

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 5 KWIETNIA 2011 R.**

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

Oceniając sytuację w otoczeniu Polski, zwracano uwagę na stabilny wzrost aktywności w gospodarce światowej. Podkreślano jednak, że niepewność dotycząca jego perspektyw utrzymuje się na wysokim poziomie, a w ostatnim okresie jest dodatkowo zwiększana przez wydarzenia w Japonii oraz w Afryce Północnej i na Bliskim Wschodzie. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że ożywienie w wielu gospodarkach rozwiniętych jest nadal powolne, a wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych może nie utrzymać się na obecnym, relatywnie wysokim poziomie, gdyż jest oparty na znaczącej stymulacji monetarnej. Jednocześnie zwracano uwagę na szybki wzrost PKB w gospodarkach wschodzących oraz w Niemczech, podkreślając przy tym silną zbieżność cykliczną między gospodarką polską i niemiecką.

Część członków Rady wskazywała również, że utrzymywaniu się podwyższonej inflacji w gospodarkach wschodzących towarzyszą sygnały narastania presji inflacyjnej w gospodarkach rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że banki centralne w wielu gospodarkach wschodzących, a także w niektórych małych otwartych gospodarkach rozwiniętych, znacząco podwyższyły stopy procentowe, a Europejski Bank Centralny prawdopodobnie rozpocznie zacieśnianie polityki w najbliższym okresie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że nawet po podwyższeniu, stopy procentowe EBC, podobnie jak stopy procentowe innych głównych banków centralnych, nadal będą kształtować się na niskim poziomie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że prawdopodobna kontynuacja ekspansywnej polityki pieniężnej w części największych gospodarek rozwiniętych będzie sprzyjała utrzymaniu się wysokiej globalnej płynności, a w konsekwencji podwyższonej presji inflacyjnej na świecie.

Dyskutując na temat cen surowców na rynkach światowych, oceniano, że do ich wzrostu przyczynia się wysokie zaangażowanie inwestorów krótkoterminowych na tych rynkach. Zdaniem części członków Rady wskazuje to, że wzrost tych cen ma charakter przejściowy i w dalszej części roku można oczekiwać ich spadku. Za taką oceną, w ich opinii, przemawiają także prognozy wskazujące na poprawę warunków podaźowych na rynkach surowców rolnych w bieżącym roku. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że do wzrostu cen surowców istotnie przyczynia się również rosnący popyt ze strony gospodarek wschodzących, co wskazuje, że – mimo możliwych przejściowych wahań tych cen związanych ze zmianami zaangażowania krótkoterminowych inwestorów na rynkach surowców – utrzyma się ich wzrostowa tendencja.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w br. i kolejnych latach będzie najprawdopodobniej zbliżona lub nieznacznie wyższa niż w 2010 r. Oceniano, że do wzrostu PKB będzie przyczyniać się rosnący popyt zewnętrzny, a wzrost popytu krajowego będzie oparty głównie na wzroście konsumpcji gospodarstw domowych, wspieranym przez rosnące zatrudnienie. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że przy braku ożywienia inwestycji przedsiębiorstw oraz w świetle prawdopodobnego osłabienia inwestycji infrastrukturalnych, współfinansowanych ze środków

Unii Europejskiej, a także wobec przewidywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, można oczekiwać spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych latach. Wskazywano również, że w kierunku niższego wzrostu inwestycji i konsumpcji może oddziaływać wzrost cen surowców na rynkach światowych.

W odniesieniu do perspektyw ożywienia inwestycji, część członków Rady oceniała, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw może być szybszy niż się obecnie oczekuje. Wskazują na to: wzrost nakładów brutto na środki trwałe w dużych przedsiębiorstwach w IV kw. ub.r., bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa, przedsiębiorstw oraz systematycznie rosnące, przekraczające obecnie wieloletnią średnią, wykorzystanie mocy produkcyjnych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w Polsce jest nadal umiarkowany w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej. Zwracano także uwagę na utrzymywanie się spadkowego trendu produkcji budowlano-montażowej na początku br. oraz na obniżenie się wskaźnika nowych inwestycji w badaniach ankietowych przedsiębiorstw. Wskazywano, że czynnikiem zmniejszającym skłonność przedsiębiorstw do inwestycji jest utrzymująca się niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej.

Odnosząc się do kształtowania się spożycia indywidualnego, część członków Rady oceniała, że jej przyspieszenie pod koniec ub.r. nie było związane wyłącznie z przesunięciem zakupów części dóbr w reakcji na oczekiwane zmiany podatkowe od stycznia 2011 r. Zdaniem tych członków Rady wskazują na to dane o sprzedaży detalicznej z początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że miesięczne dane dotyczące sprzedaży detalicznej charakteryzują się dużą zmiennością, a jej wysoka dynamika w lutym br. wynikała częściowo z efektu bazy.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, część członków Rady oceniała, że dane, które napłynęły w ostatnim okresie, osłabiają ryzyko szybkiego nasilenia się presji płacowej i inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali w szczególności na wyhamowanie dynamiki płac w przedsiębiorstwach na początku br. oraz na utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia w efekcie relatywnie szybkiego wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo. Jednocześnie wskazywano jednak na niepewność dotyczącą wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech na kształtowanie się podaży pracy w Polsce. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że przy jednoczesnym spadku liczby ofert pracy, wskaźnik napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) kształtuje się obecnie na najniższym poziomie od pięciu lat. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek liczby ofert pracy jest związany głównie ze spadkiem ofert pracy subsydiowanej, która nie odzwierciedla dobrze kształtowania się popytu na pracę w gospodarce. Członkowie ci wskazywali również na utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji CPI i jej perspektyw, podkreślano, że jej podwyższony poziom jest związany głównie ze wzrostem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, który nie jest neutralizowany przez zmiany kursu złotego, oraz – w wyraźnie mniejszym stopniu – ze wzrostem stawek podatku VAT. Część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej górnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego NBP w br. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że po przejściowym wzroście inflacja obniży się wyraźnie w II połowie br. Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady, ryzyko znaczącego nasilenia się presji inflacyjnej związanej ze zbyt szybkim wzrostem popytu jest obecnie ograniczone. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą szacunków produktu potencjalnego i wskazywali na ryzyko, że dodatnia luka popytowa będzie wyższa niż wskazuje marcowa projekcja inflacji i PKB.

Część członków Rady podkreślała, że w kierunku wzrostu inflacji może oddziaływać również ewentualny wzrost presji płacowej wywołany podwyższonymi oczekiwaniami inflacyjnymi. Zdaniem tych członków Rady wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych zarówno osób prywatnych, jak i przedsiębiorców w ostatnim okresie wskazuje na wzrost ryzyka nasilenia się

zadań płacowych i jego przełożenia się na wzrost wynagrodzeń, zwłaszcza przy bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Zwracali oni uwagę, że odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w II kw. br. jest najwyższy od dziesięciu kwartałów. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że w warunkach podwyższonych oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorcy mogą mieć większą skłonność do przenoszenia wyższych kosztów na ceny produktów. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy w warunkach wysokiego bezrobocia. Podkreślali oni, że ryzyko to jest także zmniejszane przez ograniczoną rolę związków zawodowych w polskiej gospodarce.

W odniesieniu do kształtowania się agregatów kredytowych, część członków Rady oceniała, że przyrost kredytów dla sektora prywatnego jest umiarkowany i nie stanowi czynnika zwiększającego presję popytową w gospodarce. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na osłabienie przyrostu kredytów mieszkaniowych na początku br. oraz na niską dynamikę kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw. Wskazywano również na spadek kredytów konsumpcyjnych, choć podkreślano przy tym, że jest on związany z zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki w reakcji na pogorszenie się jakości tych kredytów oraz zmianami regulacyjnymi. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że dynamika kredytów mieszkaniowych jest wysoka w porównaniu ze wzrostem dochodów do dyspozycji osiągalnym w warunkach stabilności cen. Podkreślali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest związana z ich dobrą sytuacją płynnościową oraz niskim poziomem aktywności inwestycyjnej.

Dyskutując na temat sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady podkreślała, że w bieżącym roku polityka fiskalna pozostanie luźna, co ich zdaniem wymaga prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że wobec oczekiwanego zacieśnienia polityki fiskalnej w bieżącym roku nie stanowi ona czynnika uzasadniającego podwyższanie stóp procentowych. Jednocześnie zwracano uwagę na niepewność dotyczącą skali i struktury zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach.

Odnosząc się do kształtowania się kursu złotego, część członków Rady oceniała, że wzrost dysparytetu stóp procentowych sprzyjałby aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ zwiększonego dysparytetu na kurs walutowy może być ograniczany przez ryzyko rewizji szacunków deficytu obrotów bieżących, niepewność związaną z wyborami parlamentarnymi oraz utrzymujące się ryzyko fiskalne w części krajów strefy euro.

Rada przeprowadziła dyskusję na temat skali i tempa zacieśnienia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że szybkie podwyższenie stóp procentowych byłoby skuteczniejszym sposobem ograniczania oczekiwań inflacyjnych niż stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej. Podkreślali oni również, że szybsze zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych zmniejszałoby niepewność na rynkach finansowych i mogłoby sprzyjać aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że w warunkach utrzymującej się podwyższonej niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w kraju uzasadnione jest kontynuowanie stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję dotyczącą zmiany stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że utrzymująca się niepewność dotycząca perspektyw wzrostu aktywności w polskiej gospodarce i jej otoczeniu uzasadnia pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Większość członków Rady uznała jednak, że wyraźny wzrost oczekiwań inflacyjnych wraz z silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych rodzą – w warunkach postępującego ożywienia gospodarczego – ryzyko utrwalenia się podwyższonego poziomu inflacji. W celu ograniczenia ryzyka kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie uzasadnione jest więc kontynuowanie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i podwyższenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu Rady. Część członków

Rady wskazywała także, że za podwyżką stóp procentowych przemawia niski poziom realnych stóp procentowych związany z kształtowaniem się inflacji i w efekcie oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

*Data publikacji: 21 kwietnia 2011 r.*