

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 MAJA 2010 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, kształtowania się kursu złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Analizując sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na umacniające się ożywienie w Stanach Zjednoczonych, w tym w szczególności na poprawę sytuacji na rynku pracy oraz odbudowę popytu konsumpcyjnego. Część członków Rady oceniała, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce może utrzymać się nawet po wycofaniu bodźców fiskalnych, choć skala poprawy koniunktury może być ograniczana przez nadal utrudniony dostęp do kredytu oraz aprecjację dolara amerykańskiego wobec euro. Jednocześnie wskazywano na stopniowy wzrost aktywności w strefie euro oraz na poprawiającą się koniunkturę w – mającym istotny udział w eksporcie Polski – regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W szczególności, zwracano uwagę na pozytywne dane napływające z gospodarki niemieckiej. Część członków Rady podkreślała, że korzystnie na krótkookresowe perspektywy niemieckiego eksportu, a w konsekwencji także eksportu krajów Europy Środkowo-Wschodniej, wpływa szybki wzrost gospodarczy w Chinach. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że narastająca nierównowaga w gospodarce chińskiej, odzwierciedlona we wzroście inflacji w tym kraju, w dłuższym okresie stwarza ryzyko dla wzrostu gospodarczego na świecie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, zwracano uwagę na ryzyka związane z trudną sytuacją finansów publicznych w wielu krajach tego regionu. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie narastania długu publicznego w tych krajach będzie wymagało znaczącej konsolidacji fiskalnej. Jeśli będzie jej towarzyszyć wzrost rynkowych stóp procentowych oraz utrudnienia w dostępie do kredytu, może to ograniczyć wzrost gospodarczy w strefie euro w krótkim i średnim okresie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na niepewność odnośnie do możliwości przeprowadzenia znaczących działań dostosowawczych w części krajów strefy euro. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest możliwość ograniczenia wydatków gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w wyniku wzrostu niepewności, związanego z nierównowagą fiskalną w części krajów tego regionu oraz ograniczaniem wydatków z budżetów publicznych. Zdaniem tych członków Rady jest to ważniejsze zagrożenie dla wzrostu tego regionu niż wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że na wzrost gospodarczy w strefie euro korzystnie może oddziaływać obserwowane ostatnio osłabienie kursu euro, zwiększające konkurencyjność cenową eksportu tej gospodarki. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na strukturę eksportu największych gospodarek strefy euro wpływ zmian kursu euro na konkurencyjność tego eksportu jest umiarkowany.

Analizując procesy cenowe na świecie, zwracano uwagę na wzrost inflacji w największych gospodarkach wschodzących. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że presja inflacyjna w największych gospodarkach rozwiniętych, w których wskaźniki inflacji bazowej obniżyły się w

kwietniu br. do historycznie niskich poziomów, jest nadal niska. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych w maju br. może przyczynić się do spadku bieżących wskaźników inflacji na świecie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spadek cen ropy w ostatnim okresie związany był z aprecjacją dolara amerykańskiego, a zatem jego dezinflacyjny wpływ będzie ograniczony. Ponadto członkowie ci wskazywali, że obserwowany do kwietnia br. silny wzrost wyrażonych w euro cen surowców może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w strefie euro.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że utrzymująca się wzrostowa tendencja produkcji przemysłowej, dalszy wzrost wskaźników koniunktury, a także poprawiająca się sytuacja na rynku pracy wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że niski poziom inwestycji w sektorze przedsiębiorstw może ograniczać przyszłe tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że niski poziom inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego.

Dyskutując na temat wpływu żałoby narodowej i powodzi na polską gospodarkę, część członków Rady była zdania, że wpływ tych wydarzeń na wzrost gospodarczy w Polsce będzie niewielki. Inni członkowie Rady oceniali, że żałoba narodowa mogła istotnie wpłynąć na popyt konsumpcyjny, w związku z czym można oczekiwać niskiej dynamiki sprzedaży detalicznej w kwietniu br. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że powódź się jeszcze nie zakończyła, wobec czego istnieje duża niepewność odnośnie do skali jej wpływu na gospodarkę. Członkowie ci zwracali uwagę, że związany z koniecznością usunięcia zniszczeń popowodziowych wzrost inwestycji, w tym inwestycji publicznych, może oddziaływać w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali na niepewność związaną z wpływem powodzi na kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracając uwagę na to, że powódź może oddziaływać w kierunku wzrostu niektórych cen, w tym cen żywności nieprzetworzonej oraz ubezpieczeń.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, część członków Rady oceniała, że w polskiej gospodarce presja inflacyjna pozostaje obecnie umiarkowana. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na wyraźny spadek wskaźników inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, który – poza efektami statystycznymi – wynika w dużej mierze z wcześniejszej aprecjacji kursu złotego oraz obniżenia się presji popytowej i kosztowej. Zdaniem tych członków Rady, czynniki te będą oddziaływać na inflację również w kolejnych miesiącach. Ponadto w opinii tych członków Rady charakterystyczne dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego utrzymywanie się relatywnie niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz stabilne oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych będą sprzyjać kształtowaniu się inflacji na poziomie niezagrażającym realizacji celu inflacyjnego w perspektywie najbliższego roku. Dodatkowo niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku obniżenia inflacji w Polsce oddziaływać będą także niski poziom akcji kredytowej oraz niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce. Podkreślano, że na utrzymywanie się niskiej inflacji w kolejnych miesiącach wskazuje większość dostępnych prognoz.

Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że kwiecień br. był kolejnym miesiącem wyraźnego wzrostu inflacji w ujęciu miesięcznym, zwracając jednocześnie uwagę, że w efekcie tych wzrostów poziom cen konsumpcyjnych w pierwszych czterech miesiącach br. zwiększył się o 1,6%. Członkowie ci podkreślali, że bilans ryzyk krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP jest asymetryczny i wskazuje na większe ryzyko wyższej inflacji niż wynikałoby to ze ścieżki centralnej. Członkowie ci zwracali także uwagę na obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost cen niektórych towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz na stabilizację udziału Chin w polskim imporcie. Zdaniem tych członków Rady może to wskazywać, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia wzrostu gospodarczego inflacja nie będzie obniżana przez wzrost udziału w konsumpcji dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania

tak jak to miało miejsce w okresie poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie, wzrost cen regulowanych oraz umacniająca się ożywienie w gospodarce będą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat kursu złotego i jego wpływu na inflację, Rada uznała, że obecnie kurs złotego cechuje się dużą zmiennością. W opinii Rady istotnym czynnikiem wpływającym na krótkookresowe zmiany kursu są zmiany nastrojów inwestorów na globalnych rynkach finansowych wynikające w dużym stopniu ze zmieniającej się percepcji ryzyka fiskalnego w Grecji i niektórych innych gospodarkach strefy euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że w dłuższym okresie w związku z konwergencją polskiej gospodarki można oczekiwać aprecjacji kursu złotego, a obecne zaburzenia nie mają trwałego charakteru. Niepewność na rynkach finansowych może jednak mieć wpływ na kurs złotego w krótkim okresie.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na stopniowy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek stopy bezrobocia (po uwzględnieniu czynników sezonowych) w kwietniu br. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrostowi zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie towarzyszy jak dotąd istotny wzrost presji płacowej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne oraz do Narodowego Funduszu Zdrowia wskazują, że wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce może być silniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw, a wysoki wzrost dochodu do dyspozycji w IV kw. ub.r. może wskazywać, że szybko rosną także dochody z innych źródeł niż praca. Ponadto członkowie ci oceniali, że rosnąca zdolność przedsiębiorstw do finansowania wydatków może zwiększyć skłonność tych podmiotów do podwyżek wynagrodzeń lub zwiększania zatrudnienia. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że w kwietniu br. drugi miesiąc z rzędu wzrosły w ujęciu rocznym realne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na utrzymujący się spadek wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom, w tym w szczególności kredytów inwestycyjnych, oraz niską dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że niski poziom akcji kredytowej w odniesieniu do przedsiębiorstw jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Zwracali oni uwagę, że popyt na kredyt może być także ograniczany przez dobrą sytuację płynnościową przedsiębiorstw, na którą wskazuje wzrost wskaźników płynności w I kw. br. do historycznie najwyższego poziomu oraz wysoka dynamika depozytów tych podmiotów. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że dane dotyczące płynności przedsiębiorstw dotyczą relatywnie dużych przedsiębiorstw, a ograniczony dostęp do kredytu wpływa niekorzystnie na perspektywy rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, który ma większe zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne w postaci kredytu.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę, że dobra sytuacja kapitałowa banków umożliwi im zwiększenie podaży kredytu. W opinii tych członków Rady w przypadku ustąpienia zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych, które obecnie ograniczają wzrost podaży kredytów mieszkaniowych denominowanych w walutach obcych poprzez utrudnienia w ich refinansowaniu, może nastąpić szybka ekspansja w tym segmencie rynku kredytowego.

Odnosząc się do polityki fiskalnej, część członków Rady oceniała, że zaostrzenie polityki fiskalnej w krótkim okresie skutkowałoby obniżeniem wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce. Jednak niezbędna jest dalsza konsolidacja sektora finansów publicznych w celu zmniejszenia deficytu tego sektora. Ponadto członkowie ci uznali, że odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro zmniejszy bodźce do szybkiego przeprowadzenia reform fiskalnych.

Odnosząc się do spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht, część członków Rady zwracała uwagę, że w majowych Raportach o konwergencji Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego kraje z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP zostały uwzględnione przy obliczaniu wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen, czego skutkiem był bardzo niski poziom wartości referencyjnej. Zdaniem tych członków Rady uznawanie przez obie instytucje krajów z ujemnymi wskaźnikami dwunastomiesięcznej średniej inflacji HICP za kraje o najbardziej stabilnym poziomie cen może w przyszłości utrudniać spełnianie tego kryterium przez Polskę.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w kraju, część członków Rady wskazywała, że banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej kontynuowały w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej, a zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi EBC podniesie stopy procentowe najwcześniej w przyszłym roku. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że zmiana parametrów polityki pieniężnej w Polsce może nastąpić wcześniej niż w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady oceniała przy tym, że wzrost realnej stopy procentowej ex post (deflowanej wskaźnikiem inflacji CPI) w kwietniu br., wskazuje na wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej.

Rada oceniła, że niepewność dotycząca wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na kształtowanie się wzrostu gospodarczego w Polsce oraz kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Ponadto część członków Rady argumentowała, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce będzie możliwa po zapoznaniu się z czerwcową projekcją inflacji i PKB.

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: 24 czerwca 2010 r.