

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 2 MARCA 2011 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na krajowym rynku pracy oraz w otoczeniu polskiej gospodarki.

Dyskutując na temat sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki, wskazywano, że wzrost PKB w br. utrzyma się najprawdopodobniej na poziomie zbliżonym do ub.r. Część członków Rady zwracała uwagę na brak wyraźnego ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podkreślali oni, że przy obecnym tempie wzrostu gospodarczego ryzyko pojawienia się silnych nierównowag makroekonomicznych jest ograniczone. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie z gospodarki zwiększają niepewność dotyczącą krótkookresowych perspektyw wzrostu PKB. Wskazywali oni w szczególności na dalszy wzrost stopy bezrobocia (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), relatywnie niską dynamikę produkcji budowlano-montażowej, osłabienie tempa wzrostu sprzedaży detalicznej w styczniu br., pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury, a także wyraźnie niższy niż w analogicznych okresach lat ubiegłych przyrost kredytu.

Jednocześnie wskazywano jednak, że na kształtowanie się wielu danych w grudniu ub.r. i styczniu br. mogły znacząco wpływać czynniki jednorazowe (ekonomiczne i statystyczne), co utrudnia ich ocenę. W tym kontekście część członków Rady oceniała, że niska dynamika produkcji budowlano-montażowej była związana przede wszystkim z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi i nie stanowi negatywnego sygnału dla ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Podobnie, zdaniem tych członków Rady, osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej nie wskazuje na ryzyko silnego spowolnienia wzrostu spożycia indywidualnego, gdyż było ono związane głównie ze spadkiem sprzedaży samochodów, do którego przyczyniło się zniesienie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową od 2011 r. Wskazywali oni jednocześnie, że przesunięcie zakupów samochodów z 2011 r. na 2010 r. zwiększyło dynamikę popytu krajowego, ale jednocześnie pogorszyło wkład eksportu netto do PKB.

Odnosząc się do wzrostu PKB w latach 2012-2013, wskazywano, że w marcowej projekcji NBP jest oczekiwane jego spowolnienie, a dynamika spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe są niższe niż w poprzedniej projekcji. Zwracano uwagę, że wolniejszy wzrost inwestycji wynika z oczekiwanego przesunięcia absorpcji części środków z UE z 2012 r. na kolejne lata, a także niekorzystnego oddziaływania wzrostu cen surowców na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Część członków Rady wskazywała jednak na dużą niepewność dotyczącą kształtowania się inwestycji współfinansowanych ze środków UE. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że korzystniejsze niż w projekcji kształtowanie się sytuacji na rynku pracy będzie zapobiegać obniżeniu się dynamiki spożycia indywidualnego. Zdaniem tych członków Rady szybciej niż w projekcji rosnać mogą także inwestycje przedsiębiorstw. Ich ożywieniu będzie sprzyjać rosące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, umożliwiającą im finansowanie inwestycji ze środków własnych i ułatwiająca dostęp do finansowania zewnętrznego.

Dyskutując na temat presji inflacyjnej w gospodarce, podkreślano, że wyraźny wzrost inflacji CPI jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych oraz podwyżkami stawek VAT i cen administrowanych, tj. przede wszystkim z czynnikami

niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano, że wzrost bieżącej inflacji przekłada się na wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także oczekiwań implikowanych z rentowności długoterminowych papierów skarbowych. Jednocześnie podkreślano, że dostępne prognozy, wskazują, że inflacja CPI może jeszcze wzrosnąć w najbliższych miesiącach, ale w II poł. br. wpływ czynników podwyższających ją obecnie będzie stopniowo wygaszał i – zdaniem części członków Rady – inflacja obniży się. Wskazywano jednak, że prawie w całym horyzoncie marcowej projekcji, przy założeniu braku zmian stóp procentowych NBP, inflacja CPI utrzymuje się powyżej celu inflacyjnego. W ocenie niektórych członków Rady ryzyko, że inflacja będzie wyższa od centralnej ścieżki projekcji jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że będzie ona niższa.

Dyskutując na temat presji płacowej w gospodarce, część członków Rady podkreślała, że obecna sytuacja na rynku pracy nie wskazuje na jej nasilenie się. Zwracali oni uwagę, że wyraźne przyspieszenie dynamiki płac w gospodarce w IV kw. ub.r. było najprawdopodobniej przejściowe, gdyż przyczynił się do niego silny wzrost wynagrodzeń w administracji poprzedzający ich zamrożenie w br. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach jest nadal umiarkowane, w szczególności w porównaniu z dynamiką wydajności pracy, i jest ono spójne ze stabilizacją inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że przyspieszenie wzrostu płac w przedsiębiorstwach na przełomie 2010 i 2011 r. wskazuje na niepewność dotyczącą utrzymania się umiarkowanego wzrostu płac i może sygnalizować ryzyko nadmiernego nasilenia się presji płacowej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Oceniali oni także, że relacja między tempem wzrostu płac i wydajności pracy będzie się stopniowo pogarszać, silniej niż wskazuje marcową projekcją inflacji i PKB.

Wśród czynników wskazujących na ograniczone ryzyko nasilenia się presji płacowej, w tym ograniczone ryzyko przełożenia się podwyższonej inflacji i oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac, część członków Rady wymieniała wzrost stopy bezrobocia oraz spadek ofert pracy i związany z tym wyraźny spadek indeksu napięć na rynku pracy. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek popytu na pracę, mimo że wynika głównie z obniżenia się liczby ofert pracy subsydiowanej, powinien łagodzić presję na wzrost wynagrodzeń. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że mimo obniżenia się liczby ofert pracy subsydiowanej, badania ankietowe wskazują na wzrost aspiracji płacowych osób bezrobotnych. Zmniejsza to prawdopodobieństwo, że wzrost bezrobocia będzie znacząco łagodził presję płacową. Członkowie ci zwracali także uwagę, że zgodnie z marcową projekcją można oczekiwać, że stopa bezrobocia będzie się powoli obniżać i od II poł. br. będzie kształtować się poniżej stopniowo rosnącej stopy bezrobocia NAWRU. Zdaniem tych członków Rady na możliwość szybkiego nasilenia się presji płacowej wskazuje również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na kontynuację umiarkowanego wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz towarzyszący mu wzrost bieżącej inflacji związany ze wzrostem cen surowców na rynkach światowych. Część członków Rady podkreślała, że główne banki centralne, mimo pewnych sygnałów wskazujących na możliwość zacieśnienia polityki pieniężnej przez niektóre z nich, utrzymują stopy procentowe na niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że szybko rosnący dług publiczny w gospodarkach rozwiniętych pozostaje istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego, w tym dla sytuacji na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymywanie się dobrej koniunktury w Niemczech, wskazując przy tym na silną zbieżność cykliczną między gospodarką niemiecką i polską. Część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w Chinach może wpłynąć niekorzystnie na perspektywy niemieckiego, a w konsekwencji także polskiego eksportu. Ich zdaniem w kierunku osłabienia polskiego eksportu może oddziaływać także konsolidacja fiskalna w krajach Unii Europejskiej oraz prawdopodobne zacieśnienie polityki pieniężnej w części tych gospodarek.

Dyskutując na temat szybkiego wzrostu cen surowców, część członków Rady oceniała, że wstrząsy cenowe na rynkach surowców mają najprawdopodobniej charakter przejściowych szoków podaży. Zwracano jednak również uwagę, że duża płynność na światowych rynkach finansowych w połączeniu z niską krótkookresową elastycznością podaży surowców może spowodować, że ich ceny będą rosły silniej niż się obecnie oczekuje. Ponadto inni członkowie Rady wskazywali, że do wzrostu cen surowców może przyczynić się także szybki wzrost popytu na surowce ze strony gospodarek wschodzących i w związku z tym wzrost ten może mieć bardziej trwały charakter. Zdaniem tych członków Rady wzrost cen surowców może być także wyrazem wzrostu obaw inflacyjnych wśród uczestników rynków finansowych. Jednocześnie zwracano uwagę, że wzrost cen surowców na rynkach światowych może oddziaływać w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej na świecie.

Analizując kształtowanie się agregatów kredytowych, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymujący się spadek kredytów konsumpcyjnych oraz wyhamowanie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. Jednocześnie inni członkowie Rady podkreślali, że tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych nadal kształtuje się na wysokim poziomie w porównaniu z dynamiką dochodów do dyspozycji osiągalną w warunkach niskiej inflacji. Część członków Rady oceniała, że niski przyrost kredytów dla przedsiębiorstw może ograniczać wzrost inwestycji. Wskazywali oni także, że wzrost liczby podmiotów bez zdolności kredytowej w IV kw. ub. r. jest niekorzystnym sygnałem dla perspektyw ożywienia akcji kredytowej. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wzrostowi temu towarzyszył spadek udziału należności podmiotów bez zdolności kredytowej w całości należności wobec sektora bankowego.

Odnosząc się do popytu sektora finansów publicznych, część członków Rady oceniała, że istotne zacieśnienie fiskalne w latach 2011-2012 jest mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę termin wyborów parlamentarnych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że konieczność spełnienia wymogów dotyczących deficytu sektora finansów publicznych, wynikających z procedury nadmiernego deficytu, przełoży się na zwiększenie skali zacieśnienia w 2012 r. W tym kontekście wskazywano także na decyzję Komisji Europejskiej dotyczącą utrzymania obecnego sposobu uwzględniania kosztów reformy emerytalnej przy określaniu deficytu i długu sektora. Jednocześnie jednak członkowie ci oceniali, że skala zacieśnienia fiskalnego nie będzie wystarczająca, by ograniczyć narastanie presji popytowej w gospodarce. Wskazywano, że pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się popytu sektora finansów publicznych będzie możliwa po przedstawieniu przez rząd działań ograniczających deficyt sektora w ramach aktualizacji Programu Konwergencji.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, podkreślano, że ich podwyższenie w styczniu br. rozpoczęło proces stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą warunkowane napływającymi danymi dotyczącymi przebiegu procesów makroekonomicznych. Zdaniem części członków Rady ponowne podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu byłoby uzasadnione ze względu na utrzymujące się ryzyko nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Ograniczałoby ono także ryzyko utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci argumentowali również, że szybkie podwyżki stóp procentowych zmniejszyłyby łączną skalę podwyżek stóp niezbędną dla stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. W opinii tych członków Rady za szybkimi podwyżkami stóp przemawia także zmniejszona wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych.

Większość członków Rady uznała, że ostatnie dane zwiększają niepewność dotyczącą tempa wzrostu aktywności gospodarczej, w tym ożywienia inwestycji i trwałości przyspieszenia konsumpcji, i tym samym uzasadniają pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Za taką decyzją – zdaniem tych członków Rady – przemawiają także utrzymujący się wzrost stopy bezrobocia oraz umiarkowana presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw, zmniejszające ryzyko utrwalenia się wzrostu bieżącej inflacji, który jak dotąd wynika głównie z czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Ponadto

zdaniem niektórych członków Rady decyzje dotyczące stóp procentowych NBP powinny uwzględniać politykę pieniężną głównych banków centralnych, w szczególności Europejskiego Banku Centralnego.

Na posiedzeniu złożono 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 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, stopa redyskonta weksli 4,00%.

Data publikacji: 17 marca 2011 r.