

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 11 STYCZNIA 2012 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście oczekiwanego kształtowania się wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. Na wzrost i inflację będą silnie wpływać zarówno uwarunkowania zewnętrzne (perspektywy wzrostu za granicą, sytuacja na rynkach finansowych, ceny surowców), jak i czynniki krajowe, a także kształtowanie się kursu walutowego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że bieżące dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej, wskazują na wciąż relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na stabilny przyrost kredytu – i to mimo wcześniejszego podwyższenia stóp procentowych – jako sygnał utrzymywania się relatywnie dobrej koniunktury. Jednocześnie podkreślano, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać obniżenia się dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność związana z otoczeniem polskiej gospodarki, w tym skala spowolnienia gospodarczego za granicą oraz potencjalne skutki zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych dla polskiej gospodarki, w połączeniu z niepewnością co do tempa i struktury dalszego zacieśnienia krajowej polityki fiskalnej, utrudniają ocenę tego, jak silne będzie osłabienie popytu w Polsce.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne koniunktury krajowej, członkowie Rady wskazywali, że napięcia na rynkach finansowych związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro utrzymują się, a prognozy wzrostu dla tej gospodarki są nadal rewidowane w dół. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że istnieje ryzyko silnego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że ryzyko dalszego istotnego pogorszenia prognoz wzrostu dla strefy euro, a w szczególności dla krajów będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, jest ograniczone.

Zdaniem niektórych członków Rady napięcia w europejskim systemie bankowym mogą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej w Polsce. Odnosząc się do ryzyka ograniczenia finansowania krajowej akcji kredytowej przez banki zagraniczne, inni członkowie Rady oceniali jednak, że jest ono niewielkie, a biorąc pod uwagę, iż znaczna część firm finansuje się ze środków własnych lub bezpośrednio z zagranicy, ewentualne ograniczenie podaży kredytów przez krajowe banki nie powinno przełożyć się na znaczące osłabienie aktywności przedsiębiorstw w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw handlu zagranicznego, część członków Rady argumentowała, że osłabienie kursu złotego, poprzez poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji, będzie czynnikiem łagodzącym skutki spadku popytu zagranicznego na eksport z Polski. Inni członkowie Rady wskazywali, że duży udział handlu wewnątrz korporacyjnego w polskim eksporcie powoduje, że wielkość wymiany handlowej jest mało wrażliwa na zmiany kursu walutowego. Większość członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać poprawy salda handlowego Polski i dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Zdaniem części członków Rady osłabienie koniunktury w Polsce może okazać się mniejsze niż dotychczas oczekiwano, na co wskazuje utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki produkcji pomimo obniżenia wyprzedzających wskaźników koniunktury. Przemawia za tym także

utrzymujący się wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw oraz szybki przyrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci podkreślali przy tym, że aktywność w strefie euro będzie najniższa w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia, które są jednak stosunkowo mało powiązane z polską gospodarką. Zwracali oni ponadto uwagę na to, że w poprzednich latach polska gospodarka rozwijała się stosunkowo szybko nawet przy słabym wzroście w strefie euro.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego może być silniejsze niż wcześniej sądzono. Za realizacją takiego scenariusza, zdaniem tych członków Rady, przemawia pogarszanie się perspektyw inwestycji przedsiębiorstw wraz z oczekiwanym osłabieniem działalności inwestycyjnej sektora publicznego. Jednocześnie będące elementem zacieśnienia fiskalnego zamrożenie płac w sferze budżetowej będzie ograniczało wzrost konsumpcji. Podobny efekt będzie miało utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie, co może ograniczać wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, zwracano uwagę na większy od oczekiwań wzrost inflacji w listopadzie 2011 r. oraz rewizję w górę prognoz inflacyjnych na najbliższy rok, wynikające w znacznym stopniu z dotychczasowej deprecjacji złotego. Wskazywano, że utrzymywaniu się inflacji na podwyższonym poziomie towarzyszy istotny wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw.

Część członków Rady podkreślała, że choć inflacja w kolejnych miesiącach powinna zacząć się obniżać, to prawdopodobnie pozostanie dłużej niż dotychczas oceniano powyżej celu inflacyjnego. Wskazywano, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost stawek podatków pośrednich oraz cen administrowanych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy może słabiej niż w latach ubiegłych ograniczać presję inflacyjną. Ich zdaniem znaczące podniesienie płacy minimalnej, podwyższenie składki rentowej oraz rosnący odsetek długotrwale bezrobotnych, którzy nie stanowią istotnej konkurencji dla pracowników i aktywnie poszukujących pracy, w połączeniu z obniżeniem wydajności pracy wynikającym z oczekiwanego osłabienia koniunktury, będą bowiem oddziaływały w kierunku wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Odnosząc się do zewnętrznych uwarunkowań procesów inflacyjnych, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynnikami utrudniającymi znaczące obniżenie inflacji w Polsce w średnim okresie będą trwale podwyższona inflacja za granicą oraz utrzymywanie się wysokich cen surowców związane – ich zdaniem – z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym ze znaczną nadpłynnością na światowych rynkach finansowych. Oprócz ekspansywnej polityki pieniężnej wysokim cenom surowców będą także sprzyjać: wciąż rosnący popyt ze strony krajów rozwijających się oraz możliwy wzrost napięć politycznych w krajach będących eksporterami surowców. Obniżenie krajowej inflacji będzie dodatkowo utrudniane, zdaniem tych członków Rady, przez słabszy antyinflacyjny wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania, gdzie wzrost kosztów pracy przewyższa wzrost wydajności pracy i następuje względne umocnienie ich kursów walutowych.

Odnosząc się do dotychczasowej polityki pieniężnej, członkowie Rady oceniali, że dokonane w I połowie 2011 r. podwyżki stóp procentowych NBP, a następnie stabilizacja parametrów polityki pieniężnej w II połowie 2011 r. sprzyjały utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. W ostatnich miesiącach 2011 r. nie potwierdziły się wcześniejsze sygnały o istotnym spowolnieniu gospodarczym w Polsce, a jednocześnie nastąpiło podwyższenie inflacji, przez co wzrosło ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu. Niektórzy członkowie Rady byli ponadto zdania, że mimo utrzymania niezmiennych stóp procentowych NBP deprecjacja kursu i wzrost inflacji doprowadziły do złagodzenia warunków monetarnych w ostatnich miesiącach.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. Przemawia za tym przede wszystkim wysoka niepewność dotycząca aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała natomiast, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP. Zwracano uwagę, że w ocenie średniookresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.

Większość członków Rady podkreślała, że rozważenie w przyszłości decyzji o podwyższeniu stóp procentowych NBP byłoby uzasadnione w przypadku, gdyby aktywność gospodarcza uległa tylko nieznaczemu osłabieniu, a inflacja nie wykazywałaby wyraźnego trendu spadkowego. Ważnym warunkiem takiej decyzji byłoby również zakończenie rewizji w dół prognoz wzrostu dla strefy euro. Członkowie ci podkreślali ponadto, że w przyszłych decyzjach dotyczących polityki pieniężnej ważną rolę będzie odgrywała ocena realizacji dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w przypadku silnego osłabienia wzrostu gospodarczego lub istotnego wzmocnienia złotego uzasadnione może okazać się obniżenie stóp procentowych NBP.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

*Data publikacji: 26 stycznia 2012 r.*