

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 19 STYCZNIA 2011 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym o kształtowaniu się cen surowców i sytuacji na rynkach finansowych, oraz o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć w wielu krajach istotnie rośnie inflacja CPI, wzrostowi gospodarczemu na świecie towarzyszy nadal niska inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że mimo utrzymującego się ryzyka pojawienia się kolejnych zaburzeń w globalnej gospodarce, dotychczasowe ożywienie aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych – niezbyt silne – wydaje się stosunkowo trwałe. Jednocześnie, według części członków Rady, maleją wcześniejsze obawy o znaczące spowolnienie wzrostu w najważniejszych gospodarkach wschodzących.

Analizując sytuację w strefie euro, część członków Rady wskazywała, że ożywienie aktywności w tej gospodarce jest stosunkowo słabe i następuje przy wciąż wysokim bezrobociu. Zdaniem tych członków Rady, w krótkim okresie, w kierunku obniżenia dynamiki PKB w krajach strefy euro może oddziaływać zapowiedziane ograniczanie skali nierównowagi fiskalnej. Członkowie ci podkreślali, że silne uzależnienie polskiej gospodarki od koniunktury w Niemczech może oznaczać, iż wraz z oczekiwanym w 2011 r. pewnym osłabieniem wzrostu PKB w Niemczech obniżeniu może także ulec dynamika PKB w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że kształtowanie się koniunktury w Wielkiej Brytanii, gdzie następuje istotne zacieśnienie polityki fiskalnej, może świadczyć o ograniczonej skali negatywnych – w krótkim okresie – skutków konsolidacji fiskalnej dla wzrostu gospodarczego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady oczekiwana dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w Niemczech, gdzie wzrost PKB ma się utrzymać powyżej wieloletniej średniej, oraz dalsze ożywienie aktywności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, będą podtrzymywały wzrost polskiego eksportu i – w konsekwencji – PKB.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, wskazywano na dalszy wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali, że tendencja ta jest w znacznym stopniu związana z czynnikami długookresowymi, tj. z rosnącym popytem, zwłaszcza krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Do podwyższenia cen niektórych surowców przyczyniają się także niekorzystne warunki klimatyczne w niektórych krajach oraz rosnąca produkcja biopaliw. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych, w połączeniu z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, sprzyja zwiększonej działalności spekulacyjnej na rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na próby ograniczenia skali tej działalności przez amerykańskie instytucje nadzorcze.

Rozważając kwestię właściwej reakcji polityki pieniężnej na silne wzrosty cen na światowych rynkach surowców, część członków Rady przywoływała doświadczenia kryzysów naftowych z lat 70. XX wieku. Podkreślali oni, że krajom, które zdecydowały się wówczas prowadzić stosunkowo restrykcyjną politykę makroekonomiczną udało się utrzymać inflację na relatywnie niskim poziomie. Zdaniem tych członków Rady, choć szoki surowcowe mają charakter zewnętrzny należy je brać pod uwagę przy kształtowaniu krajowej polityki pieniężnej, aby nie dopuścić do utrwalenia

się inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wzrost światowych cen surowców przekłada się obecnie na wzrost inflacji w większości krajów.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ogromną skalę ekspansji fiskalnej w największych gospodarkach rozwiniętych, która – przy ograniczonej możliwości jej zmniejszenia – będzie dodatkowym czynnikiem mogącym zwiększyć inflację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w dłuższym okresie.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali, że dane o PKB w III kw. ub.r., miesięczne dane o aktywności gospodarczej w IV kw. 2010 r. oraz wskaźniki koniunktury w styczniu 2011 r. świadczą o utrwalaniu się relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB może zacząć prowadzić do stopniowego nasilenia krajowej presji inflacyjnej, mimo że dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie przekraczać wieloletniej średniej.

Część członków Rady zwracała uwagę na relatywnie wysoką dynamikę spożycia indywidualnego, którego dalszy wzrost może być wspierany przez rosnące zatrudnienie. Zdaniem tych członków Rady, zwiększeniu konsumpcji może również sprzyjać wysoka dynamika kredytu mieszkaniowego dla gospodarstw domowych, która przekracza tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali również, że stosunkowo wysokie i rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz bardzo dobre wyniki finansowe firm, zwłaszcza dużych, stosujących kapitałochłonne technologie, powinny przyczynić się do ożywienia inwestycji. Korzystne perspektywy dla popytu sektora prywatnego, w połączeniu z dobrą koniunkturą za granicą powinny – zdaniem tych członków Rady – sprzyjać stosunkowo szybkiemu wzrostowi PKB.

Inni członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności co do skali dalszego ożywienia jest wciąż wysokie i rosnące w ostatnich miesiącach 2010 r. bezrobocie, które może ograniczać wzrost konsumpcji prywatnej. Według tych członków Rady, brak ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw i możliwe zaostrenie polityki kredytowej banków w efekcie pogorszenia się ich portfeli kredytowych mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inwestycji przedsiębiorstw, zwłaszcza małych i średnich. Ponadto wskazywano, że nadal należy liczyć się z ryzykiem osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego w przypadku wystąpienia silnych zaburzeń, związanych zwłaszcza z dużą nierównowagą fiskalną w części krajów strefy euro.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że możliwe wypychanie przez kredyt dla gospodarstw domowych innych rodzajów działalności banków, w tym finansowania przez nie inwestycji przedsiębiorstw, oraz relatywnie słaby kurs złotego, który m.in. zwiększa koszty importu dóbr kapitałowych, mogą oddziaływać w kierunku obniżania się potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali, że negatywny wpływ na dynamikę produktu potencjalnego może mieć także ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali, że zmiany dotyczące podziału składek w systemie emerytalnym nie będą negatywnie oddziaływać ani na tempo wzrostu PKB, ani na dynamikę produktu potencjalnego.

Dyskutując na temat inflacji wskazywano, że – zgodnie z oczekiwaniami – inflacja CPI w grudniu 2010 r. wzrosła do poziomu 3,1%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że choć w najbliższych miesiącach prawdopodobny jest dalszy wzrost wskaźnika CPI na skutek działania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, takich jak podwyżka większości stawek VAT, to w drugiej połowie roku można oczekiwać obniżenia się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost inflacji w grudniu 2010 r. związany był częściowo ze wzrostem inflacji bazowej, a dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej inflacja CPI utrzyma się powyżej celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że ryzykiem dla stabilności cen jest wzrost światowych cen surowców. Przekłada się on na zwiększenie kosztów produkcji, co jest

widoczne w wysokiej dynamice PPI. Kontynuacja ożywienia aktywności w polskiej gospodarce, w połączeniu z rosnącą inflacją za granicą – zdaniem tych członków Rady – będą ułatwiać przedsiębiorcom przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumenta. Członkowie Rady zgadzali się, że ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie jest zwiększane przez istotny wzrost pod koniec 2010 r. oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw, któremu towarzyszyło podwyższenie prognoz inflacji przez analityków sektora finansowego.

Analizując wpływ podwyżki stawek VAT na kształtowanie się inflacji, część członków Rady oceniała, że będzie on niewielki i przejściowy, gdyż w przypadku niektórych dóbr podwyżka stawek VAT zostanie skompensowana obniżką marż. Inni członkowie Rady wskazywali, że jeżeli – zgodnie ze wstępnymi szacunkami – podwyżka stawek VAT będzie miała największy wpływ na ceny transportu drogowego, to jej wtórne efekty inflacyjne mogą okazać się silniejsze niż wcześniej oceniano. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że silniejsze przełożenie się podwyżki stawek VAT na inflację może również wynikać z efektu psychologicznego, skutkującego wzrostem oczekiwań inflacyjnych.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiej stopy bezrobocia oraz spadek jednostkowych kosztów pracy w III kw. 2010 r., co oddziałuje w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego nasila się żądania płacowe pracowników oraz zmniejsza się odporność przedsiębiorstw na te żądania. Skala żądanych podwyżek może być dodatkowo zwiększana przez utrzymywanie się podwyższonej inflacji. Z kolei zmniejsza odporność przedsiębiorstw na żądania płacowe mogą – obok zwiększonej rotacji pracowników – bardzo dobre wyniki finansowe firm, zwłaszcza surowcowych, w których siła związków zawodowych jest stosunkowo duża.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych w polskiej gospodarce, członkowie Rady uznali, że utrwalanie się ożywienia gospodarczego za granicą oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce, w połączeniu z dalszym silnym wzrostem światowych cen surowców i podwyższeniem oczekiwań inflacyjnych, zwiększają ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. W ocenie Rady wymaga to zacieśnienia polityki pieniężnej i – biorąc pod uwagę pewną poprawę nastrojów na rynkach finansowych – powinno ono nastąpić na bieżącym posiedzeniu Rady. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mniejsza niż w przeszłości wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych zwiększałaby koszty ewentualnej zbyt późnej reakcji banku centralnego na presję inflacyjną.

Większość członków Rady uznała, że podwyższenie stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu jest początkiem procesu stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą uzależnione od napływających danych dotyczących przebiegu procesów makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecnie trudno ocenić czy konieczne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków, Rada powinna uwzględniać w swoich decyzjach m.in. politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego, który może rozpocząć podwyższanie stóp procentowych dopiero w drugiej połowie 2011 r.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

*Data publikacji: 17 lutego 2011 r.*