

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

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat obecnej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście bieżącej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz wyników marcowej projekcji PKB i inflacji.

Omawiając sytuację w otoczeniu Polski, członkowie Rady wskazywali na obniżenie się zmienności cen większości instrumentów na międzynarodowych rynkach finansowych w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała jednak, że na rynkach finansowych utrzymuje się niepewność związana z sytuacją geopolityczną na Ukrainie oraz ryzykiem dotyczącym ewentualnej restrukturyzacji zadłużenia Grecji. Niepewność ta wynika również z perspektyw niskiego wzrostu gospodarczego, zarówno w strefie euro i Japonii, jak i największych gospodarkach wschodzących, w tym zwłaszcza w Chinach.

Odnosząc się do koniunktury za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stabilną dynamikę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, a z drugiej na wciąż niski – pomimo pewnego przyspieszenia – wzrost gospodarczy w strefie euro. Podkreślano, że dynamika akcji kredytowej w strefie euro pozostaje bliska zera. Część członków Rady wskazywała jednak na rewizję w górę prognoz PKB dla strefy euro. Wśród czynników mogących oddziaływać w kierunku szybszego wzrostu w strefie euro wymieniano przyspieszenie wzrostu gospodarki niemieckiej, spadek cen ropy naftowej, zmniejszenie skali zacieśnienia fiskalnego, uruchomienie programu inwestycyjnego Komisji Europejskiej oraz rozpoczęcie silnego łagodzenia ilościowego przez EBC w marcu br.

Oceniając potencjalną skuteczność łagodzenia ilościowego EBC, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie rentowności instrumentów dłużnych w trakcie stosowania podobnych programów w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, co – poprzez obniżenie kosztu kredytu i deprecjację walut – oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali także, że tempo wychodzenia tych krajów z kryzysu było znacznie szybsze niż gospodarek, w których w tym samym czasie utrzymywano bardziej restrykcyjną politykę pieniężną, w tym w strefie euro. Zauważali oni również, że wobec łagodzenia ilościowego przez EBC rośnie ryzyko napływu kapitału portfelowego do krajów o istotnym poziomie dysparytetu stóp procentowych w relacji do strefy euro i w efekcie ryzyko aprecjacji kursów ich walut. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że podczas łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii dodatkowa płynność w jedynie bardzo ograniczonym stopniu była kierowana do sfery realnej, przez co nie przyczyniało się ono – ich zdaniem – do pobudzenia aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, programy łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych zmniejszały ceny na rynkach aktywów, a przez to przyczyniały się do ponownego narastania nierównowag w tym kraju. Zwracali oni uwagę, że – pomimo wprowadzenia programów łagodzenia ilościowego – tempo wychodzenia gospodarki amerykańskiej z kryzysu gospodarczego jest

najwolniejsze od czasów drugiej wojny światowej, choć szybsze niż w strefie euro. Wskazywali oni, że do względnie szybkiej poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w okresie pokryzysowym przyczyniała się większa elastyczność tych gospodarek.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w innych gospodarkach, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie w wielu z nich, w tym zwłaszcza europejskich i największych wschodzących, została ona złagodzona. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na spadek inflacji, brak presji płacowej i umocnienie dolara Fed sygnalizuje, że zacieśnienie polityki pieniężnej nie musi nastąpić szybko.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, podkreślano, że w ostatnich miesiącach dynamika cen obniżyła się w wielu krajach, a w większości krajów Unii Europejskiej jest ujemna. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że okres obniżania się cen ropy naftowej prawdopodobnie zakończył się. Jednak większość członków Rady była zdania, że pozostaną one wyraźnie niższe niż w poprzednich latach. Ponadto ze względu na strukturalne zmiany po stronie podaży ropy, presja na wzrost ich cen powinna pozostać niska. Członkowie Rady zwrócili także uwagę na dalsze obniżenie się cen wielu surowców nieenergetycznych w ostatnim okresie, w tym zwłaszcza rolnych.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce wskazywano, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Zwracano uwagę, że do wzrostu PKB w IV kw. przyczyniał się nadal głównie wzrost popytu krajowego, w tym stabilna dynamika konsumpcji i wysoki – pomimo pewnego obniżenia – wzrost inwestycji. Część członków Rady podkreślała jednak, że utrzymuje się niepewność co do perspektyw popytu, w tym zwłaszcza zagranicznego, a dane o aktywności gospodarczej w styczniu i wskaźniki koniunktury w lutym nie dają jednoznacznego obrazu koniunktury na początku 2015 r. W tym kontekście wskazywano, że wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej spowolnił w styczniu, natomiast wskaźniki koniunktury w przemyśle kształtowały się w lutym powyżej oczekiwań i sugerują poprawę aktywności oraz wzrost zatrudnienia w tym sektorze. Część członków Rady zwracała także uwagę na utrzymywanie się korzystnych perspektyw inwestycji przedsiębiorstw, popytu i zatrudnienia sygnalizowane przez badania koniunktury NBP. Wskazywali oni, że sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw pozostaje dobra, pozwalając przedsiębiorstwom na finansowanie inwestycji z własnych środków, co mogło – w ocenie niektórych członków Rady – przyczynić się do pewnego obniżenia dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw na początku br. i to pomimo złagodzenia kryteriów przyznawania takich kredytów. W ocenie części członków Rady utrzymywanie się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest częściowo związane ze spadkiem cen ropy w poprzednich miesiącach. Zwracali oni także uwagę, że obniżenie cen ropy przyczynia się również do wzrostu dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym i wyższej konsumpcji prywatnej. Wśród czynników oddziałujących w kierunku wzrostu dochodów do dyspozycji wskazywano także na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy, w tym utrzymujący się wzrost zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że poprawa perspektyw finansowych gospodarstw domowych przekłada się również na dalsze ożywienie na rynku mieszkaniowym w Polsce i – w konsekwencji – na

wzrost aktywności w sektorze budownictwa mieszkaniowego. W ocenie niektórych członków Rady wzrost popytu krajowego spowodowany poprawą terms of trade, związaną ze spadkiem cen ropy może jednak skutkować narastaniem nierównowagi zewnętrznej w przypadku wzrostu cen surowca.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w kontekście marcowej projekcji zwracano uwagę, że dynamika PKB według projekcji ma być w najbliższych kwartałach stabilna i nieco wzrosnąć, a w całym horyzoncie projekcji kształtować pomiędzy 3 a 4%. W świetle projekcji, do utrzymania stabilnej dynamiki PKB ma się przyczynić stabilny wzrost konsumpcji i wysoka – pomimo pewnego osłabienia w 2016 r. – dynamika inwestycji. Zdaniem niektórych członków Rady dynamika inwestycji może być jednak niższa niż wskazuje centralna ścieżka projekcji, co jest związane z obserwowaną w ostatnich miesiącach niską dynamiką produkcji przemysłowej i utrzymującą się niepewnością co do perspektyw koniunktury za granicą. Niższa od przewidywanej dynamika inwestycji może z kolei przełożyć się na słabszy wzrost PKB w kolejnych kwartałach, a nawet jego dalsze spowolnienie. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ścieżka centralna marcowej projekcji PKB kształtuje się nieco powyżej tempa wzrostu prognozowanego w listopadowej projekcji. Oceniali oni, że dynamika inwestycji może być wyższa niż przewiduje ścieżka centralna projekcji z uwagi na większe niż założono w projekcji wykorzystanie środków unijnych.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców, przez co nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Część członków Rady była natomiast zdania, że niska dynamika cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – ujemny poziom większości miar inflacji bazowej, utrzymujący się od dłuższego czasu spadek cen produkcji sprzedanej oraz ujemny deflator PKB w IV kw. ub.r.

Omawiając perspektywy inflacji, podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja CPI – pomimo stopniowego wzrostu w kolejnych kwartałach – nie wróci do celu w horyzoncie projekcji. Również inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii ma kształtować się pod koniec horyzontu projekcji poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady zwracała dodatkowo uwagę na utrzymywanie się ujemnej luki popytowej w całym horyzoncie projekcji. Członkowie Rady wskazywali także na prognozowany w marcowej projekcji brak presji płacowej spowodowany oczekiwanym wzrostem wydajności pracy towarzyszącym prognozowanemu przyspieszeniu płac. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że presja płacowa może być obecnie maskowana przez spadek cen surowców na rynkach światowych, który podwyższa realną dynamikę płac i dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Systematycznie rosnąca liczba wakatów w stosunku do liczby

bezrobotnych wskazuje – ich zdaniem – że możliwe jest istotne przyspieszenie nominalnych płac po wygaśnięciu tego czynnika.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych w Polsce, część członków Rady podkreślała, że pogłębienie się deflacji oraz dalsze obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym. Niektórzy z nich zwracali uwagę, że wysoki poziom realnych stóp procentowych może zniechęcać do podejmowania inwestycji mających na celu zwiększenie potencjału produkcyjnego gospodarki, ponieważ stopa zwrotu z takich inwestycji jest niższa od stopy zwrotu z inwestycji finansowych. Inni członkowie podkreślali również, że w związku z procesem konwergencji realnej gospodarki polskiej do strefy euro, poziom stopy procentowej spójnej z równowagą makroekonomiczną w Polsce najprawdopodobniej obniżył się w ostatnich latach.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że obecny poziom realnych stóp procentowych w gospodarce jest uzasadniony lub nawet zbyt niski, biorąc pod uwagę obecną dynamikę PKB i dążenie do zachowania równowagi makroekonomicznej, w tym zapobieganie narastaniu nierównowagi zewnętrznej i nadmiernemu przyrostowi kredytu. W ocenie niektórych członków Rady na zbyt niski poziom realnych i nominalnych stóp procentowych wskazują wyniki marcowej projekcji PKB i inflacji, zgodnie z którymi – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – deficyt na rachunku obrotów bieżących ma narastać. Członkowie ci zaznaczali ponadto, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, w tym również w porównaniu do krajów wysokorozwiniętych w okresie przed globalnym kryzysem gospodarczym. Podkreślali oni także, że poziom stóp realnych będzie się obniżał wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Wskazywali oni, że od poprzedniego posiedzenia zmniejszyła się zmienność na rynkach finansowych, w tym na rynku walutowym. Podkreślali oni, że wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB potwierdziły ocenę, że dotychczasowy poziom stóp procentowych jest zbyt wysoki, by wspierać powrót inflacji do celu w nadchodzących latach. Wskazywali oni bowiem, że w świetle projekcji marcowej, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja nie wróci do celu, a luka popytowa pozostanie ujemna w horyzoncie tej projekcji. Zwracali także uwagę na wzrost dysparytetu stóp procentowych w stosunku do najbliższego otoczenia Polski, co może oddziaływać w kierunku wzrostu napływu kapitału zagranicznego i aprecjacji złotego, która dodatkowo pogłębiałaby deflację i opóźniałaby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obniżenie stóp będzie oddziaływać także w kierunku obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając w ten sposób politykę gospodarczą rządu.

Dyskutując na temat skali obniżenia stóp procentowych i ich docelowego poziomu w obecnym cyklu, większość członków Rady oceniła, że stopy procentowe powinny zostać dostosowane jednorazowo, tak by skala obniżki była istotna, co oddziaływałoby też w kierunku zmniejszenia niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej. W tym kontekście

członkowie ci byli także zdania, że jednorazowej znacznej obniżce stóp procentowych powinno towarzyszyć stwierdzenie, że taka decyzja stanowi zakończenie obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W ocenie większości członków Rady takie stwierdzenie nie uniemożliwiłoby dostosowania stóp procentowych w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu.

Z kolei część członków Rady była zdania, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione. Członkowie ci argumentowali, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest obecnie ograniczony. Wskazywali oni, że zgodnie z wynikami projekcji marcowej obniżenie stóp procentowych w I połowie 2015 r., tj. zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, nie skutkowałoby wystarczającym wzrostem inflacji, by mogła ona znaleźć się w celu inflacyjnym, jednak mogłoby przyczynić się do pogłębienia nierównowagi zewnętrznej. Jednocześnie w opinii członków Rady będących za pozostawieniem parametrów polityki pieniężnej bez zmian obniżenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku zwiększenia finansowania nierentownych inwestycji. To z kolei – przy względnie wysokim odsetku niespłaconych kredytów w Polsce – mogłoby oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji finansowej sektora bankowego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Na posiedzeniu złożono również wniosek o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek ten nie był przedmiotem głosowania, ze względu na przyjęcie wniosku o obniżenie stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

Data publikacji: 19 marca 2015 r.