

Prezes NBP dla „Hungarian Business Daily”

Wszystkie największe banki centralne Europy Środkowej zaczęły ostatnio podnosić stopy procentowe. Czy to rodzaj współzawodnictwa, czy też istnieją wspólne powody lub kwestie, które należy wziąć pod uwagę, dla których tak się dzieje? Jakie są różnice, które mogą ewentualnie powodować odmienne tempo zaostrzania kursu polityki pieniężnej?

W ostatnim czasie rzeczywiście widać zmianę nastawienia polityki pieniężnej banków centralnych Europy Środkowo - Wschodniej. Powiedziałbym nawet więcej: taka zmiana jest widoczna także w skali globalnej, choć w przypadku głównych banków centralnych jest zdecydowanie bardziej subtelna niż w przypadku wielu mniejszych banków centralnych, w tym w naszym regionie. Podjęcie działań przez władze monetarne nie powinno dziwić, jeżeli weźmiemy pod uwagę obserwowany w ostatnim czasie wyraźny wzrost globalnej inflacji. Wspomnę tylko, że w Stanach Zjednoczonych dynamika cen od jakiegoś czasu przekracza 5%, a w Niemczech we wrześniu przebiła 4%. To poziomy, których nie widziano od wielu lat. Przyczyną podwyższonej inflacji jest spłot kilku szoków o charakterze globalnym. Chodzi przede wszystkim o silny wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz – w ostatnim czasie – także surowców rolnych. Dodatkowo ceny na świecie podbijane są przez zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw oraz wyraźnie wyższe niż w poprzednich latach ceny transportu międzynarodowego. A w Europie w kierunku wyższej inflacji oddziałują także rosnące w związku z polityką klimatyczną UE ceny uprawnień do emisji CO₂. Oczywiście gospodarki Europy Środkowo-Wschodniej nie są odporne na skutki tych szoków i także w naszym regionie dynamika cen kształtuje się na podwyższonym poziomie. Co więcej, w ostatnim czasie widzimy coraz więcej sygnałów sugerujących, że szybszy wzrost cen utrzyma się niestety dłużej niż wcześniej oczekiwano. W efekcie – w szczególności w krajach, gdzie obserwujemy wyraźny wzrost aktywności gospodarczej – istnieje ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. Nie powinno więc dziwić, że banki centralne Europy Środkowo-Wschodniej – działające w podobnych uwarunkowaniach – podejmowały zbliżone działania. Oczywiście zbliżone, a nie takie same, bo decyzje banków centralnych – zarówno dotychczasowe, jak i przyszłe – zależą od oceny bieżącej koniunktury i inflacji oraz ich perspektyw w poszczególnych gospodarkach. Różnice w tych ocenach przekładają się na rozbieżności w momencie rozpoczęcia zacieśnienia polityki pieniężnej, jego skali i tempa.

Dlaczego Polska jako ostatnia w regionie podniosła stopy procentowe? Jakie są, Państwa zdaniem, szanse na dalsze podwyżki stóp procentowych przez NBP? Jeśli takie podwyżki miałyby się zmaterializować, jaką metodę ich wprowadzania byłoby Państwo preferowali: czy taką jaką obrał bank centralny Węgier, gdzie podwyżki są wprowadzane co miesiąc, aż do osiągnięcia (niezdefiniowanej) stopy równowagi, czy też jakąś inną?

Decyzje o podwyższeniu stóp procentowych w poszczególnych gospodarkach naszego regionu są podejmowane na podstawie oceny bieżącej sytuacji i jej perspektyw. To prawda, że nasze gospodarki zostały dotknięte w dużym stopniu tymi samymi globalnymi szokami. Jednocześnie różniłyśmy się w zakresie ocen dotyczących ryzyka dla ożywienia gospodarczego i trwałości wpływu globalnych szoków na inflację. My ocenialiśmy, że wobec niepewności dotyczącej wpływu jesiennej fali pandemii na koniunkturę uzasadniona jest nieco większa ostrożność w działaniach. Jednocześnie kiedy niepewność ta zmalała, a jednocześnie pojawiło się ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie, podjęliśmy zdecydowane działania. To nie są jedyne różnice, nasze gospodarki różnią się wieloma cechami strukturalnymi, także tzw. funkcja reakcji naszych banków centralnych jest najwyraźniej nieco odmienna. Pamiętajmy jednak, że biorąc pod uwagę opóźnienia związane z transmisją podwyżek stóp, te kilka miesięcy różnicy między decyzją Banku Czech i Węgier o ograniczeniu akomodacji monetarnej, a naszą reakcją nie będzie w średnim okresie stanowił istotnej różnicy dla procesów cenowych. Widać zresztą jasno, że tendencje inflacyjne w poszczególnych krajach regionu pozostają podobne, moment pierwszej podwyżki stóp procentowych nie ma tu aż tak dużego znaczenia. Jeśli chodzi o nasze dalsze decyzje, to jak zawsze będą one podejmowane na podstawie napływających danych i informacji oraz ich oceny i formułowanych na tej podstawie prognoz. Dlatego nie składamy żadnych deklaracji w tym zakresie. Jedyne o czym mogę zapewnić, to że NBP nie dopuści do utrwalenia się podwyższonej inflacji.

Inflacja: debata na temat inflacji, która przetoczyła się przez Europę (a także USA) jak dotąd nie rozstrzygnęła, czy trwający wzrost inflacji został spowodowany czynnikami tymczasowymi, czy też takimi, które mogą się utrzymać w dłuższym horyzoncie czasowym. Jakie jest Państwa zdanie? Czy inflacja powróci do celu inflacyjnego NBP w bliskiej perspektywie, czy też dostrzegacie Państwo ryzyka dla takiego scenariusza? Czy istnieją czynniki, które wolelibyście Państwo rozpoznać lepiej? Czy jesteście Państwo zaniepokojeni wzrostem cen producenta i możliwością ich przełożenia się na wskaźnik cen konsumpcyjnych?

Debata na temat tego, jak długo utrzyma się podwyższona inflacja trwa już od dobrych kilku miesięcy. Sam fakt, że ta dyskusja się przedłuża świadczy o tym, że temat nie jest trywialny. Początkowo ocenialiśmy, że część czynników podwyższających dynamikę cen w Polsce ma charakter przejściowy i wygaśnie w przyszłym roku, przekładając się na spadek inflacji. Jednak wraz z wrześniowym, silnym wzrostem cen surowców energetycznych oraz rolnych i doniesieniami o przedłużaniu się zaburzeń w globalnych sieciach dostaw, zwiększyło się prawdopodobieństwo, że inflacja będzie jeszcze wyższa oraz że utrzyma się na podwyższonym poziomie dłużej niż wcześniej oczekiwaliśmy. To z kolei rodzi ryzyko utrwalenia się szybszego wzrostu cen w średnim okresie, w szczególności wobec oczekiwanego w kolejnych kwartałach dynamicznego wzrostu aktywności gospodarczej i korzystnej sytuacji pracowników na rynku pracy w Polsce. W takich bowiem uwarunkowaniach z jednej strony przedsiębiorstwa będą miały większą możliwość podnoszenia cen swoich produktów w ślad za silnie rosnącymi kosztami, a z drugiej strony – pracownicy będą żądali dostosowania wynagrodzeń. By ograniczyć ryzyko, że inflacja pozostanie podwyższona także w średnim okresie, NBP podniósł w październiku i listopadzie stopy procentowe, w tym stopę referencyjną do 1,25%. Oznacza to w zasadzie

wycofanie akomodacji monetarnej wprowadzonej w reakcji na kryzys. Dalsze decyzje będą uzależnione od przyszłych ocen sytuacji i perspektyw inflacji.

Oba kraje regionu, w których banki centralne najpóźniej podniosły stopy procentowe, odczuły w tym roku największe spadki wartości walut krajowych (wydaje się również, że inflacja w Rumunii i w Polsce jest najwyższa). Czy widzicie Państwo tu jakiś związek? Czy zachodzi konieczność wprowadzenia jakichś korekt do prowadzonej polityki lub nadgonienia dystansu pod jakimś względem [przyp. tłum. - w stosunku do innych banków]?

Myślę, że nie powinno się interpretować zmian kursu walutowego przez pryzmat jednego wskaźnika makroekonomicznego czy wybranego parametru polityki gospodarczej. Poza tym porównania takie wypadają różnie w zależności od tego, jaki okres referencyjny się przyjmuje. Oczywiście wyższe stopy procentowe mogą oddziaływać – *ceteris paribus* – w kierunku aprecjacji waluty krajowej. Ale po pierwsze warunek *ceteris paribus* jest niezwykle rzadko spełniony, a po drugie o popycie na walutę decydują nie tylko krótkoterminowe przepływy kapitału, ale także atrakcyjność danej gospodarki dla inwestorów o dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. W tym kontekście nie ma natomiast wątpliwości, że działania NBP są korzystne dla polskiego złotego. NBP prowadzi bowiem politykę pieniężną w taki sposób, by zapewnić stabilność cen w średnim okresie, wspierając jednocześnie wzrost aktywności w polskiej gospodarce. Tym samym NBP przyczynia się do tworzenia atrakcyjnych i stabilnych warunków dla realizacji średnio- i długoterminowych projektów inwestycyjnych.

Węgierski forint znalazł się pod presją, ponieważ niektórzy uczestnicy rynku uważają, że uzasadnione byłoby szybsze tempo wprowadzania podwyżek stóp procentowych. Czy spodziewacie się Państwo podobnej presji na złotego? Jaką wagę przywiązujecie Państwo do kursu wymiany złotego w decyzjach dotyczących stóp procentowych? Czy odgrywa on jakąś rolę w transmisji polityki pieniężnej? Czy obecny kurs wymiany złotego po ogłoszeniu podwyżek stóp procentowych przez NBP jest odpowiedni, czy też uważają Państwo, że stan gospodarki byłby lepiej odzwierciedlony przez kurs wyższy lub niższy od obecnego?

Na razie żadnej tego typu presji na złotego nie widać. Decyzje Rady z października i listopada były zdecydowane i nakierowane na ograniczenie ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. Analitycy rynkowi oczywiście starają się przewidzieć nasze decyzje. Raz im się to udaje, a raz nie. Ale trudno zakładać, że to oczekiwania rynkowe, a nie decyzje banku centralnego odzwierciedlają odpowiednią skalę dostosowania stóp procentowych. Jeżeli chodzi o kurs złotego, to nie będę komentował jego kształtowania się w ostatnich miesiącach. Powtórzę tylko, że jego obecny poziom wspiera wzrost aktywności gospodarczej. Jednocześnie w obecnych uwarunkowaniach nie przeceniłbym znaczenia kanału kursowego dla transmisji naszych decyzji: wobec silnych negatywnych szoków zewnętrznych nawet wyraźna aprecjacja kursu nie doprowadziłaby do jakiegoś istotnego spadku bieżącej inflacji. Byłaby natomiast dotkliwa dla eksporterów i wobec tego niekorzystna dla gospodarki.

Czy bankierzy centralni w regionie wzorują się na sobie nawzajem? Czy sądzą Państwo, że działania FED lub EBC (albo ich brak) prowadzą do podjęcia przez Państwa jakichś działań (lub ich zaniechania)? Wielu uczestników rynku oczekiwało zaostrzenia polityki FED z początkiem listopada (lub w grudniu): gdyby tak miało się zdarzyć, czy byłby to czynnik zwiększający szanse na dalsze zaostrzenie polityki NBP?

Uważnie obserwujemy działania Fed i EBC, bo są dla nas ważne oczywiście w zakresie, w jakim wpływają na uwarunkowania polityki pieniężnej w Polsce. Dziś te banki centralne – pomimo podwyższonej inflacji – nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną: utrzymują stopy procentowe na niskim poziomie i skupują papiery wartościowe na bardzo dużą skalę. Rzeczywiście ostatnio Fed podjął decyzję o rozpoczęciu ograniczania skali skupu aktywów, czyli tzw. *taperingu*. Nie był to jednak krok ani zaskakujący, ani jakoś istotnie zmieniający uwarunkowania prowadzenia naszej polityki pieniężnej. Polityka globalnych banków centralnych ma oczywiście bardzo duże znaczenie dla perspektyw gospodarczych u naszych partnerów handlowych i w ten sposób wpływa także na perspektywy polskiej gospodarki, a tym samym, choć jedynie pośrednio, także i na nasze decyzje. Nie ma tu natomiast mowy o utrzymywaniu jakiegoś zadanego z góry dysparytetu stóp procentowych, a tym bardziej naśladowaniu np. polityki pieniężnej EBC (EBC shadowing). Tym bardziej nie może być o tym mowy w odniesieniu do polityki pieniężnej prowadzonej przez inne banki centralne w naszym regionie. Każdy z naszych banków centralnych zna najlepiej uwarunkowania swojej gospodarki i podejmuje niezależne decyzje kierując się najlepiej rozumianą realizacją swoich celów inflacyjnych.

Ostatnie pytanie dotyczy polityki, jeśli zechcą się Państwo wypowiadać na ten temat. Czy ataki polityczne na Polskę i Węgry w ramach UE mogą stać się czynnikiem wpływającym na decyzje z zakresu polityki pieniężnej (na przykład przez swój wpływ na kursy walutowe albo rentowność skarbowych papierów wartościowych)?

Odpowiem krótko: bank centralny w Polsce ma ugruntowaną tradycję niezależności od czynników politycznych – zarówno krajowych, jak i zagranicznych. I nic się w tej sprawie nie zmienia. NBP będzie nadal prowadził politykę pieniężną w taki sposób, by – biorąc pod uwagę bieżącą i prognozowaną sytuację makroekonomiczną – zapewnić stabilność polskiego złotego.