

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 7 GRUDNIA 2011 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano na niską w III kw. br. dynamikę PKB w strefie euro i wysokie prawdopodobieństwo recesji w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, do czego mogą przyczyniać się problemy kryzysu zadłużeniowego. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. br. nieznacznie przyspieszył i – zdaniem części członków Rady – można oceniać, że gospodarka amerykańska prawdopodobnie powraca stopniowo do stanu równowagi, choć z wyższą stopą bezrobocia i niższą dynamiką produktu potencjalnego. Równocześnie podkreślano, że mimo lepszej obecnie kondycji gospodarki amerykańskiej, w przypadku recesji w strefie euro można spodziewać się spowolnienia aktywności gospodarczej także w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do problemu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, członkowie Rady wskazywali, że same zapowiedzi przeprowadzenia reform gospodarczych, w tym w szczególności wzmocnienia dyscypliny i koordynacji fiskalnej w krajach strefy euro – nie poparte szybkimi działaniami dostosowawczymi – mogą okazać się niewystarczające do uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych.

Podkreślano, że pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, związane w dużym stopniu z kryzysem w strefie euro i towarzyszące mu utrzymywanie się napięć na rynkach finansowych przyczyniło się do obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że wynikająca z deprecjacji poprawa konkurencyjności cenowej krajowej produkcji będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia spadku dynamiki polskiego eksportu w reakcji na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie, a zwłaszcza w strefie euro. W połączeniu z pogorszeniem się konkurencyjności cenowej importu, słabszy złoty będzie zatem sprzyjał wyższej dynamice produkcji krajowej i poprawie w bilansie obrotów bieżących Polski.

Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że w związku z tym, iż znaczną część zadłużenia polskich przedsiębiorstw stanowi zadłużenie zagraniczne, osłabienie kursu złotego przełoży się na pogorszenie rachunku finansowego bilansu płatniczego. Deprecjacja złotego powoduje także wzrost wartości krajowego zadłużenia denominowanego w walutach obcych, co – szczególnie w przypadku gospodarstw domowych – może zwiększać trudności z jego spłatą, a w rezultacie oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji sektora bankowego i ograniczenia podaży kredytów. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na ryzyko nasilenia – w następstwie kryzysu w strefie euro i trudnej sytuacji kapitałowej banków europejskich – odpływu kapitału z Polski i w konsekwencji ograniczenia podaży kredytu dla polskich podmiotów. Inni członkowie oceniali, że w warunkach słabszego wzrostu gospodarczego zmniejszy się przede wszystkim popyt na kredyt.

Część członków Rady wskazywała, że w przypadku poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych, biorąc pod uwagę „niedowartościowanie” kursu złotego oraz oczekiwane zmniejszenie skali nierównowagi zewnętrznej (tj. poprawę bilansu obrotów bieżących)

i wewnętrznej (tj. zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych) polskiej gospodarki, możliwe jest stopniowe umocnienie kursu złotego. Zwracano jednak uwagę, że w warunkach wstrząsów za granicą i wzrostu awersji do ryzyka, powodującej zwiększenie premii za ryzyko, zmienność złotego nadal może być podwyższona.

Analizując bieżącą sytuację w Polsce, wskazywano, że dane o PKB w III kw. potwierdziły, iż w okresie tym utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Część członków Rady oceniała przy tym, że oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce będzie związane przede wszystkim ze wzrostem niepewności wynikającej z oddziaływania czynników zewnętrznych. Potwierdzają to, ich zdaniem, badania koniunktury, z których wynika, że wykorzystanie mocy produkcyjnych utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że obawy o skutki obecnego kryzysu dla sytuacji gospodarczej w Polsce znacznie silniej oddziałują na działalność sektora przedsiębiorstw, a istotnie słabiej na zachowania konsumentów, na co wskazuje utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

W odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady oceniali, że mimo spodziewanego pewnego osłabienia dynamiki PKB w 2012 r., na tle wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie będzie ona stosunkowo wysoka. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że wzrost PKB w 2012 r. może przekroczyć 3% r/r, a ważnym czynnikiem podtrzymującym go będzie konsumpcja prywatna. Zdaniem niektórych członków Rady, głównym ryzykiem dla wzrostu PKB będzie kształtowanie się dynamiki inwestycji prywatnych, przy prawdopodobnym zmniejszeniu skali inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, wskazywano, że jej obecnie podwyższony poziom wynika głównie z oddziaływania czynników pozostającym poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, tj. wysokich cen surowców na rynkach światowych, osłabienia złotego związanego ze wzrostem awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych oraz wzrostu cen administrowanych. Dwa pierwsze z tych czynników znajdują odzwierciedlenie w wysokiej dynamice PPI. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że utrzymywanie się inflacji istotnie powyżej celu przez dłuższy okres nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych, co jest widoczne w pogarszaniu się percepcji inflacji i struktury odpowiedzi osób prywatnych na pytania ankietowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych. Wśród czynników oddziałujących, choć w mniejszym stopniu, w kierunku wyższej inflacji wymieniano też czynniki popytowe, przekładające się na wzrost inflacji bazowej, w tym przede wszystkim utrzymującą się stosunkowo wysoką dynamikę spożycia indywidualnego. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na kształtowanie się sytuacji na rynku pracy, a w szczególności na utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń, które ograniczają presję kosztową i w efekcie presję inflacyjną. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady oceniali, że w drugiej połowie 2012 r. możliwe jest obniżenie się inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Wśród czynników ograniczających inflację niektórzy członkowie Rady wymieniali też wzrost stopy oszczędności w sektorze przedsiębiorstw.

Głównym czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie, w opinii Rady, słabsza dynamika PKB wynikająca przede wszystkim z niższego wzrostu gospodarczego na świecie. Zdaniem członków Rady osłabienie krajowej aktywności gospodarczej będzie również wynikać z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej. Jednak w kontekście wpływu tego zacieśnienia na inflację niektórzy członkowie Rady oceniali, że struktura zacieśnienia może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. W znacznej mierze będzie ono bowiem polegać na zwiększeniu obciążeń podatkowych.

Jednocześnie dalsze przełożenie się obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji złotego na ceny krajowe, przy braku zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego,

stwarza – zdaniem części członków Rady – ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. Zwracano również uwagę na spodziewane w 2012 r. podwyżki cen administrowanych, akcyzy i opłat, których wysokość pozostaje w gestii samorządów, jako na czynniki oddziałujące w kierunku wydłużenia okresu powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. W uzasadnieniu tej decyzji wskazywano na wysoką obecnie niepewność co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce, co utrudnia jednoznaczną ocenę prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie najsilniejszego oddziaływanie polityki pieniężnej na gospodarkę. Ponadto część członków Rady argumentowała, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

W ocenie niektórych członków Rady utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja i jej relatywnie długi okres oczekiwanego powrotu do celu mogą stanowić przesłanki do podwyżki stóp procentowych. Z drugiej jednak strony prawdopodobne osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce powinno łagodzić presję inflacyjną w średnim okresie. W takiej sytuacji, w ocenie części członków Rady, zaostrzenie polityki pieniężnej może dodatkowo osłabić krajowy wzrost gospodarczy i zwiększyć ryzyko ukształtowania się inflacji poniżej celu w długim okresie.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, część członków Rady podtrzymała ocenę, że utrzymywanie się stosunkowo zrównoważonego bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację uzasadnia stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie także w najbliższych kwartałach. Oczekiwany przez nich scenariusz makroekonomiczny zakłada łagodne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżanie się inflacji. Część członków Rady była natomiast zdania, że w przyszłości może być uzasadnione zacieśnienie polityki pieniężnej. Wskazuje na to ich zdaniem wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie w kolejnych kwartałach mimo oczekiwanego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, za czym przemawia słabsza wrażliwość inflacji na ujemną lukę popytową, silniejsze przełożenie się zmian kursu walutowego na inflację w warunkach dużych i jednokierunkowych zmian kursu i stosunkowo wysoki wzrost podaży pieniądza.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na scenariusze makroekonomiczne, które uzasadniałyby obniżenie w przyszłości stóp procentowych. Byłoby to, według nich, wskazane w warunkach silnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym obniżeniu się inflacji do celu.

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: 22 grudnia 2011 r.