

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 grudnia 2014 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 wskazywali, że wzrost aktywności na świecie pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się korzystna koniunktura. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali również, że nieznacznie poprawiła się sytuacja gospodarcza w strefie euro. Część członków Rady wskazywała jednak, że wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje bardzo niski, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się słabego wzrostu w kolejnych kwartałach. Zwracano uwagę na niską dynamikę PKB oraz spadek wskaźnika PMI w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących wskazywano, że również w tych krajach aktywność gospodarcza pozostaje relatywnie niska, a w Chinach doszło do jej dalszego osłabienia.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski wskazywano, że w przypadku głównych banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie i prowadzi program zakupu aktywów, a także nie wyklucza jego rozszerzenia na kolejne instrumenty. Zdaniem niektórych członków Rady może to ograniczać ryzyko deflacji w strefie euro.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w III kwartale osłabiła się jedynie nieznacznie i była wyższa od oczekiwań. Część członków Rady zwracała również uwagę na korzystną strukturę wzrostu PKB. Wskazywali oni, że źródłem spowolnienia wzrostu gospodarczego było głównie osłabienie popytu zewnętrznego. Z kolei dynamika popytu wewnętrznego pozostała relatywnie wysoka, na co złożył się stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji. Część członków Rady zwracała również uwagę na wzrost wskaźników koniunktury przedsiębiorstw, szybszy niż w ubiegłym roku wzrost kredytu oraz dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w październiku utrzymała się niska dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, a produkcja budowlano-montażowej obniżyła się, co może wskazywać na dalsze osłabienie wzrostu w IV kw. Zdaniem niektórych członków Rady zwiększa to ryzyko osłabienia dynamiki nakładów inwestycyjnych w gospodarce polskiej. Część członków Rady zwracała również uwagę, że wzrost nominalnego PKB – wobec obniżenia się deflatora PKB w pobliże zera – kształtuje się obecnie na jednym z najniższych poziomów w ciągu ostatniej dekady. Niska dynamika nominalnego wzrostu utrudnia z kolei ograniczenie relacji zadłużenia do PKB – zarówno publicznego, jak i prywatnego.

Zdaniem tych członków Rady umiarkowane tempo wzrostu realnego PKB oraz towarzysząca mu, zbliżona do zera inflacja bazowa potwierdzają, że luka popytowa w Polsce jest ujemna. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że pomimo niewielkiego spowolnienia dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego, a dynamika popytu krajowego nawet wyższym. Zdaniem tych członków Rady utrzymanie się wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego będzie oddziaływać w kierunku powiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skalę ogranicza obecnie spadek cen surowców.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że zarówno bazowy scenariusz listopadowej projekcji, jak i krótkookresowe prognozy wewnętrzne wskazują na tylko niewielkie spowolnienie PKB w najbliższych kwartałach, po którym nastąpi powrót do fazy umiarkowanego ożywienia. Członkowie Rady wskazywali, że wobec głównie zewnętrznych źródeł obecnego osłabienia dynamiki PKB, perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro są szczególnie istotne dla kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że oczekiwany w horyzoncie najbliższych kwartałów nieznaczny wzrost dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro będzie wspierał ożywienie dynamiki PKB w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na utrzymujące się ryzyko długotrwale niskiego wzrostu gospodarczego w strefie euro, co może negatywnie oddziaływać na wzrost PKB w Polsce w dłuższym okresie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w kraju wskazywano, że w październiku roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od prognoz. Deflacji cen konsumpcyjnych towarzyszył dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że obecnie deflacja w Polsce jest głównie efektem oddziaływania czynników zewnętrznych, które przyczyniają się przede wszystkim do spadku cen energii i żywności. Zdaniem niektórych członków Rady na takie źródła ujemnej dynamiki cen wskazuje utrzymująca się w warunkach szybkiego wzrostu funduszu płac dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz spadek kosztów działalności operacyjnej firm, w szczególności kosztów materiałowych. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w kierunku niskiej inflacji – obok czynników zewnętrznych – oddziałuje także brak presji popytowej w krajowej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady wskazuje na to dalsze obniżenie się wskaźników inflacji bazowej, których średnia – po raz pierwszy w historii – spadła poniżej zera.

Część członków Rady zwracała również uwagę na bardzo niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów. Jednocześnie podkreślano, że prognozy inflacji zostały kolejny raz zrewidowane w dół i wskazują, że deflacja może utrzymać się nieco dłużej niż do końca bieżącego roku. W ocenie niektórych członków Rady, dynamika cen konsumenta w Polsce może utrzymać się na relatywnie niskim poziomie również w dłuższej perspektywie, w związku z długookresową tendencją spadkową cen surowców na rynkach światowych. Z kolei inni członkowie Rady argumentowali, że wpływ spadku cen

surowców na inflację powinien być przejściowy. Dyskutując na temat perspektyw inflacji zwracano również uwagę na istotny wpływ przyszłego kształtowania się kursu złotego na procesy cenowe.

Odnosząc się do możliwych skutków deflacji w Polsce podkreślano, że utrzymuje się znaczna niepewność co do jej wpływu na decyzje pomiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw. Ponadto wskazywano, że skutki ekonomiczne deflacji będą zależały od jej poziomu, źródeł oraz przewlekłości. Część członków Rady zwracała uwagę, że wydłużający się okres utrzymywania się negatywnej dynamiki cen zwiększa ryzyko utrwalenia się niskich oczekiwań inflacyjnych i – w konsekwencji – wystąpienia negatywnych skutków deflacji dla gospodarki. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że dotychczas nie zaobserwowano negatywnego wpływu deflacji na decyzje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wskazywali oni, że w III kwartale wzrosła dynamika konsumpcji i inwestycji oraz utrzymała się dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw sprzyjało obniżenie kosztów produkcji w wyniku spadku cen surowców. W opinii niektórych członków Rady również w kolejnych miesiącach deflacja nie będzie negatywnie oddziaływała na wzrost gospodarczy, a raczej będzie wspierać popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, ponieważ jej głównym źródłem jest spadek cen surowców energetycznych i żywnościowych.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady była zdania, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady wskazywała, że osłabienie dynamiki PKB było niewielkie, a perspektywy jego wzrostu w kolejnych kwartałach pozostają relatywnie korzystne. Zdaniem tych członków Rady, do osłabienia dynamiki PKB oraz pojawienia się deflacji przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne i w konsekwencji wpływ krajowej polityki pieniężnej na procesy gospodarcze jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że – biorąc pod uwagę aktualne prognozy inflacji – poziom realnych stóp procentowych *ex ante* jest obecnie stosunkowo niski, choć inni członkowie Rady podkreślali, że stopy realne deflowane bieżącym wskaźnikiem CPI są wyższe od stóp nominalnych. Zdaniem niektórych członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby sprzyjać pojawieniu się nierównowagi zewnętrznej oraz nadmiernie pobudzać wzrost kredytu w gospodarce, w tym kredytu dla gospodarstw domowych, który nie finansuje inwestycji wspierających wzrost produktu potencjalnego. Członkowie ci byli również zdania, że niskie stopy procentowe osłabiają selekcję podmiotów gospodarczych i – w konsekwencji – hamują wzrost produktywności. W tym kontekście zwracali oni uwagę na utrzymujący się w ostatnich latach bardzo niski wkład przepływu czynników wytwórczych między sektorami do dynamiki produktywności. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że bez wzrostu popytu konsumpcyjnego i przy słabnącym popycie zewnętrznym także inwestycje prywatne będą hamować.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na obecnym posiedzeniu pozostawia przestrzeń do

ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej w sytuacji istotnego pogorszenia się koniunktury lub wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym.

Część spośród członków Rady będących za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu podkreślała, że nie wykluczają oni możliwości dalszego dostosowania stóp procentowych. W opinii tych członków, za obniżeniem stóp procentowych mogłoby przemawiać wydłużenie okresu spadku cen, zwiększające ryzyko wystąpienia negatywnych skutków deflacji dla gospodarki. Dostosowanie stóp procentowych byłoby również uzasadnione, gdyby napływające dane potwierdzały utrwalanie się spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w kraju oraz utrzymujący się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem zwiększa ryzyko umocnienia kursu złotego, co z kolei opóźniałoby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie zaznaczali, że obniżka stóp procentowych zmniejszyłaby różnicę między oprocentowaniem depozytów a oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji przedsiębiorstw, co oddziaływałoby w kierunku pobudzenia wzrostu nakładów inwestycyjnych i mogło ograniczać negatywny wpływ deflacji na skłonność firm do inwestowania.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującej się ujemnej dynamiki cen i umiarkowanego wzrostu PKB, a także prawdopodobnego utrzymania się inflacji poniżej celu w sytuacji niskiego prawdopodobieństwa istotnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, już na bieżącym posiedzeniu uzasadnione jest znaczące obniżenie stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady, za taką decyzją przemawia również to, że obniżka stóp procentowych w sytuacji braku zagrożeń inflacyjnych ograniczyłaby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierała politykę gospodarczą rządu. Członkowie ci uważali również, że obniżka stóp procentowych – zmniejszając ich dysparytet wobec otoczenia polskiej gospodarki – ograniczyłaby ryzyko dla stabilności finansowej kraju związane z ewentualnym napływem kapitału spekulacyjnego, a następnie jego wycofywaniem.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 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: 18 grudnia 2014 r.