

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 24 LUTEGO 2010 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat interakcji perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce w świetle lutowej projekcji NBP, sytuacji na rynku pracy oraz rynku kredytowym.

Podkreślano fakt występowania dalszej poprawy aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, którą potwierdzają lepsze od oczekiwań dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że przyrost zapasów może świadczyć o poprawie ocen przyszłego popytu. Wskazywano także na stopniowe wyhamowywanie negatywnych tendencji na amerykańskim rynku pracy. Jednocześnie część członków Rady wymieniała następujące czynniki mogące stanowić ryzyko dla trwałości ożywienia w gospodarce amerykańskiej: osłabienie tendencji wzrostowej na rynku nieruchomości, dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora prywatnego oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy.

Analizując sytuację w strefie euro, zwracano uwagę na kontrast dynamiki PKB w tej gospodarce w stosunku do gospodarki amerykańskiej. Wskazywano na wyraźny spadek produkcji przemysłowej w grudniu ub.r. oraz na niskie tempo wzrostu PKB w gospodarce strefy euro w IV kw. 2009 r., w tym na stagnację w Niemczech. Podkreślano przy tym istotne zróżnicowanie sytuacji w poszczególnych krajach strefy euro oraz argumentowano, że ważnym czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w tej gospodarce jest napięta sytuacja fiskalna w Grecji, Irlandii, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii. Jednocześnie wskazywano na dalszą poprawę wskaźników koniunktury obrazujących nastroje przedsiębiorstw w strefie euro. Zwracano też uwagę na wysoki wzrost w gospodarkach azjatyckich, których popyt może być czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski.

Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że istotnym źródłem niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej, a w konsekwencji w gospodarce polskiej, są skutki oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Inni członkowie Rady wskazywali, że pogorszenie koniunktury za granicą, a w efekcie w gospodarce polskiej, może nastąpić m.in. ze względu na trudną sytuację fiskalną w krajach rozwiniętych. Część członków Rady argumentowała, że – mimo słabej dynamiki PKB w strefie euro, a w szczególności w Niemczech – stopniowo rośnie krajowy eksport oraz import, co wynika z silniejszego powiązania polskiego handlu z eksportem głównych partnerów handlowych Polski niż z popytem wewnętrznym w tych krajach. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w przypadku ponownego istotnego osłabienia się tempa wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki bardziej prawdopodobna byłaby raczej deprecjacja nominalnego kursu złotego niż jego aprecjacja. To w połączeniu z obniżającymi się jednostkowymi kosztami pracy w przemyśle zwiększałoby cenową konkurencyjność przedsiębiorstw wobec zagranicy, sprzyjając utrzymaniu dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano wzrost produkcji przemysłowej, dalszą poprawę wskaźników koniunktury oraz na kolejną rewizję w górę

sporządzanych przez analityków zewnętrznych prognoz wzrostu PKB na 2010 r. Zdaniem części członków Rady napływające dane wskazują na szybsze niż dotychczas oczekiwano przyspieszenie dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że niższa od większości prognoz dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2009 r. wynikała przede wszystkim z niekorzystnych warunków pogodowych i nie jest sygnałem osłabienia popytu. Członkowie Rady wskazywali na trudną sytuację sektora finansów publicznych, w tym gorszą niż w latach poprzednich sytuację jednostek samorządu terytorialnego. Część członków Rady argumentowała, że obniżenie się liczby pracujących w sektorze publicznym, na co wskazują dane BAEL za IV kw. 2009 r., i możliwa kontynuacja tej tendencji w obliczu koniecznego ograniczenia skali nierównowagi finansów publicznych, mogą przełożyć się na pogorszenie sytuacji dochodowej części gospodarstw domowych, a w konsekwencji popytu krajowego. Jednak inni członkowie Rady – wskazując na różnice w dynamice dochodów z pracy w sektorze przedsiębiorstw i dynamice z dochodów z pracy najemnej łącznie – zwracali uwagę, że sektor finansów publicznych dotychczas raczej zwiększał presję płacową niż ją łagodził.

Analizując dane o rynku pracy, większość członków Rady oceniła, że stopniowa stabilizacja zatrudnienia obserwowana w ostatnich miesiącach w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować pewne wyhamowywanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Jednak według części członków Rady dalszy wzrost stopy bezrobocia, wynikający ze wzrostu aktywności zawodowej w warunkach słabego popytu na pracę, powinien sprzyjać utrzymaniu niskiej presji płacowej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast na negatywny wpływ czynników demograficznych na podaż pracy, który w nadchodzących latach będzie wzmacniał presję płacową.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady oceniła, że polityka kredytowa banków w stosunku do sektora przedsiębiorstw jest nadal restrykcyjna. Może to negatywnie wpływać na działalność przedsiębiorstw tym bardziej, że wciąż duży odsetek firm ma niską płynność. Członkowie ci wskazywali, że Rekomendacja T wydana w lutym br. przez Komisję Nadzoru Finansowego będzie oddziaływała w kierunku zmniejszenia dostępu gospodarstw domowych do kredytu. Zdaniem tych członków Rady możliwe dalsze osłabienie dynamiki kredytu dla sektora prywatnego będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce, co może – w opinii niektórych członków Rady – przemawiać za podjęciem przez bank centralny dodatkowych działań wspierających pośrednio akcję kredytową.

Inni członkowie Rady argumentowali, że wysoki poziom rentowności netto przedsiębiorstw oraz wysokie odpisy amortyzacyjne, a w konsekwencji – w ich ocenie – dobra sytuacja płynnościowa firm umożliwiają przedsiębiorstwom finansowanie zarówno działalności bieżącej, jak i inwestycyjnej ze środków własnych, co zmniejsza popyt na kredyt ze strony tych podmiotów. Członkowie ci wskazywali ponadto na systematyczny spadek odsetka firm charakteryzujących się bardzo niską płynnością oraz na brak sygnalizowania problemów z płynnością przez większość tych przedsiębiorstw. Zwracali oni również uwagę na coraz silniejsze kwartalne przyrosty zadłużenia gospodarstw domowych, w tym w szczególności relatywnie wysoką dynamikę kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że wysokość rat spłaty złotych kredytów mieszkaniowych zależy w głównej mierze od poziomu stóp procentowych w Polsce. Ich zdaniem zbyt późne rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej dla stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego może wymagać znacznie silniejszego podniesienia stóp procentowych NBP w przyszłości, a to zwiększyłoby wyraźnie wysokość rat kredytów mieszkaniowych.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że nieznaczny wzrost inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego w styczniu 2010 r. jest najprawdopodobniej przejściowy. Większość członków Rady podkreślała, że w kolejnych miesiącach można oczekiwać silnego spadku inflacji, nawet w pobliżu dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Zdaniem tych członków Rady do silnego obniżenia się inflacji przyczynią się przede wszystkim: efekty bazy

związane z wysokimi podwyżkami cen regulowanych na początku 2009 r., a także sprzyjający obniżaniu się inflacji bazowej spadek cen importu w wyniku dotychczasowej aprecjacji złotego. Zdaniem części członków Rady efekt ten będzie wzmacniany ograniczoną presją popytową i płacową. Członkowie ci wskazywali ponadto, że na podstawie obecnie dostępnych informacji, należy zakładać brak podniesienia niektórych podatków, w tym stawek akcyzy, w bieżącym roku. Podniesienie tych podatków było wcześniej oceniane jako czynnik ryzyka dla obniżania się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo silnego osłabienia się wzrostu gospodarczego inflacja w Polsce utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji w średnim okresie część członków Rady podkreślała, że czynnikami sprzyjającymi utrzymaniu się inflacji na niskim poziomie będą: stabilne oczekiwania inflacyjne, relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, prawdopodobne zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej wynikające z konieczności zmniejszenia deficytu sektora finansów publicznych oraz niska presja popytowa związana z powolnym ożywieniem wzrostu w gospodarce światowej. Członkowie ci zwracali także uwagę, że na przyszły spadek inflacji wskazuje również systematycznie obniżająca się dynamika agregatu M3. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w kierunku wyższej inflacji w najbliższych latach mogą oddziaływać wyższe ceny energii związane z dalszym wzrostem cen ropy naftowej. Członkowie ci argumentowali przy tym, że ograniczone możliwości zwiększenia podaży surowców energetycznych uzasadniają oczekiwanie wzrostu ich cen w odpowiedzi na powoli rosnący popyt w gospodarce światowej. Równocześnie – zdaniem tych członków Rady – dążenie do zwiększenia produkcji biopaliw będzie powodowało także wzrost cen surowców żywnościowych na rynkach światowych.

Rada omawiała perspektywy inflacji na tle wyników lutowej projekcji NBP. Zwracano uwagę, że centralna ścieżka projekcji, przy założeniu stałych stóp procentowych NBP, wskazuje na stopniowy wzrost inflacji od IV kw. 2010 r. – do poziomu powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego pod koniec 2012 r., przy czym inflacja bazowa w latach 2011-2012 ma utrzymywać się istotnie powyżej 2,5%. Część członków Rady argumentowała, że utrzymywanie się inflacji ogółem poniżej celu inflacyjnego do połowy 2011 r. ma być związane z silnym spadkiem dynamiki cen żywności i energii, tj. kategorii podatnych na szoki, których prognozy mogą być obarczone dużym błędem. Zdaniem tych członków Rady wyższa niż przewidziano w projekcji może być również dynamika, z jednej strony, jednostkowych kosztów pracy oraz, z drugiej strony, konsumpcji prywatnej (według projekcji ta ostatnia ma kształtować się istotnie poniżej średniej wartości z lat 2000-2009). Oceniali oni jako mało prawdopodobną sytuację, w której do końca horyzontu projekcji pogłębia się ujemna luka popytowa. W efekcie, według tych członków Rady inflacja w średnim okresie może ukształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że odmienne od wynikającego z projekcji kształtowanie się kursu złotego sprawia, że ocena ryzyk dla realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie może być bardziej korzystna od zawartej w lutowej projekcji NBP.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu Rady były również kwestie związane z integracją monetarną Polski ze strefą euro, w tym z uczestnictwem złotego w mechanizmie kursowym ERM II. Rada dyskutowała na temat warunków, które powinny zostać spełnione na drodze Polski do strefy euro. Rada uznała, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Omawiając perspektywy polityki pieniężnej w najbliższym okresie, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z lutową projekcją prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu, co uzasadnia – ich zdaniem – zasygnalizowanie w Informacji po posiedzeniu RPP możliwości zmiany w niedługim czasie oceny bilansu ryzyk dla inflacji. Pozostali członkowie

Rady argumentowali natomiast, że niepewność dotycząca uwarunkowań przebiegu procesów makroekonomicznych na świecie, a zwłaszcza w strefie euro, nie pozwala jeszcze na jednoznaczną ocenę, czy ryzyko ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego istotnie wzrosło.

Rada oceniła, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w przyszłości część członków Rady zgadzała się, że oczekiwany wzrost inflacji w latach 2011-2012 może uzasadniać zaostrenie polityki pieniężnej w 2010 r., choć moment ewentualnego podwyższania stóp procentowych będzie uzależniony od rozwoju sytuacji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza stabilizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych może przełożyć się na spadek premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych, co – przy utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie – będzie oznaczało złagodzenie warunków monetarnych. Zdaniem części członków Rady zbyt wczesne zacieśnienie polityki pieniężnej mogłoby jednak oddziaływać w kierunku nadmiernej aprecjacji kursu złotego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Data publikacji: 18 marca 2010 r.