszcza w strefie euro, gdzie można oczekiwać poprawy zaufania konsumentów i inwestorów co do możliwości przezwyciężenia skutków obecnego kryzysu.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że wyhamowywanie wzrostu produkcji przemysłowej, dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej oraz osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej wskazują na kontynuację spowolnienia krajowego wzrostu PKB. Sygnalizują ją również pogarszające się wskaźniki koniunktury, w tym obniżenie prognoz popytu i zamówień. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na dane mogące świadczyć o ograniczonej skali dalszego spowolnienia aktywności gospodarczej, w tym na pewną poprawę sytuacji płynnościowej firm w III kw. oraz na jedynie niewielki spadek dynamiki akcji kredytowej dla sektora prywatnego (widoczny w danych po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych).

Omawiając stan i perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce część członków Rady podkreślała, że sytuacja na rynku pracy pogarsza się szybciej niż oczekiwano. Wskazali oni na spadek zatrudnienia i niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw, a także stopniowy wzrost bezrobocia. Ich zdaniem niski wzrost realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, przy braku możliwości dalszego znaczącego obniżenia stopy oszczędności i ograniczonego dostępu do kredytu konsumpcyjnego, będzie ograniczać konsumpcję. Biorąc pod uwagę, że w początkowej fazie światowego kryzysu finansowego konsumpcja była jednym z czynników podtrzymujących wzrost krajowej aktywności gospodarczej, jej obecne wyhamowywanie świadczy – zdaniem tych członków Rady – o ryzyku znaczącego pogorszenia się koniunktury w kolejnych kwartałach. Z kolei pogorszenie perspektyw popytu negatywnie oddziałuje na dynamikę inwestycji, którym nie sprzyja także wzrost wolnych mocy produkcyjnych. Członkowie ci argumentowali ponadto, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać zmniejszenia się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz kontynuacji zacieśnienia polityki fiskalnej. Wpływ powyższych czynników znajduje

odzwierciedlenie w rewizjach w dół zewnętrznych prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski na 2013 r.

Część członków Rady oceniała natomiast, że obecnie trudno ocenić skalę dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Zdaniem niektórych z tych członków Rady może ono okazać się niewielkie i stosunkowo krótkotrwałe. W rezultacie wzrost PKB może kształtować się jedynie nieznacznie poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że już w 2013 r. można oczekiwać stopniowego przyspieszenia dynamiki konsumpcji i inwestycji, a w efekcie przyspieszenia wzrostu PKB. Sprzyjać temu będzie – ich zdaniem – poprawa koniunktury w otoczeniu Polski, której skala może być większa niż oczekiwano przed ogłoszeniem przez główne banki centralne dodatkowych działań zwiększających ekspansywność polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że pozytywny wpływ na ożywienie gospodarcze w kraju będzie miało planowane złagodzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji odnoszących się do kredytów dla gospodarstw domowych. Również skala ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych będzie prawdopodobnie mniejsza niż przewidziana w *Programie Konwergencji, Aktualizacja 2012*.

Omawiając kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że dynamika cen stopniowo się obniża, choć wciąż pozostaje powyżej celu inflacyjnego NBP, a także powyżej górnej granicy odchylenia do celu. Wskazywano, że podwyższony poziom inflacji wynika w znacznym stopniu z oddziaływania czynników podażowych, pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, przy obniżającej się stopniowo inflacji bazowej. Część członków Rady podkreślała, że osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszy obniżanie się presji płacowej i zatrudnienia, znacząco ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i powinno sprzyjać spadkowi inflacji w perspektywie kilku kwartałów.

Część członków Rady oceniała jednak, że czynnikiem ryzyka dla osiągnięcia celu inflacyjnego pozostają ceny surowców na rynkach światowych, których dalszy wzrost może być w szczególności wspierany przez skutki silnie ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne. Członkowie ci argumentowali, że – biorąc pod uwagę, iż oczekiwane obniżenie się inflacji ma być w znacznym stopniu związane z niższą dynamiką cen żywności i energii, a więc kategorii cen uzależnionych od kształtowania się globalnych cen surowców – czynnik ten może ograniczyć skalę spadku inflacji. Znalazło to odzwierciedlenie w pewnym podwyższeniu części krótkookresowych prognoz inflacji sporządzanych w NBP. Członkowie ci wskazywali również, że prognozy te (mające horyzont dwunastomiesięczny) nie wskazują obecnie na ryzyko wyraźnego obniżenia się inflacji poniżej celu w ich horyzoncie.

Inni członkowie Rady argumentowali, że dynamika światowych cen surowców powinna się obniżyć. Przemawia za tym osłabianie wzrostu popytu na surowce ze strony największych gospodarek wschodzących. Stopniowo spowalniający wzrost gospodarczy w tych krajach sprawia, że – wobec już wysokiego poziomu cen surowców – utrzymanie dotychczasowej dynamiki tych cen jest mało prawdopodobne. Zdaniem tych członków Rady kształtowanie się cen surowców na rynkach globalnych będzie zatem czynnikiem sprzyjającym obniżeniu się inflacji w 2013 r. Wskazywano ponadto, że na spadek inflacji wskazują wszystkie dostępne prognozy makroekonomiczne, w tym lipcowa projekcja NBP, zgodnie z którą inflacja ma osiągnąć poziom zbliżony do 2,5% w I połowie 2013 r., a następnie obniżyć się poniżej celu. Członkowie ci podkreślali, że ryzyko spadku inflacji istotnie poniżej 2,5% jest obecnie większe niż oceniano w lipcu, ze względu na silniejsze niż przewidywano pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego i sytuacji na rynku pracy.

Podczas dyskusji członkowie Rady zwracali także uwagę na kwestię kształtowania się kursu walutowego. Część członków Rady argumentowała, że obecnie decydujące znaczenie dla kształtowania się kursu złotego ma ocena inwestorów dotycząca perspektyw krajowego wzrostu

gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali, że na zmiany kursu wpływać może również poziom dysparytetu stóp procentowych w Polsce względem strefy euro.

Rozważając decyzje dotyczące polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego istotnie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego stwarza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w dłuższej perspektywie, co uzasadnia złagodzenie polityki pieniężnej. Ponadto prognozowany spadek inflacji do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym w najbliższych kwartałach powoduje, że realne stopy procentowe deflowane oczekiwaną inflacją – nawet po ich obniżeniu – pozostałyby wyraźnie dodatnie, natomiast obecnie są one relatywnie wysokie na tle innych krajów. Złagodzenie polityki pieniężnej uzasadniają – zdaniem tych członków Rady – także prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności za granicą i kontynuacja zacieśniania krajowej polityki fiskalnej w 2013 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że silne spowolnienie gospodarcze może utrudnić proces obniżania deficytu sektora finansów publicznych, co może przyczynić się do osłabienia kursu złotego i podwyższyć inflację. Stąd uważali oni, że aby ograniczyć ryzyko silnego spowolnienia gospodarczego należy dokonać relatywnie szybkiego złagodzenia polityki pieniężnej.

Inni członkowie Rady uznali, że ewentualne obniżenie stóp procentowych powinno uwzględniać ocenę średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, jaka wyłoni się z listopadowej projekcji NBP. Część członków Rady wskazywała przy tym, że obecny poziom stóp może być odpowiedni, aby umożliwić powrót inflacji do celu w perspektywie kilku kwartałów, a ich obniżenie w sytuacji utrzymującej się słabej koniunktury za granicą może mieć ograniczony wpływ na ożywienie krajowej aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady oceniali ponadto, że utrzymuje się ryzyko silnego, negatywnego wstrząsu w otoczeniu polskiej gospodarki, którego akomodacja poprzez wzrost konsumpcji prywatnej lub ekspansywną politykę fiskalną zależy od wielkości oszczędności w gospodarce. Biorąc pod uwagę bardzo niską obecnie stopę oszczędności gospodarstw domowych oraz wciąż nadmierny deficyt sektora finansów publicznych, obniżenie stóp procentowych oddziaływałoby w kierunku dodatkowego zmniejszenia skłonności do oszczędzania, osłabiając możliwość akomodacji ewentualnego negatywnego wstrząsu w przyszłości.

Większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie, jednak jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, to Rada dokona złagodzenia polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

Data publikacji: 18 października 2012 r.