

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 5 CZERWCA 2013 R.

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

Oceniając koniunkturę za granicą wskazywano, że dane o PKB w I kw. 2013 r. w strefie euro okazały się słabsze od oczekiwań i potwierdziły utrzymanie się tam recesji. Część członków Rady wskazywała przy tym, że mimo pewnej poprawy wskaźników koniunktury dla strefy euro w ostatnim okresie, nadal sygnalizują one utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tej gospodarce, a perspektywa poprawy koniunktury oddala się w czasie. Czynnikiem niekorzystnie wpływającym na aktywność gospodarczą w strefie euro – zdaniem tych członków Rady – pozostaje trwający proces ograniczenia zadłużenia w sektorze prywatnym i zacieśnienie polityki fiskalnej. Przekłada się to w szczególności na dalsze pogarszanie sytuacji na rynku pracy w wielu krajach, co w połączeniu z wciąż nie w pełni rozwiązanymi problemami kapitałowymi części sektora bankowego strefy euro, ogranicza wzrost tej gospodarki.

Równocześnie zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2013 r. Ważnym czynnikiem wspierającym aktywność w gospodarce amerykańskiej jest ożywienie konsumpcji, następujące w warunkach stopniowo obniżającego się bezrobocia. Część członków Rady wskazywała, że w opinii uczestników rynku poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz kontynuacja ożywienia gospodarczego może skłonić amerykański bank centralny do ograniczenia skali zakupu aktywów w horyzoncie kilku najbliższych kwartałów. Pojawiające się w ostatnim okresie sygnały możliwego zmniejszenia skali ekspansywności polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej wpłynęły silnie na nastroje na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, nastąpił pewien odpływ kapitału portfelowego z rynków wschodzących, w tym z Polski, co znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursu złotego i wzroście rentowności polskich obligacji skarbowych.

Omawiając kształtowanie się krajowej aktywności gospodarczej na początku 2013 r. wskazywano na wyraźnie słabsze od oczekiwań tempo wzrostu PKB w I kw. Zwracano uwagę, że pomimo pewnego wyhamowania spadku inwestycji, popyt krajowy w dalszym ciągu obniżał się przy jednoczesnej stagnacji konsumpcji. Ponadto zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB potwierdzało, że niska aktywność za granicą, a zwłaszcza recesja w strefie euro, wpływa negatywnie na polską gospodarkę. Podkreślano również, że miesięczne dane makroekonomiczne (stagnacja produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej w kwietniu) świadczą o utrzymywaniu się słabej koniunktury na początku II kw. br.

Część członków Rady oceniała, że także w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania się niskiej aktywności gospodarczej w Polsce, a ożywienie może nastąpić później niż dotychczas sądzono. Ich zdaniem, na aktywność gospodarczą wciąż będzie negatywnie oddziaływała pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, niska dynamika akcji kredytowej oraz kontynuacja zacieśnienia fiskalnego (w tym spadek inwestycji publicznych). Dynamikę wzrostu gospodarczego będzie także – w opinii tych członków Rady – nadal ograniczać brak wyraźnego ożywienia w strefie euro.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywali oni na pozytywne sygnały z danych o rachunkach narodowych, tj. zmniejszenie w I kw. 2013 r. skali spadku inwestycji oraz przyspieszenie dynamiki PKB, wartości dodanej oraz eksportu w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu. Ponadto, nadchodzące ożywienie gospodarcze może – ich zdaniem – sygnalizować widoczna na początku II kw. poprawa części wskaźników koniunktury, wyhamowanie spadku nowych zamówień w przemyśle oraz przyspieszenie wzrostu agregatów monetarnych.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że w kwietniu ponownie się ona obniżyła (do 0,8%), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach inflacja obniżyła się silniej niż oczekiwano w marcowej projekcji, a część najnowszych prognoz krótkookresowych wskazuje na możliwość jej dalszego spadku w najbliższych miesiącach oraz utrzymania poniżej dolnej granicy odchyień od celu w horyzoncie roku. Odnosząc się do procesów inflacyjnych, wskazano także na pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej (PPI) oraz utrzymujący się brak presji płacowej. Zdaniem większości członków Rady, biorąc pod uwagę brak presji kosztowo-płacowej oraz słabe perspektywy wzrostu gospodarczego, ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie jest nadal większe niż ryzyko przekroczenia celu, mimo dotychczasowego złagodzenia polityki pieniężnej oraz pewnego osłabienia kursu złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja może w ciągu kilku kwartałów powrócić do celu, na co wskazują prognozy analityków finansowych, a także przyjęte przez Ministerstwo Finansów *Założenia do ustawy budżetowej na 2014 r.*

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że choć wzrost płac pozostaje niski, to najniższe wynagrodzenia – ze względu na dokonane i planowane podwyższenie płacy minimalnej – rosną szybciej niż średnia płaca. Przyczynia się to do wzrostu bezrobocia w grupie osób młodych i z niskimi kwalifikacjami. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że zbyt niska płaca minimalna zniechęca do podejmowania zatrudnienia, a jej obecna relacja do średniego wynagrodzenia nie wydaje się wysoka.

Analizując sytuację w sektorze bankowym niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dotychczasowe złagodzenie polityki pieniężnej nie przyczyniło się jak dotąd do ożywienia akcji kredytowej, co – ich zdaniem – świadczy o ograniczonej możliwości pobudzenia aktywności gospodarczej poprzez dalsze obniżanie stóp procentowych. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że obniżające się w ślad za obniżkami stóp NBP oprocentowanie depozytów terminowych zniechęca gospodarstwa domowe do utrzymywania środków w formie lokat, będących relatywnie stabilnym źródłem finansowania banków. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że obniżki stóp procentowych NBP przełożyły się już istotnie na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach. Ponadto wskazywali oni, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej cechują znaczne opóźnienia i dlatego nie należy spodziewać się natychmiastowego przełożenia obniżek stóp na akcję kredytową i wzrost gospodarczy. Z kolei w odniesieniu do zmniejszenia wielkości lokat terminowych, członkowie ci zwracali uwagę, że wycofywane środki przelewane są na rachunki oszczędnościowe i bieżące, a więc zmienia się jedynie struktura terminowa pasywów sektora bankowego.

Oceniając obecny poziom stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że skala dokonanego dotychczas złagodzenia polityki pieniężnej jest znacząca, a stopy procentowe NBP znajdują się obecnie na niskim poziomie. Zdaniem niektórych członków Rady zbyt niskie stopy procentowe mogą prowadzić do negatywnych zjawisk, takich jak: zmniejszenie bodźców do restrukturyzacji przedsiębiorstw, zmiana struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm), podejmowanie nierentownych w dłuższym okresie projektów inwestycyjnych oraz powstawanie bąbli na rynkach aktywów. Członkowie ci wskazywali także, że część z tych czynników może przełożyć się na

obniżenie tempa wzrostu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że restrukturyzację przedsiębiorstw spowalniają w znacznie większym stopniu czynniki instytucjonalno-prawne, a przy obecnym nastawieniu banków do udzielania kredytów, ryzyko finansowania nierentownych przedsięwzięć nie jest na tyle duże, aby uzasadniać utrzymywanie stóp procentowych na zbyt wysokim – ich zdaniem – poziomie. Ponadto, w opinii tych członków Rady obniżanie się bieżącej oraz prognozowanej inflacji prowadzi do wzrostu realnych stóp procentowych powyżej poziomu adekwatnego do obecnych warunków makroekonomicznych. Jednocześnie w odniesieniu do ryzyka obniżenia się dynamiki produktu potencjalnego, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że może być ono także związane z przedłużającym się spowolnieniem gospodarczym, które powodując wzrost bezrobocia, może wywrzeć trwały negatywny wpływ na kapitał ludzki i podwyższyć poziom bezrobocia równowagi.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Omawiając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, większość członków Rady wskazywała, że napływające dane potwierdziły silniejsze od oczekiwanego w marcu spowolnienie wzrostu w Polsce i jej otoczeniu, oraz głębszy od prognozowanego spadek inflacji. Biorąc to pod uwagę, a także uwzględniając niepewność dotyczącą skali i momentu ożywienia gospodarczego w strefie euro oraz ryzyko przedłużenia się okresu niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce należy zwiększyć skalę poluzowania polityki pieniężnej. Dalsze obniżenie stóp procentowych będzie sprzyjać ożywieniu polskiej gospodarki, a przez to powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie część z tych członków Rady oceniała, że skala obniżki stóp na czerwcowym posiedzeniu powinna być umiarkowana, aby ograniczyć jej negatywny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w sektorze bankowym. W kontekście decyzji o skali obniżenia stóp, członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię wysokości dysparytetu stóp procentowych między Polską a głównymi gospodarkami rozwiniętymi, która może mieć znaczenie dla przepływów kapitału portfelowego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, łagodzenie polityki pieniężnej powinno być bardziej zdecydowane i skala obniżenia stóp procentowych w czerwcu powinna być większa.

Inni członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej oraz wzrostu inflacji w horyzoncie roku (częściowo ze względu na statystyczny efekt bazy), co uzasadnia utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie oczekiwania na zmniejszenie przez Rezerwę Federalną skali łagodzenia ilościowego mogą przełożyć się na ryzyko nasilenia odpływu kapitału z rynków wschodzących, co – zdaniem tych członków Rady – dodatkowo przemawia za utrzymaniem stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady – biorąc pod uwagę znaczącą skalę już dokonanego obniżenia stóp procentowych NBP – zbliża się moment zakończenia obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Członkowie Rady wskazywali przy tym, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji – umożliwiająca dyskusję o kierunku polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach – będzie możliwa w lipcu, po zapoznaniu się Rady z wynikami nowej projekcji NBP oraz informacjami o ewentualnej nowelizacji ustawy budżetowej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 2,75%, stopa lombardowa 4,25%, stopa depozytowa 1,25%, stopa redyskonta weksli 3,00%.

Data publikacji: 20 czerwca 2013 r.