

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 6 CZERWCA 2012 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej za granicą oraz w Polsce, w tym przebiegu procesów inflacyjnych.

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady wskazywali na umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, stagnację aktywności w strefie euro i osłabienie wzrostu w części dużych gospodarek wschodzących. Omawiając perspektywy dla strefy euro, zwracano uwagę na nasilenie się obaw o sytuację gospodarczą w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które przełożyło się na pogorszenie nastrojów i wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się z kolei do deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych.

Część członków Rady oceniała, że mimo pogorszenia perspektyw gospodarczych strefy euro, wzrost PKB w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski powinien utrzymać się na wyraźnie dodatnim poziomie. Członkowie ci zwracali jednak uwagę, że osłabienie koniunktury w największych gospodarkach wschodzących, będących ważnymi odbiorcami niemieckiego eksportu, poprzez powiązania handlowe Polski i Niemiec może przełożyć się na dalsze spowolnienie polskiego eksportu.

Odnosząc się do stanu koniunktury w Polsce, podkreślano, że dane, które napłynęły w maju, w tym przede wszystkim dane o PKB i jego strukturze w I kw. 2012 r. potwierdziły, iż aktywność gospodarcza w Polsce stopniowo spowalnia. Wskazywano w szczególności na relatywnie niską dynamikę konsumpcji i jednoczesne obniżenie dynamiki inwestycji oraz eksportu. Ponadto – zdaniem części członków Rady – bieżące dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także znaczna część wskaźników koniunktury pozwalają oceniać, że w II kw. br. wzrost PKB będzie najprawdopodobniej niższy niż w I kw. Odnosząc się do perspektyw wzrostu w kolejnych kwartałach, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w kierunku obniżenia dynamiki PKB będzie w szczególności oddziaływała – obok prawdopodobnego dalszego spadku dynamiki popytu zewnętrznego – kontynuacja zacieśnienia polityki fiskalnej oraz osłabienie konsumpcji, związane z niską dynamiką realnych wynagrodzeń i słabnącym wzrostem kredytów dla gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że spowolnienie wzrostu w polskiej gospodarce może okazać się umiarkowane. Mogą o tym świadczyć niektóre kwietniowe dane, a w szczególności dalszy wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw i kredytów mieszkaniowych w złotych, wyhamowanie spadkowego trendu dynamiki produkcji przemysłowej oraz wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wzrost kredytów mieszkaniowych w złotych częściowo wynika ze zmniejszenia popytu na walutowe kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych.

Omawiając perspektywy akcji kredytowej, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że niekorzystnie na podaż kredytów oferowaną przez banki krajowe może wpłynąć pogorszenie sytuacji w sektorze bankowym w strefie euro. Zdaniem tych członków Rady w kierunku ograniczenia podaży kredytów może także oddziaływać zmniejszenie stanu depozytów sektora

prywatnego w sektorze bankowym w ostatnich miesiącach, częściowo wynikające z przeniesienia środków do funduszy inwestycyjnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że w warunkach utrzymującej się znaczącej nadpłynności sektora bankowego powyższe czynniki nie muszą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej, która w znacznie większym stopniu uzależniona jest od oceny przez banki ryzyka związanego z sytuacją gospodarczą i zmianami zdolności kredytowej potencjalnych kredytobiorców.

Analizując sytuację na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę, że dane BAEL za I kw. br. wskazują na obniżenie się rocznej dynamiki liczby pracujących oraz wzrost stopy bezrobocia w ujęciu rocznym. Podobne tendencje widoczne są w miesięcznych danych o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw i bezrobociu rejestrowanym w urzędach pracy. Jednocześnie nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu płac w I kw., które – wobec jednoczesnego obniżenia się dynamiki PKB – doprowadziło do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Część członków Rady argumentowała jednak, że przyspieszenie wzrostu płac w I kw. mogło być związane z czynnikami jednorazowymi (tj. przesunięciami w wypłacie części wynagrodzeń w związku z podwyżką stawki rentowej), co może potwierdzać obniżająca się od lutego i niska obecnie dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw. Część członków Rady oceniała w związku z tym, że w gospodarce nie następuje nasilenie presji płacowej. Zdaniem niektórych członków Rady ograniczeniu presji płacowej sprzyja także zamrożenie płac w sektorze publicznym. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że od dwóch lat widoczny jest wzrostowy trend dynamiki kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw.

Omawiając ryzyko nasilenia się presji płacowej, wskazywano na utrzymujące się relatywnie wysokie oczekiwania inflacyjne, które – biorąc pod uwagę ich adaptacyjny charakter – również w najbliższych miesiącach mogą pozostać podwyższone. Część członków Rady oceniała jednak, że ryzyko efektów drugiej rundy jest ograniczane przez spowalniający wzrost zatrudnienia i podwyższone bezrobocie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, zwracano uwagę, że w kwietniu wzrosła zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa. Podkreślano przy tym, że podwyższony obecnie poziom inflacji wynika w znacznej mierze z oddziaływania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że na tle krajów regionu – w których na inflację oddziałują podobne czynniki zewnętrzne – inflacja w Polsce pozostaje relatywnie wysoka.

Dyskutując na temat krótkookresowych perspektyw inflacji wskazywano, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać utrzymania się jej powyżej górnej granicy odchyień od celu. Będzie to spowodowane wciąż wysoką dynamiką cen administrowanych oraz wzrostem rocznej dynamiki cen żywności. Wysoka dynamika cen administrowanych jest częściowo związana ze wzrostem opłat i cen zależnych od decyzji jednostek sektora finansów publicznych. Decyzje te są uwarunkowane działaniami mającymi na celu ograniczenie deficytu tego sektora. Wśród czynników podwyższających inflację w Polsce wskazywano także na osłabienie się kursu złotego w ostatnim okresie związane z pogorszeniem nastrojów na rynkach światowych oraz ryzyko przejściowego wzrostu cen usług w restauracjach i hotelach w niektórych miastach ze względu na mistrzostwa Europy w piłce nożnej.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji w dłuższej perspektywie, część członków Rady podkreślała, że niektóre prognozy wskazują na ryzyko wydłużenia się okresu utrzymywania się inflacji powyżej celu. Członkowie ci zwracali w szczególności uwagę na stosunkowo wysoką inflację bazową, która również w najbliższych kwartałach może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie, co wobec mało prawdopodobnego – ich zdaniem – wyraźnego spadku dynamiki cen energii i żywności będzie utrudniało obniżenie się inflacji CPI do poziomu celu. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że obserwowany ostatnio spadek cen surowców

może okazać się przejściowy, zwłaszcza jeśli się uwzględni napięcia polityczne w rejonach wydobywania niektórych surowców. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że wkład wzrostu cen żywności i energii do inflacji CPI może się w kolejnych kwartałach istotnie zmniejszyć, co w szczególności powinno wynikać z korzystnego dla tych kategorii efektu bazy.

Analizując bieżącą politykę pieniężną, część członków Rady oceniała, że obecny poziom stóp procentowych może być odpowiedni dla utrzymania stabilności cen w średnim okresie, w szczególności biorąc pod uwagę spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie niektórzy członkowie argumentowali, że ewentualne ponowne podwyższenie stóp procentowych – poprzez negatywny wpływ na dynamikę popytu, może utrudnić proces obniżenia relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB i – poprzez wymuszenie dodatkowych działań dostosowawczych w polityce fiskalnej – doprowadzi do nadmiernego ograniczenia wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że – mimo dokonanego dostosowania – obecny poziom stóp procentowych w Polsce może okazać się nieco za niski, aby ograniczyć ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w średnim okresie, zwłaszcza biorąc pod uwagę ryzyko utrzymania się relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że zbyt niski poziom stóp procentowych może mieć negatywny wpływ na krajową stopę oszczędności.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych NBP, członkowie Rady uznali, że na bieżącym posiedzeniu powinny one pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady podkreślała, że biorąc pod uwagę widoczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, podwyższenie stóp NBP na poprzednim posiedzeniu było prawdopodobnie wystarczającym dostosowaniem poziomu stóp procentowych do aktualnej i przewidywanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Taką ocenę wspiera – ich zdaniem – także ryzyko pogorszenia się sytuacji w strefie euro. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że w najbliższym okresie uzasadnione może być ponowne dostosowanie poziomu stóp, o ile wydłużyłby się oczekiwany okres utrzymywania się inflacji powyżej celu, a skala dalszego spowolnienia miała okazać się umiarkowana. Zdaniem większości członków Rady pełniejsza ocena zasadności ewentualnego ponownego podwyższenia stóp powinna uwzględniać dane napływające w najbliższym okresie oraz wyniki lipcowej projekcji makroekonomicznej z modelu NECMOD, jak również innych prognoz.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, stopa redyskonta weksli 5,00%.

*Data publikacji: 21 czerwca 2012 r.*