

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 grudnia 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.

Omawiając kształtowanie się aktywności gospodarczej na świecie, członkowie Rady wskazywali na wciąż umiarkowany wzrost gospodarki światowej, w tym na utrzymywanie się umiarkowanego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych i niski – w perspektywie historycznej – poziom dynamiki PKB w krajach wschodzących.

W szczególności zwracano uwagę na poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, która jednak związana jest częściowo z kontynuacją silnie ekspansywnej polityki pieniężnej w tym kraju. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że biorąc pod uwagę możliwe zbliżanie się momentu rozpoczęcia ograniczania skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej nie jest pewna. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że zmniejszeniu skali luzowania ilościowego może towarzyszyć złagodzenie innych parametrów polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, w tym zmiana parametrów *forward guidance*. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że polityka luzowania ilościowego spowodowała zmianę sposobu reagowania rynków finansowych na dane makroekonomiczne, a odejście od niej może być źródłem dodatkowej zmienności na rynkach finansowych.

Z kolei odnosząc się do strefy euro podkreślano, że ze względu na wciąż wysokie bezrobocie, trwający proces delewarowania oraz niepewność co do perspektyw tej gospodarki, wzrost PKB w III kw. kształtował się na poziomie jedynie nieznacznie powyżej zera. Zadaniem członków Rady trudno oczekiwać jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w wielu krajach strefy euro zmniejsza się skala zacieśnienia fiskalnego, co w krótkim okresie powinno mieć pozytywny wpływ na ich wzrost gospodarczy. Wskazywano ponadto na obniżenie przez EBC w listopadzie br. podstawowej stopy procentowej i możliwość dalszego zwiększenia ekspansywności polityki pieniężnej w strefie euro, co może wspierać wzrost popytu.

Analizując sytuację w krajach rozwijających się część członków Rady wskazywała, że prognozy wzrostu dla największych gospodarek wschodzących zostały w ostatnim okresie obniżone. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że słabnący wzrost PKB w tych gospodarkach może być zjawiskiem trwałym, związanym z tzw. pułapką średniego dochodu. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, również czynniki cykliczne (tj. umiarkowana skala ożywienia aktywności w krajach rozwiniętych) sprawiają, że trudno oczekiwać wyraźnego przyspieszenia PKB w krajach wschodzących, a zwłaszcza tych, które są eksporterami surowców.

Omawiając procesy inflacyjne wskazywano, że inflacja na świecie kształtuje się na niskim poziomie. Sprzyja temu umiarkowana aktywność gospodarcza i obniżanie się cen surowców na rynkach międzynarodowych. Część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie w niektórych krajach nasiliły się ryzyka deflacyjne. W szczególności zagrożenie obniżenia się inflacji poniżej zera prawdopodobnie skłoniło EBC do obniżenia podstawowej stopy procentowej, a Bank Czech do wprowadzenia asymetrycznego celu kursowego.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że bezprecedensowa skala luzowania ilościowego prowadzonego przez główne banki centralne może w dłuższym okresie oddziaływać w kierunku zwiększenia obaw o wyraźny wzrost inflacji na świecie. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowa płynność dostarczona systemowi finansowemu przez główne banki centralne nie wpłynęła jak dotychczas na wzrost podaży pieniądza. Stąd nie widać obecnie presji inflacyjnej na rynku dóbr konsumpcyjnych. Wyraźny wzrost cen aktywów w warunkach utrzymywania się umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie świadczy natomiast – zdaniem tych członków Rady – o wykorzystaniu dodatkowej płynności do inwestowania w aktywa finansowe.

Odnosząc się do krajowej aktywności gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę na dane o PKB, które potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w III kw. 2013 r. Część członków Rady podkreślała jednak, że choć po kilku kwartałach spadku popyt krajowy zwiększył się, to jego przyrost był wciąż niewielki, a głównym czynnikiem wzrostu pozostał eksport netto. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że wobec niskiego wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki i utrzymującego się ryzyka osłabienia koniunktury za granicą, skala dalszego ożywienia aktywności w Polsce obarczona jest niepewnością. Jednocześnie wskazywano na pewne spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w październiku, którym towarzyszyły jednak dalsza poprawa wskaźników koniunktury, w tym PMI dla przemysłu, oraz stopniowe wyhamowywanie spadków produkcji budowlano-montażowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę, że nieco przyspieszyła dynamika wynagrodzeń, co może sprzyjać dalszemu ożywieniu konsumpcji. Jednocześnie wciąż podwyższona stopa bezrobocia wskazuje, że nie należy oczekiwać rozluźnienia dyscypliny płac. W tym kontekście podkreślano, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce od kilku lat kształtuje się na niskim poziomie.

Oceniając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady podkreślała, że złagodzenie polityki kredytowej instytucji finansowych w segmencie kredytów konsumpcyjnych – wraz z poprawą nastrojów konsumenckich – przyczyniło się do widocznego od kilku miesięcy wyraźnego przyrostu tych kredytów, co wspiera ożywienie popytu konsumpcyjnego. W połączeniu ze stabilnym przyrostem kredytów mieszkaniowych składa się to na stopniowe zwiększanie się dynamiki kredytu dla

gospodarstw domowych. Nadal niska jest jednak dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, przede wszystkim jeśli chodzi o kredyty inwestycyjne. Może to wskazywać na wciąż ograniczony wzrost popytu inwestycyjnego ze strony firm, zwłaszcza biorąc pod uwagę niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce. Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na dalsze obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji, członkowie Rady wskazywali, że w październiku br. wskaźnik CPI obniżył się i inflacja pozostała wyraźnie poniżej celu. Zwracano ponadto uwagę, że na niskim poziomie utrzymała się inflacja bazowa, nadal ujemna była dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego obniżyły się. Część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na niskie ryzyko przekroczenia celu w 2014 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości nie gwarantował stabilizacji inflacji CPI w przedziale odchyień od celu.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennic. Podkreślano, że obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie bieżącego roku oraz ich stabilizacja w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu i stabilizacji na rynkach finansowych.

Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Data publikacji: 19 grudnia 2013 r.