

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 marca 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 oraz marcowej projekcji inflacji i PKB.

Odnosząc się do sytuacji za granicą, wskazywano, że ożywienie gospodarcze na świecie wciąż jest umiarkowane. Podkreślano przy tym, że w Stanach Zjednoczonych dynamika aktywności w ostatnim okresie mogła nieco spowolnić, a wzrost PKB w IV kw. 2013 r. został zrewidowany w dół. Oceniano jednak, że pewne pogorszenie danych w Stanach Zjednoczonych mogło być częściowo związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Członkowie Rady podkreślali dalszą poprawę koniunktury w strefie euro, w której jednak dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niestabilna i znacznie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Zwracali przy tym uwagę, że inflacja w strefie euro utrzymuje się na niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarkach wschodzących, część członków Rady zauważała, że w największej z nich – Chinach – wskaźniki koniunktury wskazują na spowolnienie dynamiki aktywności na początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zaś, że w wielu krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej przyspiesza.

Członkowie Rady uważali, że czynnikiem ryzyka dla sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski jest zwiększona niepewność dotycząca dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi, a także niekorzystnie oddziaływać na nastroje i skłonność przedsiębiorstw do inwestycji. Oceniano przy tym, że ewentualne osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie, w tym zwłaszcza eksportu żywności, mogłoby oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki cen na rynku krajowym. Niektórzy członkowie Rady uważali jednak, że ryzyko dotyczące rozwoju sytuacji na Wschodzie może przyczynić się do kontynuacji obserwowanego w ostatnim okresie wzrostu cen surowców na rynkach światowych, a także do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych. Inni członkowie Rady uważali w tym kontekście, że wzrost cen surowców w ostatnim okresie mógł być przejściowy, a czynnikiem ograniczającym ich ceny w dalszej perspektywie może być spadek dynamiki popytu w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarce Polski, członkowie Rady zwrócili uwagę na przyspieszenie dynamiki PKB w IV kw. 2013 r. Zgodnie z oczekiwaniami, w kierunku wyższego wzrostu PKB oddziaływało przyspieszenie popytu krajowego, w tym zwłaszcza konsumpcji oraz – w bardzo niewielkim stopniu – inwestycji. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał jednak eksport netto. Członkowie Rady podkreślili,

że dane miesięczne z początku br. wskazują na kontynuację stopniowego ożywienia w gospodarce. W szczególności dalej rosła sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, choć wskazywano również na spadek produkcji budowlano-montażowej. Członkowie Rady oceniali, że ożywieniu gospodarczemu nie towarzyszy narastanie istotnych nierównowag makroekonomicznych, następuje poprawa salda na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że ożywieniu gospodarczemu towarzyszy stabilna dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że pojawiają się sygnały pewnej poprawy na tym rynku, choć jak dotąd jest ona powolna. W szczególności zwracano uwagę, że zgodnie z BAEL, liczba pracujących w IV kw. 2013 r. nieznacznie wzrosła, co przyczyniło się do pewnego obniżenia stopy bezrobocia (w ujęciu rocznym). Zwracano jednak uwagę, że w styczniu nastąpiło wyhamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na wzrost liczby ofert pracy oraz obniżenie się prawdopodobieństwa utraty pracy, co sugeruje kontynuację poprawy sytuacji na tym rynku w kolejnych kwartałach. Podkreślano, że stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co ogranicza presję płacową w gospodarce. Na brak presji płacowej wskazuje spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, a także obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2013 r.

Członkowie Rady podkreślali, że obserwowane stopniowe ożywienie koniunktury nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej w gospodarce. Argumentowano, że w styczniu inflacja pozostała stabilna i wyraźnie niższa od celu inflacyjnego, a inflacja bazowa – obniżyła się. Na brak presji inflacyjnej wskazuje także ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, której towarzyszą niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że na początku br. roczna dynamika cen konsumpcyjnych jest podwyższana przez statystyczne efekty bazy.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach ożywienie gospodarcze prawdopodobnie będzie kontynuowane w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji. Podkreślano, że dynamika PKB będzie wspierana przez ożywienie popytu konsumpcyjnego. Zwracano uwagę, że zgodnie z projekcją można oczekiwać ożywienia inwestycji, w tym przede wszystkim inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że czynnikiem osłabiającym aktywność przedsiębiorstw może być wzrost obciążeń podatkowych nakładanych na nie przez samorządy.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego, inflacja – zgodnie z marcową projekcją – będzie wracać do celu stopniowo, a co najmniej w bieżącym roku pozostanie poniżej celu. Część członków Rady podkreślała, że wskazują na to także prognozy zewnętrzne. Zwracali oni przy tym uwagę, że – zgodnie z projekcją – przewidywany stopniowy powrót inflacji do celu będzie związany z powolnym domykaniem luki popytowej oraz jej późniejszą stabilizacją na poziomie

dodatnim, choć bliskim zera. Członkowie Rady podkreślali, że projekcja przewiduje przyspieszenie wzrostu płac oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy, jednak nie na tyle silne by zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali zarazem uwagę, że projekcja marcowa – w porównaniu z listopadową – przewiduje w bieżącym roku niższą inflację, przy równocześnie wyższym prognozowanym wzroście PKB. Wskazywali przy tym, że utrzymywanie się inflacji poniżej celu w najbliższym roku będzie nadal w dużym stopniu rezultatem oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym zakładanej niskiej dynamiki cen energii. W rezultacie, w przypadku wyższej niż założono w projekcji dynamiki cen energii w kolejnych kwartałach, inflacja może powrócić do celu szybciej niż przewiduje obecna projekcja. Zwracali oni także uwagę, że wynikający z projekcji wzrost relacji kosztów pracy do przychodów przedsiębiorstw może oddziaływać w kierunku ograniczenia konkurencyjności krajowych przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych. W tym kontekście podkreślali, że ożywienie wzrostu gospodarczego może sprzyjać napływowi kapitału i aprecjacji kursu walutowego, w ten sposób dodatkowo obniżając konkurencyjność cenową polskich przedsiębiorstw. W rezultacie czynniki wytwórcze mogłyby zostać przesunięte w kierunku sektora dóbr niepodlegających międzynarodowej wymianie handlowej – w tym do budownictwa mieszkaniowego – tworząc, w warunkach niskich stóp procentowych, ryzyko powstania nierównowag w tym sektorze. W związku z tym, niektórzy członkowie Rady uważali, że uzasadnione może być podwyższenie stóp procentowych, nawet w przypadku utrzymywania się inflacji poniżej celu.

Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że istotne podwyższenie stóp procentowych w celu ograniczenia ryzyka powstania nierównowag na rynku nieruchomości może być bardziej kosztowne dla całej gospodarki niż zastosowanie instrumentów makro-ostrożnościowych. Zwrócili przy tym uwagę, że wprowadzone przez KNF stopniowe obniżanie wskaźnika LtV dla kredytów hipotecznych w bieżącym i kolejnych latach, powinno oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka tworzenia się istotnych nierównowag na rynku nieruchomości.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione. Rada dyskutowała na temat sygnalizowanego prawdopodobnego okresu utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Część członków Rady była zdania, że biorąc pod uwagę marcową projekcję, wskazującą na bardzo powolny powrót inflacji do celu, uzasadnione może być utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie do końca 2014 r. Czynnikiem uzasadniającym wydłużony okres stabilizacji stóp procentowych było – w opinii części członków Rady – dążenie do ograniczenia niepewności gospodarczej w sytuacji wzrostu ryzyka międzynarodowego związanego z pojawieniem się napięć na Wschodzie.

Część członków Rady podkreślała natomiast, że ze względu na niepewność dotyczącą dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej za granicą, w tym na Ukrainie,

sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymywania stóp procentowych na niezmiennym poziomie nie powinien być dłuższy niż dotychczas. Niektórzy z tych członków Rady uważali także, że krótszy okres sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych może być uzasadniony ze względu na następujące ożywienie gospodarcze i ryzyko wcześniejszego niż wskazuje projekcja powrotu inflacji do celu.

W wyniku dyskusji Rada oceniła, że obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza, w tym wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB, uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

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: 20 marca 2014 r.