

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 września 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady podkreślali, że od ostatniego posiedzenia istotnie wzrosła niepewność w otoczeniu polskiej gospodarki. Do tego wzrostu niepewności przyczyniła się eskalacja konfliktu na Wschodzie oraz sygnały ponownej stagnacji gospodarczej w strefie euro. Wskazywano, że rosnąca niepewność co do dalszego przebiegu kryzysu militarnego na Wschodzie, a także wprowadzone sankcje gospodarcze będą negatywnie wpływać na koniunkturę w Polsce i Europie. Zwracano uwagę na pogłębienie się recesji na Ukrainie i utrzymujące się silne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Rosji, którym towarzyszy deprecjacja walut obu krajów. Czynniki te oddziałują negatywnie na polski eksport, a przez to także na krajową aktywność gospodarczą.

Część członków Rady wyrażała jednak opinię, że sankcje gospodarcze, choć dotkliwe dla niektórych branż, będą miały prawdopodobnie ograniczony wpływ na wymianę handlową Polski i krajową koniunkturę. Ponadto wskazywano, że – pomimo wzrostu niepewności związanego z nasileniem ryzyka geopolitycznego w ostatnim okresie – kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na pewną deprecjację złotego od poprzedniego posiedzenia. Ponadto wyrażali opinię, że w ostatnim okresie zwiększyło się prawdopodobieństwo silnego spadku cen aktywów finansowych w przypadku nagłego wzrostu awersji do ryzyka, szczególnie w warunkach obniżonej zmienności i przy ograniczonych obrotach na rynkach finansowych.

Członkowie Rady podkreślali, że istotnym źródłem ryzyka zewnętrznego dla wzrostu gospodarczego w Polsce jest sytuacja w strefie euro. Strefa euro w II kwartale ponownie znalazła się w stagnacji, do czego przyczyniła się głównie sytuacja gospodarcza w największych krajach tego regionu. W szczególności, przez drugi kolejny kwartał nie zmienił się PKB we Francji, a we Włoszech i w Niemczech nastąpił jego spadek. Członkowie Rady zwracali również uwagę na obniżenie wskaźników aktywności w sektorze przemysłowym krajów strefy euro. Równocześnie niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ponowne ożywienie aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych począwszy od II kwartału może przełożyć się na ożywienie gospodarcze na świecie, w tym w gospodarkach wschodzących. W efekcie mogłoby to wpłynąć pozytywnie na aktywność w gospodarce niemieckiej, a przez to i polskiej.

W trakcie posiedzenia wskazywano na obniżenie się inflacji w strefie euro w okolice zera. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że niska inflacja – poprzez niższą indeksację dochodów gospodarstw domowych – będzie negatywnie wpływać na dynamikę

popytu i przyczyniać się do przedłużenia okresu stagnacji w strefie euro. Członkowie Rady zwracali uwagę, że od ostatniego posiedzenia Rady nasiliły się oczekiwania na dodatkowe poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Ponadto wskazywano na obniżenie stóp procentowych w gospodarkach silnie powiązanych ze strefą euro, a także na zwiększenie się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a krajami w jej najbliższym otoczeniu.

Omawiając koniunkturę w Polsce podkreślano, że napływające dane wskazują na obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Choć roczna dynamika PKB w II kwartale obniżyła się nieznacznie, to była ona wspierana w dużym stopniu przez wzrost zapasów przy jednoczesnym obniżeniu eksportu netto oraz dynamiki inwestycji. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować ryzyko dostosowania produkcji w kolejnych kwartałach do zmniejszającej się dynamiki sprzedaży. Osłabienie dynamiki wzrostu potwierdzają także dane o produkcji przemysłowej i wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu, które w ostatnich miesiącach były wyraźnie niższe niż kilka miesięcy wcześniej. Podkreślano także, że w ostatnim czasie osłabiły się nastroje konsumentów, a w lipcu wyhamowała dynamika produkcji budowlano-montażowej. Część członków Rady wskazywała, że osłabiło się tempo ożywienia na rynku pracy, o czym świadczy obniżenie wzrostu liczby pracujących, dynamiki płac i jednostkowych kosztów pracy w II kwartale.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że wzrost niepewności związany z eskalacją kryzysu na Ukrainie mógł być główną przyczyną pewnego osłabienia dynamiki inwestycji w II kwartale i pogorszenia wskaźników koniunktury w ostatnim okresie. Trudno zatem ocenić, czy osłabienie wskaźników gospodarczych i dynamiki nakładów inwestycyjnych ma trwały charakter. Część członków Rady oceniała, że możliwe jest utrzymywanie się wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Wskazywali oni na utrzymujący się wzrost popytu konsumpcyjnego, o czym świadczy niewielkie przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej w II kwartale i pewien wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu. Wzrost popytu konsumpcyjnego jest wspierany przez trwające ożywienie na rynku pracy i stabilny wzrost płac realnych w warunkach bardzo niskiej dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na pewien wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu.

Odnosząc się do bieżących procesów cenowych, zwracano uwagę na obniżenie się rocznej inflacji poniżej zera w lipcu, co było zgodne z oczekiwaniami z lipcowej projekcji, choć wyraźnie poniżej oczekiwań formułowanych kilka kwartałów wcześniej. Podkreślano, że obniżenie się wskaźnika inflacji poniżej zera wynikało z ujemnej dynamiki cen żywności przy stagnacji cen energii. Jednocześnie zwracano uwagę na brak presji popytowej potwierdzanej przez historycznie niskie wartości wszystkich wskaźników inflacji bazowej oraz utrzymywanie się ujemnej dynamiki deflatora sprzedaży detalicznej. Wskazywano również na brak presji płacowej pomimo ożywienia na rynku pracy oraz na brak presji kosztowej potwierdzanej przez utrzymywanie się od dwóch lat spadku cen produkcji sprzedanej. Zwracano uwagę, że wyraźne obniżenie się inflacji i oczekiwań inflacyjnych

oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych, mimo stabilizacji stóp nominalnych.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego członkowie Rady oceniali, że tak jak w II kwartale, w kolejnych kwartałach będzie on prawdopodobnie niższy od przewidywanego w lipcowej projekcji, choć – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – pozostanie zbliżony do obserwowanego na początku bieżącego roku. Niższy niż przewidywano w lipcowej projekcji wzrost PKB sugeruje przede wszystkim słabsza koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali ponadto, że w kierunku ograniczenia dynamiki krajowej aktywności może oddziaływać pogorszenie nastrojów krajowych podmiotów gospodarczych w związku ze wzrostem niepewności odnośnie do rozwoju sytuacji na Ukrainie.

Analizując perspektywy inflacji w najbliższych miesiącach wskazywano, że będzie się ona prawdopodobnie kształtowała nieco poniżej projekcji lipcowej. Do niższej niż przewidywano w lipcu inflacji przyczyni się najprawdopodobniej silniejszy spadek cen żywności (na skutek sankcji na polskie owoce i warzywa oraz obniżenie cen surowców żywnościowych na światowych rynkach), a także słabsza presja popytowa związana z wolniejszym niż oczekiwano w lipcu wzrostem gospodarczym. Część członków Rady wskazywała również, że oczekiwane utrzymywanie się bardzo niskiej inflacji w strefie euro będzie – poprzez silne powiązania handlowe z tym obszarem – oddziaływać dodatkowo w kierunku ograniczenia presji cenowej w Polsce. Równocześnie zwracano uwagę, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – inflacja wzrośnie powyżej zera jeszcze w bieżącym roku, czemu będzie prawdopodobnie sprzyjać ponowny wzrost cen żywności i wyższa dynamika cen energii.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady uznała, że w najbliższym czasie prawdopodobnie będzie uzasadnione prawdopodobnie dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Za obniżeniem stóp procentowych przemawiają – ich zdaniem – sygnały osłabienia koniunktury w kraju i za granicą, brak presji cenowej i wzrost ryzyka utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, a także poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Członkowie ci oceniali także, że wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego i utrzymującej się niepewności ryzyko powstania nierównowag makroekonomicznych po ewentualnym obniżeniu stóp procentowych jest niewielkie. Część członków Rady uznała, że stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Argumentowali oni, że – wobec rosnącego ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego i utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu w Polsce w kolejnych kwartałach – uzasadnione jest możliwie szybkie obniżenie stóp procentowych. Inni członkowie Rady wskazywali na niepewność dotyczącą trwałości osłabienia koniunktury oraz sytuacji na Wschodzie, co uzasadniało – ich zdaniem – utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Przypominali oni również, że na poprzednich posiedzeniach Rada sygnalizowała stabilizację stóp procentowych do końca III kwartału. Jednocześnie podkreślali oni, że jeśli napływające dane nie zmienią istotnie oceny stanu koniunktury i

procesów inflacyjnych, to na kolejnym posiedzeniu uzasadnione będzie rozpoczęcie dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady oceniała natomiast, że dostosowanie polityki pieniężnej w Polsce nie jest obecnie uzasadnione. W ich ocenie mimo pojawiających się sygnałów osłabienia koniunktury, możliwe jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wskazywali oni na ograniczony wpływ zmian stóp procentowych na decyzje podmiotów gospodarczych w warunkach podwyższonej niepewności. Ich zdaniem w obliczu ograniczonego popytu na kredyt dla przedsiębiorstw, dodatkowy impuls monetarny miałby bardzo ograniczony wpływ na akcję kredytową w tym obszarze. Argumentowali oni również, że ewentualne osłabienie kursu walutowego – towarzyszące obniżeniu stóp procentowych – wpłynęłoby negatywnie na siłę nabywczą gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych. Wskazywali oni również, że – w przypadku zmniejszenia się niepewności – obniżenie stóp procentowych może oddziaływać w kierunku pojawienia się nierównowag makroekonomicznych.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 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 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Data publikacji: 18 września 2014 r.