

**OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 8 LUTEGO 2012 R.**

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

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę na dalsze rewizje w dół prognoz wzrostu PKB dla strefy euro, wskazujących obecnie na stagnację w tej gospodarce w 2012 r. Część członków Rady wskazywała przy tym, że dążenie banków do zwiększenia kapitałów własnych stwarza ryzyko dalszego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Równocześnie wskazywano, że poprawiła się koniunktura w Stanach Zjednoczonych, choć niektórzy członkowie Rady argumentowali, że przyspieszenie konsumpcji, jakie nastąpiło w IV kw. 2011 r., może okazać się przejściowe i w kolejnych kwartałach należy oczekiwać osłabienia wzrostu w gospodarce amerykańskiej.

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymującej się niepewności związanej z kryzysem fiskalnym w niektórych krajach strefy euro, poprawiły się nastroje na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w aprecjacji walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że trudno ocenić trwałość umocnienia się polskiej waluty, bo choć kurs równowagi jest najprawdopodobniej nadal silniejszy niż kurs rynkowy, to na kształtowanie się kursu złotego decydujący wpływ mają obecnie czynniki globalne, w tym przede wszystkim zmiany awersji do ryzyka na rynkach finansowych.

Omawiając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali na sygnały spowalniania aktywności, a w szczególności na obniżanie się dynamiki polskiego eksportu do strefy euro, utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie oraz osłabienie wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Zdaniem części członków Rady obniżenie krajowej aktywności gospodarczej może być jednak słabsze niż wcześniej oczekiwano, o czym może świadczyć poprawa niektórych wskaźników koniunktury wskazująca na relatywną odporność polskiej gospodarki na pogarszanie się koniunktury za granicą.

Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika PKB w Polsce może obniżyć się istotnie, co – ich zdaniem – będzie wynikało z jednej strony z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, a z drugiej strony z obniżenia się dynamiki konsumpcji prywatnej w związku z procesem odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, po istotnym obniżeniu stopy oszczędności w ostatnim okresie. Równocześnie, zdaniem tych członków Rady, niewielkie obniżenie się stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, znaczny poziom niepewności oraz duży udział w inwestycjach przedsiębiorstw inwestycji odtworzeniowych, których realizację łatwo wstrzymać, powodują, że dalsze przyspieszenie inwestycji jest mało prawdopodobne. Z kolei umocnienie kursu złotego, w sytuacji słabnącej koniunktury za granicą, będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu krajowego PKB.

Odnosząc się do kształtowania się procesów inflacyjnych, członkowie Rady podkreślali, że oczekiwane osłabienie krajowej aktywności gospodarczej – związane zarówno ze spowolnieniem wzrostu w gospodarce światowej, jak i z zacieśnieniem krajowej polityki fiskalnej – będzie

sprzyjało stopniowemu obniżaniu się inflacji. Także umocnienie kursu złotego na początku 2012 r. będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej inflacji. Wskazywano, że presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie również ograniczał podwyższony poziom bezrobocia i niska presja płacowa.

Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że od roku inflacja w Polsce utrzymuje się powyżej górnej granicy odchyłeń od celu, tj. 3,5%. Członkowie Rady podkreślali również, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na ryzyko, iż – pomimo pewnego obniżenia inflacji – w całym 2012 r. może się ona utrzymać powyżej celu inflacyjnego 2,5%. Z kolei długotrwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu – zdaniem niektórych członków Rady – rodzi ryzyko szerszej indeksacji umów, w tym dotyczących wynagrodzeń, co byłoby czynnikiem wzmacniającym uporczywość inflacji i utrudniającym jej obniżenie do poziomu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że podobny efekt może mieć kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem podwyższającym krajową inflację pozostanie wzrost cen energii. W tym kontekście wskazywano, że utrzymujący się wzrost popytu na ropę w gospodarce światowej, przy ograniczonej skali zwiększenia jej podaży (zwłaszcza biorąc pod uwagę napięcia geopolityczne w rejonach jej wydobycia), mogą oddziaływać w kierunku wyższych cen ropy naftowej także w dłuższym horyzoncie, ograniczając spadek inflacji w Polsce. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że zgodnie z badaniami NBP, wzrósł odsetek firm planujących podwyższać ceny swoich produktów w odpowiedzi na oczekiwany dalszy silny wzrost cen surowców i materiałów. Podwyższać krajową inflację może również – zdaniem niektórych członków Rady – wzrost inflacji za granicą, w przypadku gdy ekspansywna polityka głównych banków centralnych, w tym kolejne działania podejmowane przez nie w ramach luzowania ilościowego, zaczną przekładać się na globalną presję inflacyjną.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że w obliczu oczekiwanego osłabienia krajowej aktywności gospodarczej, wzrost dochodów budżetowych może być niższy od założonego, co – biorąc pod uwagę planowaną skalę zacieśnienia fiskalnego – stwarza ryzyko podniesienia podatków pośrednich. To z kolei przełożyłoby się na ponowny wzrost poziomu cen w polskiej gospodarce, wydłużając okres utrzymywania się podwyższonej inflacji.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że mimo utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie w ostatnim okresie, obserwowany wzrost stóp na rynku międzybankowym w IV kw. ub.r. oznaczał zwiększenie restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce, w szczególności w połączeniu z aprecjacją kursu złotego na początku 2012 r.

Część członków Rady oceniając poziom realnych stóp procentowych argumentowała jednak, że nie są one wysokie biorąc pod uwagę czynniki strukturalne oraz aktualną sytuację makroekonomiczną w Polsce. Członkowie ci zwracali również uwagę, że całkowity wzrost oprocentowania kredytów dla sektora prywatnego w 2011 r. był – mimo wzrostu stóp na rynku międzybankowym pod koniec 2011 r. – nieco niższy niż skala podwyżek stopy referencyjnej NBP dokonanych przez Radę w pierwszej połowie 2011 r. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika podaży pieniądza rośnie i obecnie kształtuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, 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. Większość członków Rady wskazywała przy tym, że spadek inflacji wynikający z oczekiwanego osłabienia popytu może okazać się wolniejszy niż dotychczas oceniano. W tym kontekście nadal podkreślano, 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.

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: 23 lutego 2012 r.