

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 lipca 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 lipcowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie jest umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro ożywienie gospodarcze pozostaje powolne, pomimo pewnej poprawy koniunktury w peryferyjnych gospodarkach tego obszaru walutowego. Część członków Rady zwracała także uwagę, że po rewizji danych w Stanach Zjednoczonych, tempo wzrostu PKB w I kw. br. było w tej gospodarce ujemne i niższe niż pierwotnie szacowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że przyczyniły się do tego warunki pogodowe, a w drugim kwartale powinno nastąpić istotne odbicie. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Rosji, wskazywano, że dynamika aktywności gospodarczej w tych krajach pozostaje niska. Podkreślano jednak, że w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej trwa ożywienie gospodarcze.

Podczas posiedzenia dyskutowano także na temat polityki pieniężnej w otoczeniu gospodarki Polski. Wskazywano na poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny (w tym obniżenie stóp procentowych i wprowadzenie nowego programu zasilającego banki w płynność pod warunkiem zwiększenia akcji kredytowej) oraz przez niektóre banki gospodarek wschodzących. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach EBC może zapowiedzieć kolejne programy luzowania ilościowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a większością krajów w jej otoczeniu oraz znaczenie tego dysparytetu dla kształtowania się kursu walutowego.

Dyskutując o skuteczności niestandardowych działań głównych banków centralnych, część członków Rady była zdania, że działania te pozwalają zaspokoić rosnący popyt na płynność ze strony podmiotów gospodarczych. Argumentowano, że w przypadku braku tych działań dynamika aktywności gospodarczej w największych gospodarkach byłaby prawdopodobnie niższa. Część członków Rady uważała jednak, że niestandardowe działania podejmowane przez główne banki centralne mają niską skuteczność. Ze względu na wciąż nie w pełni zrestrukturyzowane bilanse banków i utrzymującą się niepewność w gospodarce nie przekładają się one na wzrost akcji kredytowej i wzrost zagregowanych wydatków, a ich niepożądanym skutkiem jest nadmierny wzrost cen niektórych aktywów. Członkowie ci zwracali także uwagę, że choć luzowanie ilościowe dostarcza płynność do gospodarki, dając bankom i przedsiębiorstwom czas na restrukturyzację, to utrzymywanie bliskich zera stóp procentowych ogranicza bodźce do ich restrukturyzacji.

Członkowie Rady zauważali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych jak dotąd nie doprowadziła do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie,

a w najbliższym otoczeniu gospodarki Polski inflacja pozostaje bardzo niska. Niektórzy argumentowali, że niska inflacja w gospodarce globalnej może się utrzymywać przez dłuższy czas, ze względu na ograniczoną dynamikę popytu, a także brak wzrostu cen surowców na rynkach światowych.

Dyskutując o bieżącej sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach mogła nieco spowolnić, co było prawdopodobnie częściowo – a w ocenie niektórych członków Rady przede wszystkim – skutkiem konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją. O spowolnieniu dynamiki aktywności gospodarczej świadczyło obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, a także sprzedaży detalicznej. Zwracano również uwagę na spadek niektórych indeksów koniunktury oraz na zahamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Wskazywano na znaczną niepewność dotyczącą trwałości spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady uważali, że rosnąca dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych sugeruje kontynuację ożywienia popytu krajowego w kolejnych miesiącach. Podkreślali oni jednocześnie, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego akcja kredytowa może dalej przyspieszać i wyraźnie przekroczyć dynamikę nominalnego PKB.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, zauważano, że w maju roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była wyraźnie niższa niż oczekiwano. Podkreślano przy tym, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym nadal spadają oraz że utrzymują się bardzo niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Argumentowano, że w kierunku niskiej inflacji oddziałują nie tylko szoki podażowe (w tym spadek cen owoców i warzyw), ale także umiarkowany wzrost popytu, o czym świadczy bardzo niski poziom inflacji bazowej. Część członków Rady wskazywała także, że istotnym źródłem niskiej inflacji w Polsce jest ujemna dynamika cen importu. Część członków Rady zwracała uwagę, że niższa od oczekiwań inflacja oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych.

Analizując lipcową projekcję inflacji i PKB, członkowie Rady zwracali uwagę, że choć w kolejnych kwartałach dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie wyraźnie przyspieszać, to może przekraczać dynamikę potencjalnego PKB. W efekcie luka popytowa, która jest obecnie ujemna, powinna się stopniowo domykać w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że pod koniec horyzontu projekcji dynamika PKB będzie zbliżona do dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali także, że – zgodnie z projekcją – rosnać mają wszystkie składowe popytu krajowego oraz eksport, a pewne spowolnienie dynamiki inwestycji pod koniec horyzontu projekcji związane może być z ograniczeniem inwestycji publicznych finansowanych ze środków Unii Europejskiej. Podkreślano, że zgodnie z projekcją ożywienie gospodarcze w najbliższych kwartałach przyczyni się do pewnego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, która jednak pozostanie poniżej wieloletniej średniej. Zwracano jednak uwagę, że dynamika płac ma rosnać szybciej niż dynamika wydajności pracy i prowadzić do stopniowego wzrostu

dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że w dalszym horyzoncie projekcji dynamika jednostkowych kosztów pracy ma przewyższać cel inflacyjny NBP.

Analizując projekcję inflacji, członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach inflacja ma być niższa niż przewidywano w projekcji marcowej. Zwracali uwagę, że w najbliższych miesiącach inflacja może spaść poniżej zera, a w kolejnych kilku kwartałach pozostanie bardzo niska. Wskazywano, że dopiero pod koniec horyzontu projekcji inflacja wzrośnie w pobliże celu inflacyjnego. Argumentowano, że zgodnie z projekcją, wzrostowi inflacji będzie sprzyjać prognozowana poprawa sytuacji na rynku pracy, a także pewien wzrost cen żywności i energii. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika tych dwóch kategorii cen i tak ma być – według projekcji – niższa od wieloletniej średniej.

Odnosząc się do możliwych skutków oczekiwanego przejściowego spadku inflacji poniżej zera w najbliższych miesiącach, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że będzie on oddziaływał w kierunku wzrostu realnej siły nabywczej konsumentów i zgłaszanego przez nich popytu. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że prawdopodobny spadek inflacji poniżej zera może oddziaływać w kierunku przesuwania w czasie konsumpcji przez gospodarstwa domowe. Członkowie ci uważali, że obecny poziom stóp procentowych przy aktualnych uwarunkowaniach makroekonomicznych może pogłębiać deflację.

Członkowie Rady zwracali uwagę na ryzyka związane z projekcją inflacji. Część z nich podkreślała, że rozkład ryzyka w projekcji jest asymetryczny i prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się powyżej tej ścieżki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że ryzykiem dla wyższej inflacji mogą być wyższe niż założono ceny surowców energetycznych, co może być związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Inni członkowie Rady argumentowali, że inflacja bazowa w projekcji wzrasta do poziomu, który w przeszłości występował tylko wtedy, gdy inflacja CPI przekraczała górną granicę przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennic. Uzasadnieniem dla tej decyzji było trwające ożywienie gospodarcze, które powinno się przyczynić do wzrostu inflacji w pobliże celu inflacyjnego NBP w horyzoncie projekcji. Członkowie Rady byli jednak zdania, że utrzymuje się niepewność dotycząca możliwości osłabienia koniunktury i tempa powrotu inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali wobec tego, że konieczne może być obniżenie stóp procentowych w najbliższym czasie. Rada uznała, że decyzje dotyczące stóp procentowych w kolejnych miesiącach powinny zależeć od oceny napływających danych z punktu widzenia perspektyw dalszego ożywienia aktywności gospodarczej i kształtowania się inflacji w średnim okresie.

Data publikacji: 21 sierpnia 2014 r.