

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 6 LIPCA 2011 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, w tym perspektywach powrotu inflacji do celu inflacyjnego, a także o bieżących i przyszłych decyzjach dotyczących stóp procentowych NBP.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania wzrostu gospodarczego w Polsce, Rada wskazywała na zwiększoną niepewność co do perspektyw globalnej koniunktury, w tym na napływające ostatnio sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych oraz przedłużający się kryzys finansów publicznych w niektórych krajach strefy euro. W szczególności zwracano uwagę na nasilenie się obaw o destabilizację sytuacji gospodarczej w Grecji i związany z tym wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.

Podkreślano, że kryzys zadłużeniowy może – poprzez zwiększenie niepewności w strefie euro – spowodować obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie, co przełożyłoby się na osłabienie dynamiki PKB w Polsce. Niektórzy członkowie zaznaczali jednak, że aktywność gospodarcza w Polsce może rosnąć w stosunkowo wysokim tempie, nawet w przypadku umiarkowanego wzrostu PKB za granicą. Z kolei inni członkowie Rady wyrażali opinię, że wpływ zwiększonej skutecznosci problemów Grecji awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych na polską gospodarkę może nastąpić raczej poprzez deprecjację kursu złotego, która oddziaływałaby w kierunku utrzymania podwyższonej inflacji w Polsce.

Dyskutując na temat wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach, podkreślano, że dynamika PKB będzie najprawdopodobniej stopniowo słabła, na co wskazuje również lipcowa projekcja NBP. W tym kontekście zwracano uwagę na lekkie wyhamowanie wzrostowego trendu produkcji przemysłowej w ostatnich miesiącach oraz na spadki wskaźnika PMI, zapowiadające spowolnienie w sektorze przemysłowym w III kw. br. Oczekiwane obniżanie się dynamiki PKB będzie – zdaniem członków Rady – częściowo związane z zacieśnieniem polityki fiskalnej. Część członków Rady podkreślała, że w kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego może także oddziaływać wzrost bieżącej inflacji, który zmniejszy tempo wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na spadek depozytów gospodarstw domowych w ostatnim miesiącu, który może sygnalizować obniżenie skłonności do oszczędzania. Jednocześnie zwracano uwagę, że na podstawie danych z jednego miesiąca trudno ocenić, czy zjawisko to utrzyma się w dłuższym okresie. Wskazywano też, że w kierunku osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego, choć z pewnym opóźnieniem, mogą oddziaływać dokonane w tym roku podwyżki stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że jak dotąd nie ma sygnałów, aby hamowały one akcję kredytową dla przedsiębiorstw i szybki wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw utrzymania tempa wzrostu PKB w Polsce w kolejnych latach na obecnym poziomie, członkowie Rady podkreślali ich dużą niepewność. Dotyczy ona, ich zdaniem, przede wszystkim kształtowania się inwestycji, w szczególności możliwości skompensowania spadku dynamiki inwestycji publicznych przez wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że oczekiwany spadek inwestycji publicznych ograniczy efekt wypychania inwestycji prywatnych, zmniejszając presję na wzrost kosztów materiałów i prac budowlanych.

Zaznaczano też, że wzrostowi inwestycji przedsiębiorstw będzie sprzyjał relatywnie wysoki obecnie stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. Jednocześnie inni członkowie Rady wskazywali, że redukcja inwestycji publicznych, której skutkiem będzie zmniejszenie dynamiki popytu w gospodarce, może powodować ograniczenie inwestycji prywatnych. Odnosząc się do kształtowania się popytu w kolejnych latach, zwracano także uwagę, że podwyższona obecnie inflacja spowoduje zwiększenie wydatków sektora finansów publicznych w przyszłym roku w związku z waloryzacją rent i emerytur oraz świadczeń społecznych.

Dyskutując na temat inflacji, zaznaczano, że wzrost cen w Polsce pozostaje pod wyraźnym wpływem czynników zewnętrznych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na wysokie ryzyko utrzymania się zewnętrznych czynników podwyższających inflację w Polsce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obserwowane ostatnio wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych może mieć charakter przejściowy, zważywszy na perspektywę utrzymania się wysokiego globalnego popytu na surowce, przy ograniczonej możliwości zwiększenia ich podaży, a także przy znacznej nadpłynności na rynkach finansowych. Ich zdaniem ceny surowców w dłuższym okresie mogą pozostać w trendzie wzrostowym. Część członków wskazywała także na możliwość ponownego poluzowania przez niektóre kraje, w tym szczególnie Stany Zjednoczone, polityki pieniężnej i fiskalnej w celu stymulacji wzrostu gospodarczego, mimo rosnącej inflacji. Wśród innych potencjalnych zewnętrznych źródeł inflacji wymieniano zapowiadane obniżenie podatków w Niemczech, co zwiększyłoby presję popytową w tej gospodarce, a także nadal wysoką inflację w Chinach.

Odnosząc się do bieżącej inflacji w Polsce, a w szczególności do jej obecnego kształtowania się powyżej celu, niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że jest to wynik nie tylko zewnętrznych wstrząsów podażowych, ale także podwyższonej krajowej presji inflacyjnej. Wskazuje na to, ich zdaniem, wyższa inflacja w Polsce i silniejszy jej wzrost w ostatnich miesiącach niż w wielu innych krajach, które także doświadczyły zewnętrznych wstrząsów podażowych.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce w bieżącym roku, podkreślano, że choć w maju br. inflacja CPI wyraźnie wzrosła (częściowo wskutek zmiany sposobu notowań cen towarów sezonowych przez GUS), a oczekiwania inflacyjne osób prywatnych pozostają na podwyższonym poziomie, to dostępne prognozy wskazują, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna się stopniowo obniżać. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że mimo to – według tych prognoz – do końca bieżącego roku pozostanie ona wyraźnie powyżej celu inflacyjnego.

Podkreślano, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, kluczowe znaczenie mają średniookresowe perspektywy inflacji. Zwracano uwagę, że w latach 2012-2013, zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD, inflacja obniży się w okolice celu inflacyjnego. Będzie się do tego przyczyniać wolniejsze tempo wzrostu PKB, wyhamowanie wzrostu cen surowców na rynkach światowych oraz statystyczny efekt bazy. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na ryzyko utrzymania się zewnętrznych źródeł inflacji, a także na możliwość szybszego niż wskazuje projekcja wzrostu krajowego PKB, co przełożyłoby się na wyższe niż w projekcji tempo wzrostu cen. Część członków Rady podkreślała, że ryzykiem dla powrotu inflacji CPI w okolice celu inflacyjnego jest utrzymywanie się w horyzoncie projekcji relatywnie wysokiej inflacji bazowej. Zdaniem tych członków Rady, oczekiwane w horyzoncie projekcji silne ograniczenie dynamiki cen żywności i energii jest mało prawdopodobne.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać niezmiennione. Część członków Rady oceniała, że dokonane od początku bieżącego roku podwyżki stóp procentowych NBP powinny umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie, na co wskazuje też lipcowa projekcja inflacji i PKB. Podkreślano również, że wszystkie dostępne prognozy inflacji zapowiadają jej obniżenie w horyzoncie roku. Jednocześnie większość członków Rady nie wykluczała możliwości ewentualnego dalszego podwyższenia stóp procentowych w przyszłości,

gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu, w tym wzrosło ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że istotnie wyższa od oczekiwań inflacja w maju br. i spodziewany tylko niewielki jej spadek do końca br., a także pogłębienie ujemnej realnej stopy procentowej w kraju, w sytuacji relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego, uzasadniają podwyżkę stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

*Data publikacji: 25 sierpnia 2011 r.*