

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 5 PAŹDZIERNIKA 2011 R.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała wpływ uwarunkowań zewnętrznych na sytuację w polskiej gospodarce, bieżące i przyszłe kształtowanie się koniunktury w Polsce, prawdopodobny kształt polityki fiskalnej w nadchodzącym roku oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i możliwych przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na napływające w ostatnim okresie sygnały dalszego osłabiania się aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro oraz w niektórych gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w Chinach. Wskazywano, że pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego znalazło odzwierciedlenie w znaczącym obniżeniu przez międzynarodowe instytucje finansowe prognoz PKB dla największych gospodarek rozwiniętych oraz rozwijających się. Pogorszenie perspektyw globalnej aktywności gospodarczej w połączeniu z problemami fiskalnymi niektórych państw strefy euro przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i w konsekwencji do osłabienia kursów walut krajów wschodzących, w tym kursu złotego.

Dyskutując na temat perspektyw gospodarki światowej w dłuższym horyzoncie czasowym, część członków Rady podkreślała, że istotnym wyzwaniem stojącym obecnie przed polityką gospodarczą w Stanach Zjednoczonych jest obniżenie zadłużenia sektora prywatnego, natomiast w strefie euro – rozwiązanie problemu kryzysu zadłużeniowego sektora publicznego. Biorąc to pod uwagę, zdaniem tych członków Rady, można oczekiwać długotrwałego obniżenia tempa wzrostu PKB w obu gospodarkach. Zdaniem niektórych członków Rady odmienne cechy strukturalne tych gospodarek powodują jednak, że Stany Zjednoczone szybciej odnotują poprawę koniunktury niż strefa euro. W opinii części członków Rady, pewnego osłabienia aktywności gospodarczej w dłuższej perspektywie można też oczekiwać w Chinach, gdzie ograniczone możliwości dalszego wzrostu eksportu oznaczają, że konieczne będzie zwiększenie roli popytu wewnętrznego, co ze względu na czynniki demograficzne i brak systemu zabezpieczeń społecznych będzie procesem trudnym. W sumie, w ocenie tych członków Rady, w następstwie kryzysu zadłużeniowego, a w dłuższym horyzoncie także czynników strukturalnych (głównie demograficznych), w gospodarce światowej możliwy jest wieloletni okres wolniejszego wzrostu gospodarczego. Wzrost ten może być również mniej stabilny, w szczególności biorąc pod uwagę ograniczone możliwości stabilizowania koniunktury. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na silnie ekspansywną politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne jako na dodatkowy czynnik spowalniający w dłuższej perspektywie wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych. W ich ocenie polityka ta, hamując efektywną realokację zasobów, opóźnia restrukturyzację gospodarek.

Oceniając sytuację w gospodarce polskiej, część członków Rady podkreślała, że mimo jej stosunkowo dobrych fundamentów, oczekiwane pogorszenie koniunktury za granicą – głównie w strefie euro, w tym przede wszystkim w Niemczech – zwiększa ryzyko osłabienia dynamiki polskiego eksportu, a tym samym istotnego spowolnienia tempa wzrostu PKB w najbliższych kwartałach. Zdaniem tych członków Rady również powiązania systemów finansowych w Europie, mimo większej odporności polskiego systemu finansowego w porównaniu do innych krajów

regionu, mogą zwiększać negatywny wpływ uwarunkowań zewnętrznych na aktywność gospodarczą w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, eksport z Polski nadal rośnie stosunkowo szybko. Relatywnie szybki wzrost eksportu pozwala oczekiwać, że tempo wzrostu PKB w kraju nie ulegnie znaczącemu spowolnieniu w warunkach spodziewanego pogorszenia koniunktury za granicą. Omawiając stan koniunktury w Polsce, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na sierpniowe dane o wyraźnym przyroście depozytów przedsiębiorstw i pewnym spadku dynamiki kredytów dla tego sektora, które – ich zdaniem – mogą sygnalizować zmniejszanie się skłonności przedsiębiorstw do inwestowania w warunkach pogorszenia perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na słabości strukturalne polskiej gospodarki, które mogą ograniczać tempo wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat wpływu sytuacji w sektorze finansów publicznych w Polsce na wzrost gospodarczy, część członków Rady wskazywała na prawdopodobne istotne zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych w 2011 r. oraz na zapowiedzi kontynuacji zacieśniania polityki fiskalnej w 2012 r. W tym kontekście zwracano uwagę, że choć dalsze silne ograniczanie nierównowagi fiskalnej będzie w krótkim okresie hamować wzrost PKB, to jego zaniechanie byłoby z kolei negatywnie oceniane przez rynki finansowe, co zwiększałoby koszt obsługi długu publicznego i ryzyko destabilizacji makroekonomicznej. Część członków Rady podkreślała, że ważny jest sposób ograniczania nierównowagi fiskalnej. Jeśli bowiem będzie ono dokonywane poprzez ograniczenie wydatków, to – zmniejszając obawy o przyszły wzrost obciążeń podatkowych oraz łagodząc presję na wzrost wynagrodzeń – może przyczynić się do zwiększenia skłonności przedsiębiorstw do inwestowania. Zdaniem innych członków Rady, w 2012 r. zacieśnienie fiskalne może być znacząco mniejsze niż w br. oraz mniejsze niż założone przez rząd w *Wieloletnim planie finansowym państwa*.

Omawiając bieżące dane dotyczące procesów inflacyjnych w Polsce, zwracano uwagę na wzrost w sierpniu br. zarówno inflacji CPI, jak i inflacji bazowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na jednoczesne przyspieszenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wyższy od oczekiwanego wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, jako na czynniki mogące sygnalizować wyższą niż oczekiwano inflację w przyszłości. Z kolei wśród czynników oddziałujących w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej niektórzy członkowie Rady wymieniali utrzymującą się na podwyższonym poziomie stopę bezrobocia oraz osłabienie dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Sygnałem braku nasilania się presji inflacyjnej może być także – zdaniem niektórych członków Rady – pewne obniżenie w sierpniu br. dynamiki kredytów dla sektora prywatnego.

Wskazywano, że w świetle wewnętrznych prognoz krótkookresowych NBP można oczekiwać podwyższonego poziomu inflacji do końca br., po czym w I połowie 2012 r. powinno nastąpić obniżenie inflacji w okolice celu. Takiemu przebiegowi wskaźnika inflacji będzie sprzyjać wygasanie efektów wcześniejszych wzrostów cen żywności i energii, a także podwyżki VAT na początku br., mimo jednoczesnego prognozowanego utrzymania się wysokiej dynamiki cen administrowanych. Podkreślano, że spadkowi presji inflacyjnej w najbliższych kwartałach będzie sprzyjać oczekiwane obniżenie dynamiki PKB w warunkach dokonanego w pierwszym półroczu br. zacieśnienia polityki pieniężnej oraz dokonywanego zacieśnienia polityki fiskalnej, a także spodziewanego osłabienia aktywności gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki. W kontekście perspektyw inflacji wskazywano też na najnowsze wyniki badań koniunktury, z których wynika, że więcej przedsiębiorstw zamierza obecnie zredukować zatrudnienie niż je zwiększać oraz że spadek odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac, co sygnalizuje, że presja płacowa w gospodarce pozostaje ograniczona.

Jednocześnie zaznaczono, że w warunkach utrzymywania się napięć na międzynarodowych rynkach finansowych, istotnym czynnikiem ryzyka dla spadku inflacji CPI do poziomu celu

inflacyjnego może być osłabienie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w przypadku silnego załamania aktywności gospodarczej za granicą może nastąpić dalsze osłabienie złotego, przez co inflacja utrzyma się na podwyższonym poziomie, mimo spowolnienia tempa wzrostu krajowego PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali też, że zagrożeniem dla spadku inflacji w Polsce mogą okazać się wciąż wysokie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. Choć w przeszłości były one silnie adaptacyjne, a w sierpniu br. obniżyły się, to niemal nieprzerwanie od końca 2007 r. kształtują się powyżej celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmiennione. W uzasadnieniu tej decyzji zwracano uwagę na oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce, zwłaszcza w warunkach pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w konsekwencji w Polsce. Jednocześnie wskazywano, że głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w Polsce jest obecnie wpływ niestabilnej sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że stopy procentowe NBP mogą być obecnie utrzymywane na niższym poziomie niż byłoby to uzasadnione w warunkach sprzed okresu globalnego kryzysu finansowego. Ich zdaniem, wynika to z jednej strony z występowania zwiększonych na skutek kryzysu frykcji na rynkach finansowych, a z drugiej strony z prawdopodobnego zmniejszenia się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych prowadzącego do obniżenia się naturalnej stopy procentowej.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, Rada była zdania, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym pewne spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednoczesne stopniowe obniżenie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Wskazywano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. Część członków Rady była jednocześnie zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek, szczególnie jeśli inflacja – na skutek osłabienia się kursu złotego wywołanego przez napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych – będzie się utrzymywała powyżej celu inflacyjnego dłużej niż się obecnie oczekuje. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że ewentualne istotne spowolnienie tempa wzrostu PKB w Polsce w reakcji na znaczące wyhamowanie aktywności gospodarczej za granicą, może – w sytuacji oczekiwanego obniżania się inflacji – uzasadniać obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie.

Rada dyskutowała także na temat długofalowych wyzwań dla polityki gospodarczej. Zwracano uwagę na potrzebę podejmowania działań mających na celu wzmocnienie polityki makroostrożnościowej, w tym wypracowanie przez bank centralny oraz inne instytucje odpowiedzialne za system finansowy nowych instrumentów ograniczających ryzyko systemowe w sektorze finansowym. Wskazywano także na potrzebę koordynacji polityk regulacyjnych i makroekonomicznych w celu utrzymania stabilności makroekonomicznej, w tym stabilności systemu finansowego.

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: 20 października 2011 r.