

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 23 LISTOPADA 2010 R.

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

Rada zwracała uwagę na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce, które będzie prawdopodobnie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Część członków Rady wskazywała na podwyższenie przez międzynarodowe instytucje prognoz wzrostu PKB na 2011 r. dla Polski. Członkowie ci podkreślali, że wzrost PKB jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe, w szczególności przez wzrost spożycia indywidualnego, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy. Wskazywali oni także na stosunkowo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, co powinno przełożyć się na ożywienie popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw, zwłaszcza biorąc pod uwagę ich bardzo dobrą sytuację finansową. Utrzymaniu wysokiej – w ich ocenie – dynamiki PKB w kolejnych kwartałach powinny również sprzyjać korzystne perspektywy dla eksportu związane w szczególności z wysoką aktywnością gospodarczą w Niemczech i szybkim wzrostem niemieckiego eksportu. Zdaniem tych członków Rady w 2011 r. nie należy spodziewać się znaczącego ograniczenia popytu ze strony sektora finansów publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że nadal istnieje ryzyko obniżenia się wzrostu gospodarczego na świecie, a popyt krajowy uzależniony jest od kształtowania się nastrojów konsumenckich, które w listopadzie ponownie nieco się pogorszyły oraz od wielkości inwestycji publicznych, których realizacja może się opóźnić. Zdaniem tych członków Rady przesunięcie inwestycji publicznych oraz ograniczenie innych wydatków sektora finansów publicznych, w połączeniu z możliwym dalszym wzrostem obciążeń podatkowych, będzie również wynikiem koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w 2011 r., które w krótkim okresie będzie obniżało dynamikę PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że bez istotnego ożywienia kredytu inwestycyjnego nie będzie możliwy wzrost inwestycji przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację na rynku pracy część członków Rady podkreślała, że wzrost aktywności zawodowej w gospodarce powoduje, że zwiększaniu się zatrudnienia nie towarzyszy w ostatnich miesiącach spadek stopy bezrobocia, przez co wskaźnik napięć na rynku pracy nie rośnie, a presja płacowa pozostaje ograniczona. Brak wyraźnej presji płacowej potwierdzają – w ich ocenie – również dane o wynagrodzeniach w gospodarce, których dynamika w III kw. 2010 r. była niska. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalsze zwiększanie zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w połączeniu z rosnącą liczbą ofert pracy sygnalizują ożywienie na rynku pracy, które może przyczynić się do stopniowego wzrostu presji płacowej. Zdaniem tych członków Rady czynnikiem sprzyjającym przyspieszeniu wzrostu płac mogą być bardzo dobre wyniki finansowe firm, w szczególności kontrolowanych przez państwo przedsiębiorstw sektora surowcowego. Część członków Rady nadal wskazywała, że czynnikiem niepewności dla kształtowania się podaży pracy w Polsce są skutki otwarcia rynków pracy Niemiec i Austrii w maju 2011 r. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że rozwój sytuacji na rynku pracy, w tym wielkość podaży pracy, będzie zależała także od zmian w polityce podatkowej i emerytalnej.

Omawiając kształtowanie się agregatów kredytowych wskazywano, że lekkiemu wyhamowaniu przyrostu kredytu dla gospodarstw domowych (wynikającemu w dużym stopniu ze stopniowego

wprowadzania w życie zaleceń Rekomendacji T) towarzyszył dalszy powolny przyrost akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że biorąc pod uwagę wzrost odsetka kredytów zagrożonych, banki nie będą skłonne łagodzić swojej polityki kredytowej. Powinno to ograniczać ryzyko zbyt silnej ekspansji kredytu i wzrostu cen na rynkach aktywów, a także nasilenia się presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków Rady na ograniczone ryzyko nadmiernego wzrostu presji inflacyjnej wskazuje również obniżenie się w ostatnim okresie dynamiki agregatów monetarnych. Inni członkowie Rady argumentowali, że miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie (niższym jedynie niż w latach 2007-2008), a kredyt dla przedsiębiorstw od kilku miesięcy systematycznie rośnie. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane przyspieszenie dynamiki PKB może sprzyjać przyspieszeniu wzrostu akcji kredytowej – z jednej strony poprzez wzmocnienie popytu sektora prywatnego na kredyt, a z drugiej strony poprzez zachęcenie banków do łagodzenia warunków kredytowania. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek dynamiki podaży pieniądza w październiku wynikał z efektu bazy, będącego rezultatem zwiększonego zapotrzebowania na kredyt krótkoterminowy w październiku 2009 r. związanego z prywatyzacją PGE.

Analizując wzrost inflacji CPI w październiku 2010 r. do 2,8% wskazywano, że wynikał on ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii, tj. czynników w znacznym stopniu niezależnych od polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała przy tym, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymuje się na niskim poziomie, a niektóre prognozy wskazują, że po przejściowym wzroście inflacja CPI obniży się w II połowie 2011 r. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że pozostałe miary inflacji bazowej wzrosły, a w kolejnych miesiącach można oczekiwać także wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci argumentowali ponadto, że wzrostu cen żywności i energii nie można uznać za przejściowy. W ich ocenie wynika on bowiem w znacznym stopniu z oddziaływania czynników globalnych (tj. silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych związanego z rosnącym popytem ze strony gospodarek wschodzących). Czynniki te również w przyszłości mogą podtrzymywać wysoką dynamikę cen tych kategorii dóbr.

Rada dyskutowała także na temat oczekiwań inflacyjnych i ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Część członków Rady wskazywała, że oczekiwania inflacyjne w Polsce charakteryzują się znaczną adaptacyjnością, a więc wraz ze wzrostem bieżącej inflacji będą one rosły, zwiększając ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Do podwyższenia oczekiwań może się również przyczyniać wzrost cen dóbr często kupowanych, a także podwyżka większości stawek VAT w 2011 r. Inni członkowie Rady oceniali, że ryzyko przełożenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac jest nieduże ze względu na niewielkie znaczenie związków zawodowych w polskiej gospodarce. Podkreślali oni również, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest nadal niska, co oznacza, że ze względu na rosnącą wydajność pracy ewentualne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń będzie miało ograniczony wpływ na inflację.

Analizując wpływ uwarunkowań zewnętrznych na kształtowanie się perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy na świecie, w tym na dalsze ożywienie w krajach rozwiniętych oraz wysoką dynamikę PKB w krajach rozwijających się. Zdaniem tych członków Rady wzrost aktywności w gospodarce światowej będzie sprzyjał przyspieszeniu wzrostu PKB w Polsce oraz utrzymaniu wysokiej dynamiki cen surowców na rynkach światowych w najbliższych latach – przekładając się na wzrost krajowej presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w szczególności relatywnie korzystną sytuację w Niemczech, co poprzez pozytywny wpływ na polski eksport i wzrost PKB również może prowadzić do stopniowego narastania presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że aktywność w gospodarce niemieckiej jest w znacznym stopniu uzależniona od wzrostu PKB w Chinach, które obecnie zastrzegają politykę makroekonomiczną, co będzie oddziaływać w kierunku obniżania ich wzrostu gospodarczego. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostaje

trudna sytuacja fiskalna części krajów strefy euro oraz skutki dalszej ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w Stanach Zjednoczonych, a także napięcia między rządami największych gospodarek na świecie dotyczące polityki kursowej.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogące mieć wpływ na kształtowanie się kursu złotego zwracano uwagę, z jednej strony, na decyzję Fed o zwiększeniu skali ekspansji monetarnej oraz, z drugiej strony, na pogłębienie się problemów budżetowych w Irlandii. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że reakcja rynków finansowych na oba wydarzenia była słabsza niż na podobne wcześniejsze wydarzenia. Może to wskazywać, że ewentualne dalsze zaburzenia związane z sytuacją w niektórych krajach strefy euro będą miały ograniczony wpływ na nastroje na globalnych rynkach finansowych. Część członków Rady argumentowała równocześnie, że na kształtowanie się kursu złotego mogą mieć wpływ nie tylko czynniki zewnętrzne, ale także krajowe, w szczególności wielkość emisji skarbowych papierów wartościowych. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wyhamowanie napływu inwestycji portfelowych do Polski w ostatnim okresie mogło być związane ze zmniejszeniem nowych emisji obligacji, wynikającym z zaspokojenia potrzeb pożyczkowych państwa na 2010 r.

Odnosząc się do wpływu krajowej polityki pieniężnej na kurs złotego w warunkach wydłużenia okresu ekspansji monetarnej przez główne banki centralne, część członków Rady podkreślała, że znaczenie ewentualnego wzrostu dysparytetu stóp procentowych mogłoby być ograniczone ze względu na zwiększenie się – w wyniku kryzysu – roli zmian globalnej awersji do ryzyka dla kształtowania się kursu walutowego. Zdaniem tych członków Rady mniejsza obecnie wrażliwość kursu na zmiany dysparytetu przemawia za jak najszybszym zaostrzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że możliwej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących. Wskazywali oni, że ryzyko silniejszej aprecjacji złotego niż walut innych gospodarek wschodzących jest ograniczane przez duży deficyt w finansach publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się kursu złotego jest ważnym czynnikiem wpływającym – wraz z poziomem stóp procentowych – na łączną restrykcyjność warunków monetarnych i dlatego powinno być uwzględniane w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Podczas posiedzenia członkowie Rady dyskutowali także na temat ewentualnych zmian potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała, że niezależnie od zmian potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego w kierunku wzrostu stopy procentowej równowagi oddziałuje, z jednej strony, spadek deficytu obrotów bieżących uznawanego przez uczestników rynków finansowych za bezpieczny, a z drugiej strony, wzrost deficytu w finansach publicznych. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku spadku stopy procentowej równowagi oddziałuje duża skala płynności na światowych rynkach finansowych.

Rada dyskutowała również na temat bilansu kosztów, odpowiednio, zbyt późnego i zbyt wczesnego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady uznała, że ryzyko zwiększenia się presji płacowej i inflacyjnej związanej z przyspieszającą dynamiką PKB wraz z ryzykiem wzrostu oczekiwań inflacyjnych przemawia za podwyższeniem stóp procentowych NBP. W ich ocenie podwyższenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. mogłoby być jednorazowym dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej sytuacji gospodarczej, po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Z kolei podwyższenie stóp o 0,25 pkt. proc. mogłoby być rozpoczęciem cyklu stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego skala i tempo byłyby uzależnione od kształtowania się koniunktury w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady uznała, że brak wyraźnej presji płacowej i inflacyjnej, nadal słaba presja popytowa oraz ograniczona skala akcji kredytowej uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP

NBP

na niezmiennym poziomie w listopadzie. Za utrzymaniem stóp na dotychczasowym poziomie przemawia także – zdaniem tych członków Rady – utrzymujące się ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego związane z silną ekspansją monetarną w największych gospodarkach rozwiniętych, a także niepewność dotycząca rozwoju koniunktury gospodarczej za granicą.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono także wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe 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: 16 grudnia 2010 r.