

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 stycznia 2015 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze. W tym kontekście zwracali uwagę na rewizję w górę danych o PKB za III kw. ub. r, a także na korzystne dane makroekonomiczne za IV kw. ub. r., w tym przede wszystkim kontynuację wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych będzie wspierać aktywność gospodarczą na świecie. Część członków Rady oceniała jednak, że sytuacja gospodarcza wśród głównych partnerów handlowych Polski pozostaje niekorzystna. W strefie euro, w tym w Niemczech, wskaźnik PMI w IV kw. ub. r. był średnio niższy niż w poprzednich kwartałach. Argumentowano, że w części gospodarek strefy euro dynamika aktywności gospodarczej jest ograniczana przez działania zmierzające do zmniejszenia wysokości długu publicznego. Podkreślana była również niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady uważali, że perspektywa ożywienia gospodarczego w tym obszarze walutowym się oddala, wskazując przy tym na obniżenie prognoz wzrostu PKB dla tej gospodarki w ostatnim okresie, w tym przez Europejski Bank Centralny. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że choć w strefie euro utrzymuje się obecnie podwyższona niepewność, spowodowana między innymi zbliżającymi się wyborami w Grecji, to w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna przyspieszać, co będzie wspierane przez znaczny spadek cen ropy naftowej. Zwracano także uwagę na wyhamowanie dynamiki aktywności gospodarczej w Rosji w IV kw. ub. r. oraz prawdopodobny znaczny spadek PKB w tej gospodarce w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w wielu innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB pozostaje stabilny.

Członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację znacznego spadku cen ropy naftowej w ostatnim okresie, który prowadzi do obniżenia inflacji oraz jej prognoz w wielu gospodarkach. Podkreślano, że w grudniu w strefie euro pojawiła się deflacja, a EBC znacznie obniżył prognozy inflacji na ten rok. Oceniano, że w tych warunkach już w styczniu br. możliwe jest ogłoszenie kolejnych programów luzowania ilościowego przez EBC. Wskazywano także na zbliżający się termin podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, która prawdopodobnie będzie wspierać napływ kapitału portfelowego do tej gospodarki.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona awersja do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Wraz z nasileniem się oczekiwań na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dolar znacznie się umocnił, a waluty gospodarek wschodzących, w tym złoty, osłabiły się. Podkreślano jednak, że osłabienie złotego względem euro było znacznie mniejsze niż względem dolara. Niektórzy

członkowie Rady argumentowali, że osłabienie złotego wynikało także częściowo ze znacznej deprecjacji rosyjskiego rubla. Zwracano również uwagę, że kursy walutowe innych partnerów handlowych Polski osłabiły się bardziej niż złoty. W rezultacie nominalny efektywny kurs walutowy złotego w grudniu był silniejszy niż miesiąc wcześniej.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady oceniali, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub. r. mogło nieznacznie spowolnić. Część członków Rady była jednak zdania, że pomimo możliwego spowolnienia, dynamika PKB pozostaje stabilna, a prognozy wzrostu gospodarczego wskazują na jej stopniowe przyspieszanie w kolejnych kwartałach. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obserwowany na świecie spadek cen ropy będzie wspierał popyt krajowy, a także – poprzez wyższą dynamikę PKB za granicą – polski eksport. W rezultacie wzrost gospodarczy w Polsce może być wyższy niż wcześniej prognozowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że w II połowie br. wzrost PKB będzie wspierany przez wyższy napływ funduszy z Unii Europejskiej. Wskazując na relatywnie korzystne perspektywy popytu w polskiej gospodarce, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostaje dobra czemu sprzyjają niskie ceny ropy naftowej. Utrzymuje się wysoka dynamika ich inwestycji, wspierana przez niski koszt kredytu, a prognozy zamówień i produkcji znajdują się powyżej wieloletniej średniej. Argumentowali oni również, że rośnie dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, a realna dynamika podaży pieniądza jest na poziomie najwyższym od początku globalnego kryzysu finansowego. Oceniali także, że wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw ustabilizowały się, a nastroje gospodarstw domowych się poprawiają.

Część członków Rady wskazywała jednak, że tempo wzrostu PKB nie gwarantuje szybkiego domknięcia się luki popytowej oraz nie pojawiają się sygnały jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie podkreślali, że utrzymuje się ryzyko istotnego spowolnienia dynamiki PKB. Argumentowano w tym kontekście, że w listopadzie dynamika produkcji przemysłowej spadła w pobliże zera, dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała ujemna, a dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem negatywnie oddziałującym na krajową koniunkturę jest oddalenie się perspektyw ożywienia w strefie euro oraz silne osłabienie aktywności w Rosji. Podkreślano także dalsze zacieśnienie polityki makroostrożnościowej na początku br., które prawdopodobnie będzie ograniczało dynamikę kredytów na nieruchomości. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że popyt krajowy był w ostatnich kwartałach wspierany przez znaczny przyrost zapasów, który mógł wynikać z niewystarczającego popytu na już wyprodukowane dobra, co może w przyszłości ograniczać dynamikę produkcji.

Analizując sytuację na rynku pracy podkreślano, że utrzymuje się wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, a stopa bezrobocia, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, maleje. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że badania koniunktury sugerują dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Jednocześnie wskazywano, że

nie pojawiają się sygnały presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw, a dynamika płac w sektorze publicznym ograniczana jest przez zamrożenie funduszu płac w tych sektorze.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na możliwość dłuższego niż wcześniej oczekiwano utrzymywania się deflacji. Podkreślano również, że prognozy dynamiki cen w kolejnych kwartałach były w ostatnim okresie obniżane. W rezultacie deflacja może utrzymać się jeszcze przez kilka miesięcy, a przez to oczekiwany horyzont powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP może się wydłużyć.

Część członków Rady podkreślała jednak, że deflacja wynika przede wszystkim z obniżenia cen surowców. Członkowie ci oceniali, że z tego względu jest to zjawisko pozytywne dla dynamiki popytu krajowego, gdyż sprzyja wzrostowi wynagrodzeń w ujęciu realnym i zwiększa zdolność części podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia, a tym samym wspiera poprawę koniunktury. Wskazywali przy tym, że spadek cen energii prowadzi do poprawy nastrojów większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wydłużenie okresu niskiej dynamiki cen jest obecnie zjawiskiem charakterystycznym dla wielu gospodarek.

Część członków Rady podkreślała natomiast, że obserwowany spadek cen wynika nie tylko ze spadku cen surowców, ale także z utrzymującej się ujemnej luki popytowej w gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – najniższy w historii i ujemny poziom średniej miar inflacji bazowej oraz utrzymująca się ujemna dynamika cen producenta. Członkowie ci wskazywali również, że deflatory większości kategorii sprzedaży detalicznej są ujemne, a dynamika cen usług – które w największym stopniu reagują na krajową presję popytową – od wielu kwartałów pozostaje w trendzie spadkowym. Zwracano uwagę, że deflacja przyczynia się do utrzymywania bardzo niskich oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz że oczekiwania inflacyjne na najbliższe dwa lata formułowane przez analityków kształtują się poniżej celu inflacyjnego NBP.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmienione. Większość członków Rady była bowiem zdania, że pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie na obecnym posiedzeniu jest wskazane ze względu na utrzymującą się podwyższoną awersję do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych, wynikającą między innymi z kryzysu walutowego w Rosji.

Część członków Rady opowiadających się za utrzymaniem stóp procentowych na niezmienionym poziomie zwracała uwagę, że źródła przedłużającej się deflacji mają charakter podażowy i znajdują się poza bezpośrednim oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano przy tym, że obserwowany spadek cen surowców wspiera koniunkturę. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że dalsza obniżka stóp procentowych – w warunkach wzrostu popytu krajowego przekraczającego w ich opinii potencjalne tempo wzrostu PKB – mogłaby prowadzić do nadmiernego przyrostu kredytu oraz wzrostu deficytu w obrotach bieżących, który w obecnych warunkach jest ograniczany dzięki znacznemu spadkowi cen importu. Argumentowali przy tym, że ewentualny wzrost stóp procentowych za granicą może pogorszyć saldo dochodów na

rachunku obrotów bieżących. Członkowie ci wskazywali także, że obecnie stopy procentowe NBP kształtują się na historycznie niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie będzie hamować restrukturyzację przedsiębiorstw i potencjalny wzrost gospodarczy. Niektórzy z członków Rady wskazywali, że niska dynamika cen jest charakterystyczna dla wielu gospodarek, a doświadczenia innych banków centralnych pokazują, że w obecnych warunkach obniżki stóp procentowych mogą nie doprowadzić do powrotu inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, realne stopy procentowe będą się obniżać.

Część członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP może być uzasadnione. Członkowie ci podkreślali, że okres deflacji i horyzont powrotu inflacji do celu wydłużają się. Oceniali również, że napływające dane wskazują na ryzyko spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej, a także, że utrzymuje się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Zwracali uwagę, że utrzymująca się deflacja prowadzi do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, które w Polsce są obecnie relatywnie wysokie w ujęciu historycznym i w porównaniu międzynarodowym. Wskazywano przy tym na możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy z tych członków Rady zwracali również uwagę, że oprocentowanie kredytów dla sektora prywatnego jest wyższe niż nominalne tempo wzrostu PKB, a w ujęciu realnym są one wyższe niż rentowność przedsiębiorstw, co – w ich opinii – nie stwarza ryzyka nadmiernego zadłużania oraz nie hamuje restrukturyzacji przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali przy tym, że ze względu na ograniczone narzędzia polityki pieniężnej, proces restrukturyzacji przedsiębiorstw powinien być wspierany przede wszystkim przez politykę strukturalną. Niektórzy z członków Rady niewykluczających dostosowania stóp procentowych w kolejnych miesiącach oceniali, że lepsza ocena ewentualnej konieczności dostosowania polityki pieniężnej będzie możliwa po ocenie ewentualnych działań EBC oraz zapoznaniu się z nową projekcją inflacji i PKB.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na utrzymujący się spadek cen, wydłużający się okres powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP, a także ryzyko spowolnienia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach, stopy procentowe powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem niższe stopy procentowe NBP nie tylko wspierałyby aktywność gospodarczą, ale również – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałyby się do obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, co wspierałoby politykę gospodarczą rządu. Biorąc pod uwagę te argumenty niektórzy spośród tych członków Rady opowiadali się za silnym obniżeniem stóp procentowych.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Data publikacji: 22 stycznia 2015 r.