

## Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 kwietnia 2014 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 koniunktury za granicą wskazywano na wciąż umiarkowaną dynamikę aktywności na świecie. Członkowie Rady zwracali uwagę, że – po przejściowym osłabieniu – najnowsze dane potwierdzają poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, natomiast w strefie euro kontynuowane jest powolne ożywienie wzrostu. Jednocześnie gospodarka chińska najprawdopodobniej dalej spowalnia.

Członkowie Rady zwracali uwagę na niską inflację w wielu krajach, która – jeśli będzie się utrzymywać – może utrudniać proces delewarowania w największych gospodarkach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na czynniki, które – ich zdaniem – mogą przełożyć się na trwałe obniżenie inflacji na świecie. Czynniki te są: obniżenie się globalnego tempa wzrostu gospodarczego oraz spadkowa faza cen w wieloletnim cyklu surowcowym. Część członków Rady argumentowała jednak, że w horyzoncie kilku najbliższych lat dalszy wzrost największych gospodarek wschodzących będzie pozytywnie wpływać na tempo globalnej aktywności, a przez to także oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie.

W kontekście bieżących uwarunkowań zewnętrznych wskazywano, że do bardzo niskiego poziomu obniżyła się inflacja w strefie euro, co skłoniło EBC do zasygnalizowania możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że niska inflacja w strefie euro wynika w znacznym stopniu z silnie ujemnej dynamiki cen energii, a więc korzystnego wstrząsu podażowego, który sprzyja odbudowie popytu w tej gospodarce. Czynnikiem obniżającym inflację w strefie euro jest także spadek jednostkowych kosztów pracy w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużenia, który pomaga im wyjść z recesji, przy jednoczesnym zachowaniu konkurencyjności eksportu Niemiec wobec otoczenia strefy euro. Członkowie ci argumentowali ponadto, że skala możliwej deflacji w strefie euro jest na tyle niewielka, że nie powinna powodować wstrzymywania się podmiotów od zakupów, a zatem ryzyko wystąpienia wtórnych efektów spadku cen jest nieduże. Jednocześnie – zdaniem tych członków Rady – kontynuacja silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, poprzez zwiększanie ryzyka narastania baniek na rynku aktywów, może nawet oddziaływać w kierunku spadku inflacji konsumenckiej. Inni członkowie Rady oceniali, że ewentualne pojawianie się oczekiwań na spadek cen może pogłębić tendencje deflacyjne w strefie euro i dlatego prawdopodobnie EBC będzie starał się temu przeciwdziałać.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury wskazywano, że pozytywnym zjawiskiem jest coraz większe znaczenie popytu krajowego we wzroście gospodarczym Niemiec. Jednocześnie część członków Rady podkreślała, że czynnikiem ryzyka dla dalszej poprawy koniunktury w gospodarce niemieckiej, a przez to także polskiej, jest spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie trudno oczekiwać stymulacji chińskiej gospodarki biorąc pod uwagę silny wzrost zadłużenia wewnętrznego, jaki nastąpił tam po globalnym kryzysie finansowym.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że źródłem niepewności co do perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje także sytuacja na Ukrainie, w tym skala oczekiwanej w tym kraju recesji oraz ryzyko zaburzeń w relacjach gospodarczych z Rosją. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu między Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi. Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje oceniano jednak, że możliwe osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie – choć może mieć negatywne konsekwencje dla niektórych firm – to w skali całej gospodarki prawdopodobnie nie będzie czynnikiem istotnie ograniczającym dynamikę aktywności.

Odnosząc się do reakcji rynków finansowych na konflikt ukraińsko-rosyjski podkreślano, że kurs złotego pozostał relatywnie stabilny, rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie, a wpływ na wycenę akcji był przejściowy. Zdaniem części członków Rady utrzymaniu pozytywnego nastawienia inwestorów zagranicznych do polskiej gospodarki sprzyjają jej korzystne fundamenty i brak nierównowag makroekonomicznych.

Analizując bieżące dane zwracano uwagę, że przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, wraz z odbudową aktywności w budownictwie, świadczą o kontynuacji stopniowego ożywienia gospodarczego. Korzystne odczyty większości wskaźników koniunktury wskazują przy tym na prawdopodobny wzrost aktywności również w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała, że przyspieszenie dynamiki PKB może być dość wyraźne, ze względu na możliwość przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w nadchodzącym okresie. Część członków Rady zwracała jednak równocześnie uwagę na pogorszenie się oczekiwań przedsiębiorstw co do nowych zamówień eksportowych, co może sygnalizować osłabienie popytu zewnętrznego i ograniczać skłonność firm do inwestowania. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że – ze względu na prawdopodobnie trwale niższe tempo wzrostu za granicą – dynamika PKB w Polsce może utrzymać się na umiarkowanym poziomie. Czynnikiem, który – ich zdaniem – może ograniczać wzrost popytu konsumpcyjnego jest istotne długoterminowe zadłużenie części gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności powoli zaczyna przekładać się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i obniża się bezrobocie. Podkreślano jednak, że stopa

bezrobocia utrzymuje się na podwyższonym poziomie, co jest czynnikiem hamującym presję płacową. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że choć dynamika wynagrodzeń pozostaje umiarkowana, to – ze względu na niską inflację – rośnie dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co wspiera zwiększenie dynamiki konsumpcji.

Część członków Rady podkreślała, że dynamika akcji kredytowej jest wciąż niska, choć następuje jej pewne ożywienie. Zwracano przy tym uwagę, że zwiększeniu skłonności firm do inwestowania – następującemu w warunkach niskich stóp procentowych i poprawiającej się koniunktury – towarzyszy wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niskie oprocentowanie depozytów pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność do lokowania środków w systemie bankowym.

Omawiając procesy inflacyjne członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej celu, wciąż niską inflację bazową, dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niskie oczekiwania inflacyjne. Część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na bardzo powolny wzrost inflacji i brak zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Członkowie Rady wskazywali, że momentem, w którym możliwa będzie pełniejsza ocena potrzeby ewentualnej zmiany okresu sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych, będzie prawdopodobnie lipcowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie nowa projekcja NBP.

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: 17 kwietnia 2014 r.