

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 29 WRZEŚNIA 2010 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji na rynku pracy i w sektorze finansów publicznych, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Dyskutując na temat uwarunkowań zewnętrznych członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się umiarkowanej aktywności gospodarczej za granicą. Zwracano uwagę, że po silnym wzroście PKB w strefie euro w II kw. 2010 r., najprawdopodobniej nastąpi pewne wyhamowanie tempa ożywienia w tej gospodarce. Wskazywano, że w ostatnim okresie pogorszyły się perspektywy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych, choć oceniono, że ryzyko ponownej recesji w gospodarce amerykańskiej jest niskie. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost gospodarczy za granicą jest w znacznym stopniu związany z programami stymulacyjnymi, a utrzymująca się niepewność dotycząca trwałości ożywienia skłania banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych do kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że osłabienie dynamiki PKB w gospodarkach rozwiniętych jest spójne z oczekiwanym niższym wzrostem produktu potencjalnego po kryzysie finansowym. Wskazywali oni, że przyczynia się do niego także głęboka nierównowaga fiskalna, w tym nasilana przez nią niepewność odnośnie do wyników decyzji gospodarczych. Za istotny czynnik niepewności dla wzrostu gospodarczego i inflacji w otoczeniu zewnętrznym uznawali oni również skutki ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym niestandardowych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

Omawiając perspektywy wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady oceniała, że zarówno dostępne prognozy, jak i napływające dane, w tym dane o PKB w II kw. br. oraz o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w III kw. br., wskazują na utrzymanie się tendencji wzrostowej dynamiki PKB. Członkowie ci oceniali, że oczekiwany w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy, choć niski w porównaniu do okresu sprzed globalnego kryzysu finansowego, będzie relatywnie silny wobec prawdopodobnie obniżonej – ich zdaniem – dynamiki produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że pozytywny wpływ na PKB w Polsce miały pakiety stymulacyjne wprowadzone za granicą, których wpływ obecnie wygasa, i oceniali, że wzrost gospodarczy pozostanie umiarkowany. Członkowie ci wskazywali przy tym na pogorszenie się wskaźników koniunktury przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu konsumpcji zwrócono uwagę na pewne pogorszenie się wskaźników koniunktury konsumenckiej w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że było to w dużym stopniu związane z pogorszeniem się oceny ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju, a w mniejszym oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych, co oznacza – zdaniem tych członków Rady – że gorsze nastroje konsumentów nie sygnalizują jednoznacznie pogorszenia się perspektywy wzrostu konsumpcji. Zwracali oni uwagę na pozytywny wpływ poprawy sytuacji na rynku pracy na przyszłą dynamikę konsumpcji. Inni członkowie Rady podkreślali, że dobre dane o konsumpcji w II kw. i sprzedaży detalicznej w III kw. mogą być wynikiem przejściowego wzrostu popytu związanego z: wymianą dóbr trwałego użytku na terenach popowodziowych, zwiększonymi zakupami samochodów w związku z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT

na zakup samochodów z homologacją ciężarową oraz przesunięciem części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom wzrostu inwestycji. Wskazywano, że stopień wykorzystania mocy wytwórczych wzrósł po raz kolejny w III kw. br., co w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw w I połowie 2010 r. powinno sprzyjać ożywieniu aktywności inwestycyjnej. Z kolei utrzymująca się niepewność co do przyszłego popytu może zniechęcać przedsiębiorstwa do rozbudowy potencjału wytwórczego, choć – zdaniem części członków Rady – relatywne znaczenie tego czynnika raczej będzie się zmniejszać w porównaniu do oddziaływania wzrostu wykorzystania mocy wytwórczych i bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że szybko rosnąca wielkość przychodów z eksportu może przyczynić się do ożywienia inwestycji w grupie eksporterów. Na możliwość takiego ożywienia wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi w II kw. nastąpiło wyhamowanie ujemnej dynamiki inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że dane GUS dotyczące aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw nie potwierdzają na razie ożywienia inwestycji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano na wzrost liczby pracujących w gospodarce w II kw. 2010 r. i dalsze stopniowe zwiększanie się zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w III kw. br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że ze względu na ograniczoną skalę zwolnień w latach 2008-2009 liczba pracujących w gospodarce kształtuje się na poziomie zbliżonym do okresu sprzed spowolnienia gospodarczego. Z kolei przeciętne miesięczne przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw kształtują się na relatywnie wysokim poziomie, niższym jedynie niż w 2007 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu towarzyszy zwiększanie się liczby osób aktywnych zawodowo, co ogranicza narastanie napięć na rynku pracy i zwiększanie presji płacowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalszy wzrost podaży pracy będzie prawdopodobnie ograniczany przez czynniki demograficzne powodujące, że liczba osób w wieku produkcyjnym będzie rosła wolniej niż dotychczas. Niektórzy członkowie Rady wskazywali że dodatkowym czynnikiem mogącym negatywnie wpływać na podaż pracy w Polsce będzie zniesienie w maju 2011 r. ograniczeń dla polskich obywateli w dostępie do rynku pracy w Niemczech i Austrii.

Część członków Rady argumentowała, że dotychczasowy wzrost wynagrodzeń był nieduży, a badania koniunktury NBP wskazują, że odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac pozostaje umiarkowany, co może świadczyć o utrzymywaniu dyscypliny płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że odsetek zatrudnionych, którzy wedle deklaracji przedsiębiorstw mają zostać objęci podwyżkami w IV kw. zbliżył się do wieloletniej średniej. Członkowie ci oceniali, że hamujący wpływ niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy na inflację może zacząć słabnąć, na co wskazuje pierwszy od II kw. 2008 r. wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w II kw. 2010 r. Ponadto – zdaniem tych członków Rady – czynnikiem wzrostu presji płacowej może być podniesienie płacy minimalnej w 2011 r.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że roczny wskaźnik CPI, a także inflacja bazowa utrzymują się na niskim poziomie, choć już we wrześniu br. można oczekiwać wzrostu wskaźnika CPI w okolicę celu inflacyjnego. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej inflacji będą oddziaływać obserwowane w ostatnich miesiącach silne wzrosty cen surowców rolnych na świecie. Równocześnie część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika cen żywności w Polsce była niższa niż wcześniej oczekiwano, biorąc pod uwagę zarówno czynniki krajowe (negatywny wpływ powodzi na plony), jak i zewnętrzne (wysoką dynamikę cen żywności na świecie). Niektórzy członkowie Rady twierdzili przy tym, że ze względu na wielkość krajowego rynku rolnego również w przyszłości przełożenie wzrostu cen na rynkach światowych na ceny w Polsce może być ograniczone. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że ze względu na powiązania rynków rolnych w skali międzynarodowej można oczekiwać przyspieszenia dynamiki krajowych

cen żywności w najbliższym okresie, a w konsekwencji wyższej niż wcześniej oceniano inflacji. Niektórzy członkowie wskazywali ponadto na silny wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, który może sygnalizować nasilenie presji kosztowej.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych wskazywano, że w przypadku gospodarstw domowych obniżyły się one we wrześniu, jednak niektórzy członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania te nadal kształtują się powyżej bieżącej inflacji. Zwracano też uwagę, że prognozy analityków sektora finansowego ustabilizowały się natomiast powyżej celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady wskazywała jednocześnie, że stabilizacji prognoz inflacji analityków bankowych towarzyszył wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP. W tym kontekście, argumentowali oni, że brak zacieśnienia polityki pieniężnej może stwarzać ryzyko rewizji w górę tych prognoz. Ich zdaniem w kierunku wzrostu prognoz analityków jak również oczekiwań inflacyjnych (zwłaszcza przedsiębiorstw) może także oddziaływać utrzymujące się ożywienie aktywności gospodarczej i związane z nią narastanie presji kosztowej oraz słabnięcie bariery popytu.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych część członków Rady wskazywała, że niektóre działania zapowiedziane w projekcie ustawy budżetowej na 2011 r. mają charakter jednorazowy, co oznacza że, nie przyczynią się one do trwałego zahamowania tempa narastania długu publicznego. Inni członkowie podkreślali, że choć skala nierównowagi fiskalnej w Polsce jest duża, to nie odbiega znacząco od średniej w krajach UE. Zdaniem tych członków Rady relatywnie korzystna ocena sytuacji gospodarczej Polski oraz zmniejszenie nowych emisji skarbowych papierów wartościowych przez część krajów charakteryzujących się obecnie największą nierównowagą fiskalną może sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na polskie papiery skarbowe. Będzie to ułatwiać finansowanie deficytu sektora finansów publicznych, o ile nie nastąpi silne pogorszenie nastawienia inwestorów i odwrócenie kierunku przepływów kapitału na globalnych rynkach finansowych. Odnosząc się do wpływu polityki fiskalnej na inflację część członków Rady argumentowała, że dokonanie zapowiedzianego zamrożenia płac w sferze budżetowej, likwidacji części ulg i zwolnień podatkowych oraz podwyżki stawek VAT będzie w pewnym stopniu ograniczać presję popytową w 2011 r.

Analizując kształtowanie się agregatów monetarnych i kredytowych część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika agregatu M3 jest nadal umiarkowana, podobnie jak dynamika kredytu dla sektora prywatnego, na co składa się z jednej strony stabilny przyrost kredytów dla gospodarstw domowych, a z drugiej strony brak wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że w sierpniu 2010 r. nastąpił dalszy wzrost dynamiki M3, a tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych przekracza istotnie dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Część Rady zwracała uwagę, że mimo utrzymywania stóp NBP na niezmiennym poziomie obniżyło się oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że od maja br. stan kredytów dla przedsiębiorstw (po skorygowaniu o wahania kursowe) stopniowo rośnie, a niska dynamika tych kredytów wynika przede wszystkim z ograniczonego popytu firm na kredyt. Na ograniczony wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt utrzymuje się na niskim poziomie, przy wyraźnym wzroście udziału wniosków kredytowych zaakceptowanych przez banki.

Odnosząc się do kursu złotego część członków Rady argumentowała, że obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia inflacji. Rada dyskutowała ponadto o czynnikach mogących wpływać na kształtowanie się kursu złotego w przyszłości, w tym o poziomie kursu równowagi, roli dysparytetu stóp procentowych, ryzyku zmian nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących oraz nadpłynności na światowych rynkach finansowych. W szczególności część członków Rady zwracała uwagę, że w warunkach kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej przez banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych ewentualne podwyższenie stóp procentowych NBP mogłoby przyczynić się do zbyt szybkiej aprecjacji złotego.

Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wpływ dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być ograniczany przez inne czynniki wpływające na poziom kursu, w tym przez sytuację sektora finansów publicznych w kraju i za granicą oraz utrzymującą się dużą niepewność na światowych rynkach finansowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że wzrost dynamiki PKB w II kw. 2010 r. i możliwość jej przyspieszenia w kolejnych kwartałach w warunkach prawdopodobnie obniżonego wzrostu produktu potencjalnego, w połączeniu z dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy, mogą – w przypadku braku podniesienia stóp procentowych NBP – sprzyjać narastaniu presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Podobnie jak na sierpniowym posiedzeniu członkowie ci podkreślali ponadto, że obecny poziom stóp procentowych odpowiadał warunkom zawirowań na światowych rynkach finansowych i będącego ich skutkiem silnego spowolnienia wzrostu w polskiej gospodarce. W ich ocenie podwyżka stóp, pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne na świecie, miałyby charakter dostosowania do ustąpienia tych warunków. Zdaniem tych członków Rady, takie dostosowanie stóp procentowych ograniczałoby także ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

Inni członkowie Rady argumentowali, że umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego i towarzysząca mu obecnie ograniczona presja płacowa i inflacyjna wraz z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Ponadto, podwyżka stóp procentowych NBP, przy jednoczesnym utrzymywaniu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, mogłaby – ich zdaniem – zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Data publikacji: 21 października 2010 r.