

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 października 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 w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowana i różni się znacząco między poszczególnymi regionami. Podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze, choć jego tempo pozostaje wolniejsze niż w poprzednich cyklach koniunkturalnych. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro dynamika PKB jest niska, a wskaźniki koniunktury w ostatnim okresie się pogorszyły. Część członków Rady zwracała także uwagę na obniżenie prognoz wzrostu PKB w tej gospodarce przez międzynarodowe instytucje. Członkowie Rady podkreślali pogorszenie koniunktury w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, o czym świadczy spadek indeksów PMI i IFO w ostatnich miesiącach, a także głęboki spadek produkcji przemysłowej i nowych zamówień w sierpniu. Członkowie Rady wskazywali, że w innych dużych gospodarkach strefy euro, w tym we Włoszech i Francji, dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska i jest ograniczana przez problemy strukturalne tych krajów.

Omawiając sytuację gospodarczą w największych gospodarkach wschodzących stwierdzono, że w III kw. br. gospodarka rosyjska prawdopodobnie znalazła się w recesji, a w Chinach wzrost PKB prawdopodobnie się obniżył. Argumentowano, że pogorszenie sytuacji gospodarczej w tych gospodarkach niekorzystnie wpłynie na eksport Niemiec, a w konsekwencji może również ograniczyć dynamikę eksportu Polski.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach znacząco spadły ceny surowców. Spadek ten sprzyjał obniżeniu się inflacji w Polsce oraz w jej otoczeniu, w tym w strefie euro. Zauważano, że inflacja w strefie euro stopniowo obniża się w kierunku zera.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej za granicą, członkowie Rady podkreślali, że stopniowemu ograniczaniu skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, towarzyszy zwiększanie skali ekspansji monetarnej przez EBC. Zwracano uwagę, że ze względu na dywergencję polityki pieniężnej między Rezerwą Federalną a EBC, kurs euro względem dolara w ostatnich miesiącach osłabiał się, co zwiększać będzie konkurencyjność cenową strefy euro względem gospodarki amerykańskiej. Osłabieniu kursu euro towarzyszyła także deprecjacja złotego względem dolara.

Wskazywano, że EBC przeprowadził we wrześniu pierwsze warunkowe operacje zasilające banki w płynność oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu aktywów w IV kw. br. Część członków Rady oceniała, że silnie ekspansywna polityka pieniężna EBC – ze względu na strukturalny charakter niskiego wzrostu gospodarczego i brak popytu na kredyt – będzie mało skuteczna w pobudzaniu wzrostu gospodarczego w strefie euro. Inni

członkowie Rady zwracali uwagę, że choć nie jest znana skala dalszego luzowania ilościowego tego banku, to ma ono potrwać – zgodnie z zapowiedziami EBC – przynajmniej przez 2 lata. Wobec tego – argumentowali – w otoczeniu Polski polityka pieniężna pozostanie silnie ekspansywna przez dłuższy czas i – przy niezmiennych stopach procentowych NBP – może oddziaływać w kierunku napływu kapitału krótkoterminowego do Polski. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną może mieć silniejszy wpływ na rynki finansowe, w tym na ceny polskich aktywów, niż luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Członkowie ci zwracali również uwagę, że w niektórych gospodarkach wschodzących oraz gospodarkach rozwiniętych, które jedynie w niewielkim stopniu doświadczyły skutków gospodarczych globalnego kryzysu finansowego, stopy procentowe pozostają wyższe niż w Polsce.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że tempo wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach spowolniło. Część członków Rady podkreślała, że dynamika aktywności gospodarczej jest niższa niż prognozowano w lipcowej projekcji NBP. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę na obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej, stagnację produkcji budowlano-montażowej oraz utrzymywanie się indeksu PMI dla przemysłu poniżej 50 punktów. Wskazywali ponadto, że negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w Polsce oddziałuje silny spadek eksportu do krajów byłego Związku Radzieckiego oraz wyraźne spowolnienie dynamiki eksportu do strefy euro. Argumentowali, że choć sprzedaż detaliczna rośnie, to jej dynamika jest niższa niż w I połowie br. Twierdzili przy tym, że spowolnienie dynamiki PKB może nie być przejściowe, a niektórzy z nich uważali, że istnieje ryzyko dalszego spowalniania dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Część członków Rady argumentowała natomiast, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce spowolniło jedynie nieznacznie, a tempo wzrostu PKB jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu potencjalnego. Wskazywali przy tym, że sytuacja na rynku pracy się poprawia, w tym spada stopa bezrobocia oraz utrzymuje się stabilny wzrost wynagrodzeń, co wspiera wzrost sprzedaży detalicznej. Argumentowali, że wysokiej dynamice aktywności gospodarczej towarzyszyła także korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę, że wzrost gospodarczy w Polsce oraz wzrost popytu krajowego pozostają wyższe niż prognozowano kilka kwartałów wcześniej, kiedy Rada dokonała ostatniej obniżki stóp procentowych. Podkreślali oni również, że zgodnie z prognozami, wzrost PKB w przyszłym roku może być wyższy niż w roku bieżącym.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w kolejnym roku będzie kształt polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że zapowiedzi przedstawicieli rządu dotyczące zwiększenia wydatków socjalnych sugerują, że w kolejnym roku może nastąpić większy niż dotychczas planowano wzrost wydatków publicznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwy wzrost wydatków współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Część członków Rady

uważała jednak, że zapowiedziany przez rząd wzrost wydatków socjalnych będzie niewielki (rzędu 0,2% PKB), a deficyt w 2015 r. pozostanie zbliżony do deficytu w 2014 r. Część wydatków publicznych wynikać będzie przy tym z konieczności spłaty jednorazowych zobowiązań zaciągniętych kilka lat wcześniej. Argumentowali oni również, że możliwość poluzowania polityki fiskalnej jest ograniczona ze względu na obowiązywanie procedury nadmiernego deficytu. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt budżetowy w 2014 r. będzie prawdopodobnie wyraźnie niższy niż planowano w ustawie budżetowej, co będzie oznaczało poluzowanie fiskalne w przyszłym roku.

Analizując procesy inflacyjne, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji CPI poniżej zera. Większość członków Rady podkreślała, że w gospodarce nie widać presji kosztowej, o czym świadczy ujemna dynamika cen producenta oraz utrzymywanie się niskiego wzrostu wynagrodzeń. Argumentowali oni również, że nie ma sygnałów presji popytowej, o czym świadczy ujemny deflator sprzedaży detalicznej i utrzymywanie się zbliżonej do zera inflacji bazowej. Wskazywali także na dalsze obniżanie się oczekiwań inflacyjnych. Zwracali przy tym uwagę na wzrost ryzyka, dłuższego niż wcześniej sądzono, utrzymywania się inflacji poniżej celu, na co wskazują rewizje prognoz inflacji.

Zdaniem części członków Rady tak silne obniżanie się wskaźnika CPI ma przede wszystkim charakter podażowy, na co wskazuje pogłębienie się spadku cen żywności. Argumentowali oni, że obserwowane dodatnie wstrząsy podażowe oddziałują w kierunku poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz zwiększają zdolność podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia. Niektórzy z nich zwracali również uwagę, że w sierpniu nastąpił nieznaczny wzrost jednej z miar inflacji bazowej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP większość członków Rady uważała, że ze względu na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej, ryzyko dalszego osłabienia koniunktury i pogłębienia się ujemnej luki popytowej, a przez to wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, uzasadnione jest istotne obniżenie stóp procentowych. Wskazywali przy tym na sygnały osłabienia koniunktury w Polsce i jej otoczeniu, dalszy spadek cen i oczekiwań inflacyjnych oraz brak presji płacowej. Jednocześnie podkreślali, że dostosowanie stóp jest konieczne ze względu na zwiększenie się realnych stóp procentowych wynikające z obniżenia się inflacji i oczekiwań inflacyjnych w ostatnich kwartałach. W tym kontekście podkreślali, że obecnie stopy te stały się relatywnie wysokie również na tle ostatnich lat. Zwracali także uwagę na brak zagrożeń inflacyjnych w otoczeniu Polski oraz zwiększającą się skalę ekspansji monetarnej w strefie euro, prowadzącą do wzrostu dysparytetu stóp procentowych w Polsce wobec otoczenia. Członkowie ci podkreślali także, że umiarkowana dynamika akcji kredytowej w gospodarce i brak oznak nierównowagi na rynku nieruchomości ograniczają ryzyka dla stabilności finansowej. Członkowie ci uważali także, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, dostosowanie stóp procentowych NBP powinno być możliwie szybkie i istotne. W tym kontekście niektórzy członkowie

Rady uważali, że zdecydowana obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona, o ile towarzyszyłoby jej stwierdzenie, że taka decyzja oznacza jednorazowe dostosowanie stóp procentowych do aktualnych prognoz gospodarczych.

Część członków Rady uważała natomiast, że stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Wskazywali, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie wynika z oddziaływania czynników znajdujących się poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, to jest szoków zewnętrznych oraz utrzymującej się niepewności. Wobec tego w obecnych warunkach instrumenty polityki pieniężnej mogą okazać się mało skuteczne w pobudzaniu aktywności gospodarczej. Argumentowali, że niska inflacja wynika przede wszystkim z oddziaływania szoków podaźowych, które zwiększają realne dochody gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a tym samym nie powinny być neutralizowane przez politykę pieniężną. Niektórzy z tych członków Rady uważali również, że niższe stopy procentowe mogą spowolnić proces restrukturyzacji przedsiębiorstw. Inni z tych członków argumentowali, że obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona tylko w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili także, że obniżki stóp procentowych poprzez stymulację popytu krajowego w warunkach słabego popytu za granicą mogłyby przyczynić się do pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ostatnich kwartałach Polska osiągała nadwyżkę w obrotach handlowych, a deficyt obrotów bieżących dotychczas był finansowany przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i napływ środków z UE.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali również, że obniżka stóp procentowych może oddziaływać w kierunku spadku depozytów w sektorze bankowym. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że silny spadek depozytów, a tym samym wzrost gotówki w obiegu, jest raczej mało prawdopodobny w reakcji na obniżenie stóp NBP. Podkreślali również, że ewentualna zamiana przez podmioty gospodarcze części depozytów na gotówkę nie wpłynęłaby negatywnie na stabilność sektora bankowego ze względu na utrzymującą się znaczącą nadpłynność sektora bankowego w Polsce, a środki wycofywane z sektora bankowego mogłyby być wykorzystywane na cele konsumpcyjne i inwestycyjne.

Rada dyskutowała także na temat szerokości korytarza oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych. Wskazywano, że w przypadku obniżki stopy referencyjnej, dotychczasowa szerokość korytarza będzie bardzo duża w relacji do poziomu głównej stopy. Podkreślano przy tym, że wynikające stąd obniżenie stopy lombardowej wpłynie na odsetki maksymalne. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że w przypadku obniżenia stopy referencyjnej i stopy redyskonta weksli oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej byłoby – przy zachowaniu dotychczasowego sposobu jego liczenia – wyższe niż oprocentowanie podstawowych operacji otwartego rynku.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy referencyjnej NBP i stopy redyskonta weksli NBP o 0,50 pkt proc. oraz wniosek o obniżenie stopy lombardowej NBP o 1,0 pkt proc. Wnioski zostały przyjęte. Złożono również wniosek o zmianę

oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na 0,9 stopy referencyjnej. Wniosek został przyjęty.

Rada ustaliła stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Data publikacji: 23 października 2014 r.