

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 listopada 2014 r.

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

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach nastąpiło pogorszenie bieżącej i oczekiwanej koniunktury w otoczeniu gospodarczym Polski. Wskazywano na ponowne obniżenie prognoz wzrostu sporządzanych przez instytucje zewnętrzne dla gospodarki światowej, w tym dla strefy euro, która ma utrzymać się w stagnacji w najbliższych kwartałach. Podkreślano, że nasilają się obawy o długotrwałą stagnację w strefie euro. Część członków Rady zwracała również uwagę na spowolnienie wzrostu gospodarczego w największych krajach rozwijających się. Wskazywano na osłabianie się wzrostu w Chinach i prawdopodobne pojawienie się stagnacji gospodarczej w Rosji, a także na pogłębiającą się recesję na Ukrainie. W ocenie części członków Rady obniżenie dynamiki aktywności gospodarczej w krajach wschodzących będzie negatywnie oddziaływało na wzrost PKB w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech kierujących dużą część eksportu do tych krajów, a jednocześnie będących głównym partnerem handlowym Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych w ostatnim okresie pojawiły się sygnały poprawy koniunktury w sektorze przemysłowym w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro i Niemczech. Zwracano jednocześnie uwagę, że w Stanach Zjednoczonych trwa umiarkowane ożywienie gospodarcze. Ponadto, zdaniem tych członków Rady w strefie euro wzrost gospodarczy może być w przyszłym roku nieco wyższy niż w obecnym.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych za granicą, podkreślano, że inflacja pozostaje niska w wielu krajach, w tym również tam, gdzie utrzymuje się względnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro inflacja jest bardzo niska i nadal się obniża. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w części krajów silnie powiązanych gospodarczo z tym obszarem walutowym dynamika cen jest ujemna. Podkreślano, że do niskiej inflacji na świecie przyczynia się obniżenie cen surowców na światowych rynkach oraz relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy, co – zdaniem niektórych członków Rady – oznacza brak skuteczności krajowej polityki monetarnej w podwyższaniu tempa wzrostu cen.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano że w przypadku głównych banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności, choć Rezerwa Federalna zaprzestała zwiększania skali zakupu aktywów finansowych, to będzie nadal reinwestować zapadające papiery dłużne. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że Rezerwa Federalna sygnalizuje podwyższenie stóp procentowych w przyszłym roku. Z kolei Europejski Bank Centralny rozpoczął w październiku zakupy aktywów finansowych, a Bank Japonii znacznie je zwiększył. W tym kontekście zwrócono uwagę, że Europejski

Bank Centralny zamierza kontynuować zakupy aktywów w horyzoncie co najmniej dwóch lat, a stopy procentowe w strefie euro mogą pozostać w pobliżu zera nawet w dłuższym okresie. Wskazywano również na obniżenie stóp procentowych w krajach silnie powiązanych gospodarczo ze strefą euro, również w tych, w których utrzymuje się względnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady zwrócili ponadto uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych zwiększała presję na aprecjację walut niektórych krajów o istotnym dysparytecie stóp procentowych w stosunku do głównych gospodarek.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że w III kwartale prawdopodobnie nastąpiło dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. Część członków Rady zwracała uwagę na niewielką skalę tego spowolnienia. Wskazywano, że spowolnienie jest spowodowane głównie osłabieniem popytu zewnętrznego przekładającym się na spadek dynamiki eksportu oraz na pogorszenie nastrojów skutkujące obniżeniem wzrostu wydatków inwestycyjnych podmiotów prywatnych. Na taki obraz wskazują napływające dane, zgodnie z którymi wyhamował wzrost eksportu i obniżyły się zamówienia eksportowe, a produkcja przemysłowa w III kwartale rosła średnio wolniej niż kwartał wcześniej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie mogą sygnalizować ożywienie koniunktury w kolejnych kwartałach. W szczególności we wrześniu wzrosła dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, czemu towarzyszyła pewna poprawa nastrojów po kilku miesiącach ich pogarszania. Na podtrzymanie umiarkowanego wzrostu popytu inwestycyjnego w III kwartale wskazuje obserwowane w tym okresie stopniowe przyspieszanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady zwracała również uwagę na nadal korzystną koniunkturę konsumencką, stabilizację wzrostu sprzedaży detalicznej oraz utrzymujący się wzrost zatrudnienia, a także wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy przy stabilizacji prawdopodobieństwa utraty pracy.

Dyskutując na temat perspektyw koniunktury gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że prognozowane w listopadowej projekcji tempo wzrostu PKB jest niższe niż w poprzedniej rundzie projekcyjnej. Część członków Rady podkreślała jednak, że zgodnie z centralną, najbardziej prawdopodobną, ścieżką projekcji roczna dynamika PKB nieznacznie przyspieszy począwszy od II kwartału 2015 r. Następnie wzrost gospodarczy ma się ustabilizować powyżej 3%, a więc na poziomie zbliżonym do dynamiki produktu potencjalnego. Wspiera to ocenę tych członków Rady, że – pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych – perspektywy wzrostu PKB w Polsce pozostają korzystne. Członkowie ci wskazywali ponadto, że prognozy zewnętrzne także wskazują na powrót gospodarki polskiej do fazy umiarkowanego ożywienia w perspektywie kolejnych kwartałów. Część członków Rady podkreślała natomiast, że prawdopodobieństwo niższego wzrostu gospodarczego niż pokazuje centralna ścieżka projekcji jest istotne, o czym świadczy silnie asymetryczny rozkład ryzyk prognozy dla wzrostu PKB związany głównie z ryzykiem długotrwale niskiego wzrostu w strefie euro. Członkowie ci zwracali

również uwagę na obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski przez niektóre ośrodki zewnętrzne w ostatnim okresie i utrzymującą się niepewność co do koniunktury na świecie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że we wrześniu roczna dynamika cen i usług konsumpcyjnych pozostała ujemna. Podkreślano, że deflacja w Polsce jest wprawdzie wynikiem oddziaływania czynników zewnętrznych (w szczególności widocznych w obniżeniu się cen żywności i energii), jednak sprzyja jej także brak presji popytowej, na co wskazuje zerowy poziom większości wskaźników inflacji bazowej. W tym kontekście zwracano uwagę na utrzymywanie się niskiej presji płacowej i kosztowej w gospodarce, o czym świadczy niska dynamika jednostkowych kosztów pracy i kontynuacja spadku cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, podkreślano, że ścieżka inflacji przewidywana w listopadowej projekcji jest niższa niż prognozowano w lipcu i pozostaje poniżej celu w całym horyzoncie projekcji. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podobną jak w przypadku PKB wyraźną asymetrię bilansu ryzyk, wskazującą na większe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej. Członkowie ci wskazywali, że luka popytowa – w przeciwieństwie do projekcji lipcowej – pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji listopadowej, przez co okres obniżonej presji popytowej wydłuży się w porównaniu do poprzedniej projekcji. Argumentowali oni ponadto, że perspektywy niskiej inflacji potwierdzone są przez prognozy zewnętrzne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji listopadowej inflacja ma stopniowo rosnąć i pod koniec horyzontu projekcji wrócić do przedziału odchyżeń od celu. W ocenie tych członków Rady inflacja może ukształtować się na nieco wyższym poziomie niż wynika to z projekcji listopadowej, powracając w okolice celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, na co wskazują niektóre prognozy.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, część członków Rady oceniała, że dostosowanie polityki pieniężnej powinno być kontynuowane na bieżącym posiedzeniu. Za kontynuacją dostosowania stóp procentowych przemawiała ich zdaniem utrzymująca się deflacja, bardzo niskie oczekiwania inflacyjne oraz prognozy wskazujące na pozostawanie inflacji poniżej celu w kolejnych latach. Uzasadnieniem dalszego dostosowania polityki pieniężnej było także obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego oraz ryzyko jego dalszego spowolnienia ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii tych członków Rady, dalsze obniżenie stóp procentowych ograniczałoby negatywne skutki osłabienia popytu zewnętrznego dla dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Podkreślali oni ponadto, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem może – oddziałując w kierunku silniejszego kursu złotego – dodatkowo opóźnić powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że obniżki stóp procentowych zmniejszyłyby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierały politykę gospodarczą rządu.

Większość członków Rady była natomiast zdania, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wyrażali opinię, że osłabienie dynamiki PKB może być przejściowe i niewielkie. Ponadto podkreślali, że do obniżenia inflacji i spowolnienia gospodarczego przyczyniają się głównie czynniki pozostające poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, w tym znaczna niepewność ograniczająca dynamikę wydatków podmiotów prywatnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że po przeprowadzonej w październiku obniżce, kolejna duża obniżka stopy referencyjnej oznaczałaby, że – biorąc pod uwagę bieżącą projekcję inflacji – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej realne stopy procentowe byłyby w Polsce bliskie zera, a prawdopodobnie nawet ujemne, co powodowałoby ryzyko wystąpienia w Polsce nierównowagi makroekonomicznej. Zdaniem części członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby pobudzić w nadmiernym stopniu akcję kredytową w gospodarce oraz osłabiać bodźce do restrukturyzacji przedsiębiorstw. W ocenie części członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian, obecny poziom stóp procentowych stwarza także przestrzeń dla poluzowania polityki pieniężnej, gdyby okazało się ono konieczne w przypadku pojawienia się poważnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych.

Część spośród członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian oceniała, że dokonane w październiku dostosowanie stóp procentowych stanowi wystarczający impuls monetarny dla wsparcia powrotu inflacji w pobliże celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w świetle bieżących danych i wyników projekcji listopadowej. Niektórzy podkreślali też, że potrzebny jest czas na analizę skutków obniżki stóp procentowych w październiku. Wskazywali oni również, że ostrożna polityka pieniężna jest wartością samą w sobie, którą trzeba utrzymywać, dążąc do stabilności makroekonomicznej i finansowej. Jednak członkowie ci wskazywali, że w ostatnim okresie zwiększyła się niepewność dotycząca kierunku dalszego przebiegu koniunktury. W związku z tym nie wykluczali oni możliwości dalszego dostosowania polityki pieniężnej w przypadku znacznie silniejszego pogorszenia koniunktury w Polsce i na świecie, w szczególności w strefie euro.

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 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono także 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: 20 listopada 2014 r.