

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 27 PAŹDZIERNIKA 2010 R.

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

Analizując bieżącą sytuację w sferze realnej gospodarki i perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na szybki wzrost produkcji sprzedanej przemysłu, sprzedaży detalicznej i eksportu. Część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące konsumpcji gospodarstw domowych w II kw. br. i sprzedaży detalicznej świadczą o tym, że wzrost gospodarczy, który dotychczas był wzmacniany głównie przez rosnący popyt zewnętrzny, jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe. W ich ocenie bieżącego wzrostu konsumpcji nie da się w pełni wyjaśnić czynnikami o charakterze jednorazowym, tj. odtwarzaniem majątku na terenach popowodziowych oraz przesunięciem części zakupów z 2011 r. w związku z oczekiwaną zmianą stawek VAT i zmianami w przepisach dotyczących odliczania VAT od zakupu samochodów. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku dalszego wzrostu konsumpcji będzie oddziaływała poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, w tym relatywnie szybki wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Z kolei, umacniająca się konsumpcja prywatna, przy dalszym wysokim wzroście eksportu, może przełożyć się na ożywienie inwestycji przedsiębiorstw, choć ze względu na niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej, w tym sytuacji sektora finansów publicznych, ich dynamika w najbliższych kwartałach może pozostać niska. Członkowie ci podkreślali, że na możliwość ożywienia aktywności inwestycyjnej wskazuje wzrost stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw powyżej wieloletniej średniej oraz ich korzystna sytuacja finansowa i płynnościowa, umożliwiającą im finansowanie inwestycji ze środków własnych. Ponadto w opinii tych członków Rady, w kierunku wzrostu inwestycji w gospodarce w najbliższych kwartałach – poza szybko rosnącymi inwestycjami publicznymi – może oddziaływać także ożywienie na rynku mieszkaniowym, którego symptomy pojawiły się w III kw. 2010 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że napływające dane nie potwierdzają jednoznacznie, iż ożywienie aktywności gospodarczej ma trwały charakter. Zwracali oni uwagę, że niektóre prognozy wskazują na możliwość osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w przyszłym roku lub na możliwość jego utrzymania się na stosunkowo niskim poziomie przez najbliższe dwa lata. Podkreślali oni także, że dynamika sprzedaży detalicznej jest obecnie prawdopodobnie podwyższana przez szybki wzrost sprzedaży samochodów i dóbr trwałego użytku, do którego przyczyniają się czynniki o charakterze jednorazowym. Po wygaśnięciu oddziaływania tych czynników – zdaniem tych członków Rady – dynamika wzrostu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych może się osłabić. Wskazuje na to niska dynamika płac realnych. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dynamika inwestycji jest nadal bardzo niska, a w ostatnim okresie pogorszyły się nastroje przedsiębiorstw, w tym ich oczekiwania dotyczące produkcji, popytu i zatrudnienia.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, omawiano wyniki projekcji inflacji z modelu NECMOD oraz innych prognoz. Wskazywano, że zgodnie z październikową

projekcją, w całym jej horyzoncie, prawdopodobieństwo wzrostu inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jest wyższe niż prawdopodobieństwo spadku inflacji poniżej celu. Podkreślano, że na taki rozkład tych prawdopodobieństw wskazują również inne prognozy wewnętrzne sporządzone w NBP.

Członkowie Rady zauważali, że w krótkim okresie do wzrostu inflacji przyczyniać się będzie wzrost cen żywności, wywołany wstrząsami podażowymi w kraju i za granicą, zmiany stawek podatków pośrednich oraz wzrost cen administrowanych, przede wszystkim cen energii. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wyższej inflacji będą także oddziaływać opóźnione efekty silnej deprecjacji złotego w trakcie kryzysu gospodarczego, która mogła nie przełożyć się jeszcze w pełni na ceny konsumpcyjne w Polsce. Zdaniem innych członków Rady czynnikami ograniczającymi inflację będzie obserwowana od kilku miesięcy aprecjacja kursu złotego, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz słaba jeszcze presja popytowa i płacowa, w tym korzystne kształtowanie się relacji między wzrostem wydajności pracy i wzrostem funduszu płac. Część członków Rady oceniała jednak, że biorąc pod uwagę możliwe obniżenie się potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki w wyniku kryzysu finansowego, a także czynników od niego niezależnych obecne tempo wzrostu gospodarczego jest już relatywnie wysokie i nie będzie czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w Polsce.

Zdaniem części członków Rady, po wygaśnięciu oddziaływania czynników przejściowo zwiększających inflację, może ona – w przypadku braku zaostrzenia polityki pieniężnej – utrzymać się na podwyższonym poziomie ze względu na oczekiwany wzrost krajowej presji popytowej i płacowej, w tym prawdopodobne przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost inflacji za granicą. Wskazuje na to prognozowany systematyczny wzrost wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w projekcji z modelu NECMOD. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że presja inflacyjna może być ograniczana przez aprecjację kursu złotego oraz zapowiadane przez rząd zacieśnienie polityki fiskalnej w 2012 r. Zwracali oni też uwagę, że inflacja obniży się w wyniku wygaśnięcia czynników o charakterze podażowym.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat sytuacji sektora finansów publicznych. Część członków Rady zwracała uwagę, że planowana skala zacieśnienia fiskalnego w 2011 r. nie jest wystarczająca do zahamowania narastania długu publicznego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że w związku z ryzykiem niższych od zakładanych dochodów z podatku VAT oraz przychodów z prywatyzacji w 2011 r. skala zacieśnienia fiskalnego, a także obniżenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa może być mniejsza niż założono. Członkowie ci podkreślali również, że przychody, które w 2011 r. mają obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, mają charakter jednorazowy i nie będą w następnych latach ograniczały narastania długu publicznego. W celu zahamowania szybkiego narastania długu publicznego niezbędne będzie więc zwiększenie skali zacieśnienia fiskalnego. Członkowie ci podkreślali także, że prawdopodobny brak zgody na odliczanie kosztów reformy emerytalnej od deficytu sektora finansów publicznych będzie wiązał się z koniecznością silnego zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach w celu spełnienia wymogów Paktu Stabilności i Wzrostu. Zdaniem tych członków Rady silne zacieśnienie fiskalne będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy i presję inflacyjną w Polsce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na niepewność dotyczącą kształtu polityki fiskalnej po 2011 r. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że ze względu na możliwość wystąpienia tzw. niekeynesowskich skutków zacieśnienia fiskalnego zaostrzenie polityki fiskalnej nie musi w krótkim okresie istotnie ograniczyć dynamiki wzrostu gospodarczego, jeżeli będzie ono oparte głównie na zmniejszaniu wydatków publicznych. Jeżeli natomiast byłoby ono oparte na podwyżkach podatków pośrednich, to działałoby wówczas w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w krótkim okresie, zwiększając jednocześnie ryzyko jej utrwalenia się na podwyższonym poziomie.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na kontynuację umiarkowanego ożywienia wzrostu w gospodarce światowej, w tym na utrzymywanie się niskiego

wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarki chińskiej w wyniku zacieśniania polityki makroekonomicznej w tym kraju. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczania, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne. Część członków Rady oceniała, że obniżenie się wzrostu gospodarczego w Chinach poprzez niekorzystny wpływ na perspektywy eksportu Niemiec może przełożyć się na spowolnienie polskiego eksportu. Jednak zdaniem innych członków Rady, zakładając, że nie nasilą się konkurencyjne dewaluacje kursów walutowych i nie nastąpi załamanie w handlu światowym, można oczekiwać utrzymania się szybkiego tempa wzrostu w największych gospodarkach wschodzących, co będzie wspierać relatywnie wysoki popyt na niemiecki, a pośrednio także na polski eksport.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w strefie euro jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które w przeszłości rosły szybciej niż strefa euro. Członkowie ci wskazywali, że może to być związane z odmienną reakcją polityki gospodarczej na kryzys finansowy w tych gospodarkach. W szczególności, zwracali oni uwagę, że relatywnie szybkiej poprawie nastrojów przedsiębiorców niemieckich w okresie wychodzenia z recesji mogło sprzyjać niedopuszczenie do wzrostu deficytu do wysokiego poziomu w Niemczech, ograniczające ryzyko wzrostu przyszłych obciążeń podatkowych w tym kraju.

Część członków Rady wskazywała, że – wobec prawdopodobnego wydłużenia okresu utrzymywania niskich stóp procentowych przez główne banki centralne oraz ponownego wprowadzenia poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych – ewentualna podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby zwiększać ryzyko szybkiego napływu kapitału i nadmiernej aprecjacji złotego.

Zdaniem innych członków Rady ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych mógłby mieć jedynie ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Członkowie ci zwracali uwagę, że na kurs złotego, podobnie jak na waluty innych gospodarek wschodzących, istotnie wpływają zmiany w percepcji ryzyka przez inwestorów na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, ewentualnej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących, z którymi Polska konkuruje na rynkach międzynarodowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ponowne wprowadzenie poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych może także sprzyjać aprecjacji kursu euro względem dolara, co będzie miało korzystny wpływ na kształtowanie się relacji między cenami polskiego eksportu i importu.

Część członków Rady oceniała także, że stabilizacja udziału inwestycji nierezydentów na rynku krajowych papierów skarbowych w październiku br. może sygnalizować pewne wyhamowanie napływu kapitału na ten rynek, co zmniejsza prawdopodobieństwo silnej aprecjacji kursu złotego. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że udział ten kształtuje się obecnie na relatywnie wysokim poziomie, co może zwiększać wrażliwość kursu złotego na zmiany percepcji ryzyka na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady odnosili się także do związanych z kryzysem finansowym zmian w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, które mogły wpłynąć na kształtowanie się stopy procentowej równowagi w Polsce. Oceniali oni, że prawdopodobnemu spadkowi potencjalnego wzrostu polskiej gospodarki nie musiał towarzyszyć podobny spadek stopy procentowej równowagi ze względu na możliwe zwiększenie premii za ryzyko lokowania kapitału w gospodarkach wschodzących (obniżenie się poziomu deficytu obrotów bieżących uznawanego przez inwestorów za bezpieczny).

Analizując sytuację na krajowym rynku pracy, zwracano uwagę na utrzymanie się wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przy jednoczesnym wzroście stopy bezrobocia we wrześniu br. (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), co mogło być związane z utrzymującym się wzrostem aktywności zawodowej w gospodarce, przyczyniającym się do ograniczania presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia gospodarczego zatrudnienie zaczęło rosnąć przy wyraźnie niższej dynamice PKB niż w przeszłości, co wraz z rosnącą aktywnością zawodową może wskazywać, że w ostatnich latach na polskim rynku pracy zaszły korzystne zmiany strukturalne. Zwracano uwagę na ustabilizowanie się relacji liczby ofert pracy do liczby bezrobotnych. Jednocześnie wskazywano na niepewność odnośnie do wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech i Austrii w maju 2011 r. na kształtowanie się podaży pracy w Polsce, w szczególności liczby wysoko wykwalifikowanych pracowników. Część członków Rady podkreślała, że przy wysokim odsetku przedsiębiorstw, w których produkcja rosła w ostatnim okresie znacznie szybciej niż zatrudnienie, można oczekiwać dalszego wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Ponadto, oceniali oni, że wysoka dyscyplina płacowa w przedsiębiorstwach w okresie spowolnienia była raczej zaburzeniem niż zmianą strukturalną, które powinno wygasać wraz z poprawą koniunktury. W konsekwencji, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej można oczekiwać nasilenia się presji płacowej w gospodarce.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się oczekiwań inflacyjnych. Wskazywano, że po wzroście w sierpniu br. w kolejnych miesiącach większość miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obniżyła się i obecnie kształtują się one na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP. Zwracano także uwagę na spadek odsetka przedsiębiorstw, które w badaniach koniunktury deklarują podwyżki cen własnych, mimo spodziewanego wzrostu cen surowców. Jednak według niektórych członków Rady na podstawie danych z przeszłości można oceniać, że wywołane tym zawężenie się marż producentów będzie miało niewielki i szybko wygasający wpływ na inflację. Jednocześnie wskazywano, że wzrosły oczekiwania przedsiębiorstw i analityków sektora finansowego dotyczące wzrostu cen w całej gospodarce. Podkreślano, że oczekiwana podwyżka VAT i akcyzy nie doprowadziła do znaczącego pogorszenia się oczekiwań inflacyjnych. Część członków Rady wskazywała jednak na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych na początku 2011 r., po wejściu w życie zapowiadanych zmian stawek podatków pośrednich.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się agregatów monetarnych. Wskazywano na utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki podaży pieniądza M3, obniżające się roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych oraz na nadal ujemną, choć stopniowo rosnącą dynamikę roczną kredytów dla przedsiębiorstw¹. Podkreślano, że popyt przedsiębiorstw na kredyt pozostaje niski, a przyrost zadłużenia w sektorze bankowym dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, natomiast nadal brak jest wyraźnego ożywienia akcji kredytowej w odniesieniu do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Zdaniem części członków Rady obecny umiarkowany wzrost agregatów monetarnych nie wskazuje na ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika M3 nie jest niska w zestawieniu z tempem wzrostu nominalnego PKB. Członkowie ci zwracali szczególną uwagę na kształtowanie się kredytów mieszkaniowych, których przyrost jest znacząco wyższy od przyrostu innych kategorii kredytów dla gospodarstw domowych i dla przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że wobec spadku oprocentowania kredytów hipotecznych wskutek obniżania marż przez banki oraz oczekiwanego przez banki wzrostu popytu na te kredyty, można oczekiwać dalszego przyspieszenia dynamiki tych kredytów, która już obecnie przekracza osiągalne tempo wzrostu dochodów do dyspozycji.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady podkreślała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego wspierające poprawę sytuacji na rynku pracy może – w

¹ Wielkości oczyszczone z wpływu wahań kursowych.

przypadku braku zaostrzenia polityki pieniężnej – prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Aby ograniczyć ryzyko pojawienia się tej presji, członkowie ci twierdzili, że uzasadniona byłaby podwyżka stóp procentowych NBP. Podwyżka taka byłaby dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej oceny sytuacji gospodarczej po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Sprzyjałaby ona także zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego NBP.

Zdaniem innych członków Rady nadal umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, niska obecnie presja płacowa i popytowa (potwierdzone przez kształtowanie się inflacji bazowej na niskim poziomie) oraz możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, uzasadniają pozostawienie podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu Rady. Członkowie ci podkreślali także, że wzrost dysparytetu stóp procentowych w połączeniu z aprecjacją kursu mógłby sprzyjać wzrostowi kredytowania w walutach obcych.

Na posiedzeniu Rada rozważała także podwyżkę stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. Część członków Rady zwracała uwagę, że stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona w ramach działań antykryzysowych w okresie silnych zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych i wobec wygaśnięcia tych zaburzeń uzasadnione jest podwyższenie tej stopy do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Taka decyzja byłaby zarazem sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej będzie miała jedynie niewielki wpływ na poziom płynności na krajowym rynku pieniężnym i nie będzie czynnikiem, który mógłby przełożyć się na ograniczenie presji inflacyjnej w gospodarce. Jednocześnie wskazywali, że podwyżka stopy rezerw obowiązkowych nie jest najlepszym sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Wniosek został przyjęty. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r. Na posiedzeniu złożono także wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,5 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: 18 listopada 2010 r.