

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 9 LISTOPADA 2011 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała uwarunkowania zewnętrzne polskiej gospodarki, bieżące i przyszłe kształtowanie się krajowej koniunktury oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, także w świetle listopadowej projekcji NBP. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć część bieżących danych dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro okazała się lepsza od oczekiwań, to wskaźniki koniunktury sygnalizują osłabianie się aktywności w gospodarce światowej. Znajduje to odzwierciedlenie w dalszym obniżaniu przez instytucje międzynarodowe prognoz wzrostu PKB dla największych gospodarek. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro będzie procesem długotrwałym i trudnym z ekonomicznego, politycznego i instytucjonalnego punktu widzenia.

Część członków Rady oceniała, że w strefie euro nastąpi prawdopodobnie istotny i długotrwały spadek dynamiki PKB wynikający m.in. z koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w wielu krajach tego regionu, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że szczególnie silny wpływ na krajowy wzrost gospodarczy – poprzez zmniejszenie handlu zagranicznego Polski – może mieć obniżenie dynamiki PKB w Niemczech. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo oczekiwanego wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego za granicą, eksport z Polski – m.in. biorąc pod uwagę poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji wynikającą z deprecjacji kursu złotego w ostatnich miesiącach – może nadal rosnać relatywnie szybko. Zdaniem tych członków pozwala to oczekiwać, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie ulegnie silnemu spowolnieniu.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że kryzys w strefie euro będzie oddziaływał na gospodarkę polską nie tylko poprzez ewentualny spadek popytu na polski eksport, ale również poprzez możliwe ograniczenie podaży kredytu przez banki krajowe będące własnością podmiotów zagranicznych, które – zgodnie z ustaleniami ze szczytu państw strefy euro – będą dążyły do poprawy swojej sytuacji kapitałowej. Część członków Rady argumentowała jednak, że działalność krajowych banków jest istotnym źródłem zysków dla ich zagranicznych właścicieli i dlatego ryzyko znacznego ograniczenia tej działalności nie jest duże.

Odnosząc się do utrzymywania się napięć na europejskich rynkach finansowych z związku z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, a w szczególności do sytuacji w europejskim systemie bankowym, wskazywano ponadto, że ich skutkiem może być odpływ kapitału z rynków wschodzących, w tym z Europy Środkowo-Wschodniej i Polski. Zwracano przy tym uwagę, że Polska charakteryzuje się relatywnie dużą zmiennością kursu walutowego. Część członków Rady podkreślała równocześnie, że obecnie kurs złotego jest relatywnie słaby i jeżeli sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych się ustabilizuje, to można oczekiwać powrotu do trendu aprecjacyjnego.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce członkowie Rady zwracali również uwagę na kształtowanie się cen surowców, zwłaszcza energetycznych, na rynkach światowych. Podkreślano, że obecnie nie widać znaczącego spadku tych cen mimo oczekiwanego

istotnego pogorszenia koniunktury za granicą, co jest czynnikiem podwyższającym inflację na świecie. Część członków Rady argumentowała, że wysokie ceny surowców są wynikiem oddziaływania czynników długookresowych, tj. wciąż znacznego popytu w szczególności z krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Inni członkowie Rady oceniali, że do utrzymywania się cen surowców na wysokim poziomie przyczynia się wysoka nadpłynność na rynkach finansowych związana z kontynuacją ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W odniesieniu do polityki pieniężnej głównych banków centralnych niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że – zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – inflacja kształtuje się obecnie na wysokim poziomie, a dotychczasowa i ewentualna dalsza ekspansja monetarna może przełożyć się na trwałe zwiększenie inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Odnosząc się do oceny stanu koniunktury w Polsce podkreślano, że dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej okazały się lepsze od oczekiwań i wskazują na relatywnie dobrą sytuację w gospodarce krajowej. Jednocześnie wskazywano, że wprawdzie w świetle większości prognoz, w tym listopadowej projekcji NBP, w kolejnych kwartałach prawdopodobne jest spowolnienie aktywności gospodarczej, to jednak ze względu na znaczną odporność polskich firm na zjawiska kryzysowe za granicą, wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach może być wyższy niż obecnie prognozowany. Zdaniem części członków Rady, również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, relatywnie wysoka konkurencyjność polskich dóbr na rynkach światowych oraz stabilny system bankowy są czynnikami, które będą podtrzymywały wzrost PKB w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali równocześnie na – wynikającą z oddziaływania uwarunkowań zewnętrznych – zwiększoną niepewność, co do dalszego kształtowania się krajowej koniunktury, która sprawia, że w latach 2012-2013 możliwy jest w Polsce zarówno silniejszy, jak i słabszy niż przewidziany w projekcji wzrost PKB. Zdaniem niektórych członków Rady obecnie czynnikiem niepewności jest także kształt programu gospodarczego rządu, jaki wyłoni się po wyborach parlamentarnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na pewne sygnały, które mogą świadczyć o spowolnieniu krajowej aktywności gospodarczej, w tym zwłaszcza inwestycyjnej.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że dalszy spadek cen żywności przełożył się na obniżenie inflacji we wrześniu, jednak do końca roku można oczekiwać utrzymania się jej wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że – zgodnie z większością prognoz – na początku 2012 r. wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z pierwszej połowy 2011 r. przełoży się na spadek rocznego wskaźnika inflacji, jednak zgodnie z listopadową projekcją NBP w drugiej połowie 2012 r. inflacja może ponownie nieco wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla trwałego powrotu inflacji w okolice celu inflacyjnego pozostaje kształtowanie się kursu złotego. Obok osłabienia złotego wśród czynników oddziałujących w kierunku wyższej dynamiki cen, członkowie Rady wymieniali obserwowane w ostatnim okresie wysokie wzrosty cen paliw oraz przyspieszenie PPI, które z pewnym opóźnieniem mogą przełożyć się na cen dóbr konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na ryzyko większych niż się obecnie oczekuje podwyżek cen administrowanych, w tym na możliwy silny wzrost cen energii wynikający z wprowadzania przez Polskę pakietu klimatyczno-energetycznego UE, które w połączeniu z relatywnie wysokim – tj. wyższym niż wieloletnia średnia – poziomem inflacji bazowej przewidywanym w listopadowej projekcji NBP mogą przyczynić się do wydłużenia okresu utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady zwracali jednocześnie uwagę, że wobec ryzyka osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo narastania popytowej presji inflacyjnej jest małe. Argumentowano również, że obecna sytuacja na rynku pracy, w tym podwyższona stopa bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz spadek liczby ofert pracy, i brak perspektyw jej istotnej poprawy będzie sprzyjać ograniczeniu inflacji.

Odnosząc się do bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce związane z niższą dynamiką krajowego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach (a także efektami bazy), uzasadnia pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Jednocześnie nadal wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując na temat przyszłej polityki pieniężnej, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się znaczną niepewność, co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednoczesne stopniowe obniżanie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Nadal argumentowano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

Jednocześnie – podobnie jak na poprzednim posiedzeniu – część członków Rady była zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek. Członkowie ci oceniali, że wprawdzie inflacja w znacznym stopniu pozostaje pod wpływem czynników zewnętrznych, to w przypadku gdyby krajowa aktywność gospodarcza okazała się odporna na spowolnienie wzrostu PKB za granicą i przez to ograniczenie presji inflacyjnej wynikające z pogorszenia koniunktury okazało się mniejsze niż się obecnie oczekuje, uzasadnione mogłoby być podniesienie stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że dla polityki pieniężnej NBP bardzo ważna jest sytuacja w strefie euro, gdzie znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego skłoniło Europejski Bank Centralny do obniżenia w listopadzie stóp procentowych. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie może być uzasadnione.

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

*Data publikacji: 17 listopada 2011 r.*