

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 lutego 2015 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, część członków Rady wskazywała na brak istotnej poprawy sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski. Zaznaczano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej utrzymuje się na niskim poziomie w porównaniu do innych krajów rozwiniętych. Ponadto część członków Rady oceniała, że poprawa koniunktury w tej strefie będzie ograniczana przez słaby wzrost inwestycji, związany częściowo z prognozowanym osłabieniem dynamiki popytu ze strony gospodarek wschodzących. Członkowie ci zwracali również uwagę na pogorszenie sytuacji wschodnich partnerów handlowych Polski. W szczególności podkreślono, że wzrost gospodarczy w Rosji wyhamował w IV kw. ub.r. w pobliże zera, a w bieżącym roku prognozowana jest w tym kraju recesja, której skalę może dodatkowo pogłębiać ponowna eskalacja konfliktu z Ukrainą. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w strefie euro prognozowany jest wzrost dynamiki PKB w 2015 r. Byli oni zdania, że przyspieszający popyt konsumpcyjny – wspierany dodatkowo przez spadek cen ropy naftowej – przełoży się w kolejnych kwartałach na wyraźniejsze niż dotychczas ożywienie koniunktury w tym obszarze walutowym. Wskazywano także, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB – pomimo spowolnienia w IV kw. ub.r. – pozostaje wysoki na tle innych krajów rozwiniętych, a perspektywy koniunktury są tam korzystne. Zaznaczano, że dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie tam wyraźnie wyższa niż w strefie euro, do czego przyczynia się głównie mniejsza skala regulacji oraz niższe obciążenia podatkowe w gospodarce amerykańskiej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że przewidywane przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w bieżącym roku może się nie zrealizować, na co wskazuje obniżenie dynamiki PKB w IV kw. ub.r.

Członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie cen dużej grupy surowców w ostatnim okresie, co – w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie – przyczynia się do spadku inflacji w wielu krajach. Podkreślano jednocześnie, że spadek cen surowców będzie oddziaływać w kierunku pobudzenia aktywności gospodarczej w krajach będących importerami netto surowców. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na pewien wzrost cen ropy w ostatnich dniach i zaznaczali, że zmiany cen surowców stanowią istotne źródło niepewności dla kształtowania się aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że – wobec pogłębienia się deflacji oraz nadal powolnego wzrostu gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny (EBC) istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe. Dyskutując na temat ewentualnych skutków

luzowania ilościowego EBC część członków Rady była zdania, że jego wpływ na sferę realną może być ograniczony. Wyrażali oni opinię, że zwiększenie płynnych rezerw w bankach w strefie euro może nie doprowadzić do istotnego pobudzenia tamtejszej akcji kredytowej, w tym kredytów przeznaczonych na cele inwestycyjne. Zaznaczali oni, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z utrzymującą się niepewnością co do przyszłej koniunktury w strefie euro i – w związku z tym – koszt finansowania ma niewielki wpływ na popyt na kredyt. Wskazuje na to – zdaniem niektórych członków Rady – spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw w tamtejszej gospodarce trwający pomimo obniżenia się ich oprocentowania w ostatnich miesiącach. Część członków Rady oceniała, że głównym efektem działań EBC będą spadki rentowności instrumentów dłużnych w strefie euro. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że spadek rentowności aktywów i oprocentowania depozytów w strefie euro może przyczyniać się do zwiększania przez część gospodarstw domowych skłonności do oszczędzania, tak by przyrost oszczędności, a tym samym przyszła konsumpcja pozostały na stałym poziomie, co w efekcie może ograniczyć bieżącą konsumpcję. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że luzowanie ilościowe EBC może zwiększyć napływ kapitału portfelowego do gospodarek nienależących do tego obszaru walutowego, w tym do Polski, powodując presję na aprecjację ich kursów walutowych.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat decyzji Narodowego Banku Szwajcarii o upłynnieniu kursu franka wobec euro oraz obniżeniu przez niego stóp procentowych. W tym kontekście wskazywano, że obecnie nie jest jeszcze możliwa pełna ocena skutków umocnienia franka szwajcarskiego dla polskich podmiotów posiadających zobowiązania w tej walucie, co wynika z dużej zmienności kursu złotego wobec franka oraz nieznannej reakcji sektora bankowego i instytucji regulacyjno-nadzorczych na tę sytuację. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że utrzymanie się słabego kursu złotego wobec franka szwajcarskiego nasili trudności ze spłatą kredytów denominowanych we frankach i pogorszy strukturę aktywów banków.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Podkreślano także wzrost dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w grudniu, wzrost niektórych wskaźników koniunktury i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Część członków Rady oceniała, że pomimo niewielkiego spowolnienia, dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika popytu krajowego w IV kw. ub.r. – pomimo ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB – była wyższa od oczekiwań i dynamiki całego PKB. Zdaniem tych członków Rady utrzymywanie się szybkiego wzrostu popytu krajowego przyczynia się do pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skala jest obecnie obniżana przez spadek cen surowców i związaną z tym poprawę tzw. *terms-of-trade*. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że pomimo utrzymywania się tempa wzrostu PKB w pobliżu 3%, luka popytowa w Polsce pozostaje ujemna.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy w Polsce będzie stopniowo przyspieszał. Członkowie ci argumentowali, że utrzymaniu się wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego będzie sprzyjać dalszy wzrost zatrudnienia przy umiarkowanym wzroście płac, a także poprawa wskaźników ufności konsumenckiej. Z kolei popyt inwestycyjny będzie – zdaniem tych członków Rady – wspierany przez dalszy szybki wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, a w II połowie br. także przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych finansowanych ze środków UE. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że korzystne perspektywy aktywności inwestycyjnej firm wynikają w dużym stopniu z rosnącej skłonności firm do inwestowania związanej ze spadkiem percepcji niepewności w ich otoczeniu, rosnącym stopniem wykorzystania mocy wytwórczych i poprawą prognoz popytu, przy korzystnych warunkach ich finansowania. Część członków Rady wskazywała, że źródłem ożywienia aktywności gospodarczej w Polsce będzie także prognozowane przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro.

Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że nawet jeśli wzrost PKB stopniowo przyspieszy w kolejnych kwartałach, to nie będzie prowadził do narastania nierównowag w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na ryzyko spowolnienia wzrostu na przełomie bieżącego i przyszłego roku. Zwracano uwagę, że wzrost popytu konsumpcyjnego będzie ograniczany przez wzrost zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania denominowane we franku szwajcarskim. Z kolei na wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw negatywnie oddziaływać może – zdaniem niektórych członków Rady – utrzymująca się niepewność co do popytu i ich niska oczekiwana zyskowność w relacji do stopy zwrotu z alternatywnych form lokowania kapitału. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się niskiego udziału inwestycji w PKB oraz jedynie niewielkiego odsetka przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji. Część członków Rady była zdania, że głównym źródłem ryzyka dla przyspieszenia aktywności gospodarczej w Polsce jest możliwość niższego od oczekiwań wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że negatywnie na dynamikę PKB mogłaby oddziaływać ewentualna aprecjacja złotego.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem krótkookresowe prognozy inflacji zostały istotnie zrewidowane w dół, a przewidywany okres deflacji wydłużył się. Wskazywano ponadto na przyspieszenie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców. Zaznaczali oni, że również wydłużenie oczekiwanego okresu deflacji wynika z obniżenia prognozowanej ścieżki cen energii i żywności. W opinii tych członków Rady, deflacja – ze względu na jej podażowe źródła – nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że brak jest obecnie sygnałów wskazujących na

ryzyko wystąpienia spirali deflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali też opinię, że niska dynamika cen – wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego w otoczeniu Polski oraz spadku cen surowców – jest zjawiskiem normalnym, a biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie się tych uwarunkowań, inflacja pozostanie prawdopodobnie niska również w dłuższym horyzoncie.

Część członków Rady była natomiast zdania, że spadek cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – zarówno dalszy spadek większości miar inflacji bazowej, jak również fakt, iż ceny producenta obniżają się od blisko trzech lat, a więc zdecydowanie dłużej niż ceny surowców na rynkach światowych. Członkowie ci podkreślali także, że wobec utrzymującego się spadku cen oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw pozostają bardzo niskie, a oczekiwania analityków zostały w ostatnim okresie istotnie obniżone. Członkowie ci byli również zdania, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji wzrasta ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że mimo obniżenia nominalnych stóp w IV kw. ub.r., pogłębienie się deflacji oraz silne obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się w ostatnich miesiącach do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, przez co kształtują się one obecnie na relatywnie wysokim poziomie. Zwracali oni także uwagę na historycznie niski poziom rentowności obligacji długoterminowych wskazujący, że w dłuższym okresie inflacja lub realna stopa równowagi będzie wyraźnie niższa niż dotychczas. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, a stopy realne będą się obniżać wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmiennione.

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika PKB kształtuje się obecnie na poziomie zbliżonym do potencjalnego tempa wzrostu, a w kolejnych kwartałach prognozowane jest jego przyspieszenie. Członkowie ci argumentowali ponadto, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma ona negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu popytu krajowego obniżenie stóp procentowych mogłoby przyczynić się do zwiększenia nierównowagi zewnętrznej oraz prowadzić do nadmiernego wzrostu kredytu, w tym kredytów mieszkaniowych oraz narażałoby kredytobiorców na silny wzrost kosztów obsługi kredytu w sytuacji wzrostu stóp procentowych. Nadmierny wzrost akcji kredytowej mógłby również stwarzać ryzyko pojawienia się bańki na rynku nieruchomości. Członkowie ci wyrażali także opinię, że dalsze dostosowanie stóp procentowych – zmniejszając jedynie przejściowo koszty obsługi długu publicznego – mogłaby powodować wzrost niestabilności finansów publicznych w przyszłości. Jednocześnie w opinii tych członków Rady utrzymywanie nominalnych stóp procentowych na niskim poziomie oddziałuje negatywnie na proces selekcji podmiotów gospodarczych i tym samym ogranicza wzrost produktywności w gospodarce.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że pogłębienie się deflacji oraz wydłużenie okresu jej trwania zwiększa ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, a więc uzasadnia obniżenie stóp procentowych. Wskazywali oni ponadto, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji rośnie ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki. Członkowie ci oceniali także, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem w warunkach silnego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC, zwiększa ryzyko napływu kapitału portfelowego i nadmiernego umocnienia kursu złotego, co dodatkowo utrudniałoby powrót inflacji do celu oraz mogłoby osłabić wzrost PKB. Niektórzy członkowie podkreślali także, że obniżenie stóp procentowych – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałoby się do zmniejszenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając politykę gospodarczą rządu. Niektórzy członkowie zaznaczali ponadto, że dostosowanie stóp procentowych ułatwiałoby delewarowanie podmiotów gospodarczych, a także mogłoby wspierać proces przewalutowania kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady uznała jednak, że ze względu na znaczną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie uzasadnione jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu. Członkowie ci nie wykluczyli jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, gdy możliwa będzie ocena perspektyw inflacji w średnim okresie uwzględniająca wyniki marcowej projekcji NBP.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo znacznej zmienności na rynkach finansowych, wydłużający się okres spadku cen oraz niskie prawdopodobieństwo istotnego wzrostu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach stwarzającego ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych uzasadnia obniżenie stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że wobec tych uwarunkowań, brak decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej może przyczynić się do wzrostu niepewności w gospodarce.

Na posiedzeniu zgłoszono 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: 19 lutego 2015 r.