

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 26 STYCZNIA 2010 R.**

---

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym oraz kształtowaniu się kursu złotego.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, stwierdzono, że najnowsze dane dotyczące gospodarek Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na utrwalenie tendencji wzrostowych w przemyśle i dalszą poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców. Jednocześnie argumentowano, że nadal trudna sytuacja na rynkach pracy w tych gospodarkach może negatywnie wpływać na konsumpcję, co mogą sygnalizować niekorzystne dane o sprzedaży detalicznej. Rada podkreślała utrzymywanie się dużej niepewności co do skali ożywienia w gospodarce światowej. Część członków Rady zwracała uwagę na niepewność co do trwałości ożywienia w warunkach oczekiwanego zakończenia programów stymulacyjnych w wielu krajach. Zdaniem innych członków Rady, ważnym czynnikiem ryzyka pozostaje utrzymujący się znaczny deficyt sektora finansów publicznych i szybkie narastanie długu publicznego w głównych gospodarkach rozwiniętych. Równocześnie Rada oceniła, że dla wzrostu gospodarczego na świecie duże znaczenie będzie miała koniunktura w gospodarkach rozwijających się, których popyt może być istotnym czynnikiem wspierającym ożywienie w gospodarkach rozwiniętych.

Omawiając kształtowanie się inflacji za granicą, zwracano uwagę, że wzrost rocznych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w grudniu 2009 r. wynikał głównie z dodatniego efektu bazy związanego z silnym spadkiem cen energii rok wcześniej. Część członków Rady podkreślała, że w świetle większości prognoz w najbliższych latach inflacja w tych gospodarkach utrzyma się na relatywnie niskim poziomie, co będzie obniżało inflację w gospodarce światowej. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych. Ponadto argumentowali oni, że w największych gospodarkach rozwijających się następuje domknięcie luki popytowej, co może ograniczać spadek cen towarów importowanych z tych krajów i jego dezinflacyjny wpływ na inflację na świecie i w Polsce.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja na światowych rynkach surowców. Oceniano, że ceny surowców w nadchodzących latach mogą kształtować się na relatywnie wysokim poziomie. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że na rynkach surowców mogą występować długie cykle cenowe, ponieważ podaż może być zwiększona jedynie w wyniku podjęcia znaczących inwestycji i dlatego dostosowuje się z dużym opóźnieniem do wzrostu popytu. Ponadto inni członkowie Rady argumentowali, że na ceny surowców wpływają nie tylko popyt i podaż na rynku bazowym, lecz także sytuacja na rynkach instrumentów finansowych powiązanych z cenami surowców, w tym m.in. zakupy tych instrumentów przez zagraniczne fundusze emerytalne. W ocenie tych członków Rady brak uregulowania tej kwestii poprzez wprowadzenie limitów otwartych pozycji może sprzyjać kształtowaniu się cen surowców na wysokich poziomach mimo relatywnie słabego tempa wzrostu gospodarki światowej.

Dyskutując o sytuacji w polskiej gospodarce podkreślano, że napływające dane, w tym stopniowa stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz poprawa wskaźników koniunktury, w tym prognoz produkcji, a także dobra sytuacja płynnościowa i finansowa przedsiębiorstw sygnalizują stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że dane o produkcji przemysłowej w grudniu ub. r. okazały się istotnie niższe od oczekiwań. Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, większość członków Rady argumentowała, że wzrost PKB w kolejnych kwartałach może być silniejszy niż wcześniej oceniano. Część członków Rady zwróciła przy tym uwagę, że oceniając przełożenie oczekiwanego przyspieszenia wzrostu PKB na inflację należy brać pod uwagę możliwe obniżenie się tempa wzrostu potencjalnego, w tym w szczególności w związku z zarysowaniem się po 2004 r. tendencji do obniżania się tempa wzrostu produktywności czynników wytwórczych. Ponadto wskazywano, że w świetle badań NBP udział nierentownego eksportu w eksporcie ogółem jest bardzo niski, co oznacza, że przedsiębiorcy mogą utrzymać konkurencyjność cenową nawet w przypadku aprecjacji złotego. Równocześnie podkreślano, że wpływ kursu walutowego na rentowność eksportu jest obecnie mniejszy niż w przeszłości ze względu na wzrost powiązań międzynarodowych przedsiębiorstw oraz dużą importochłonność eksportu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że ewentualna aprecjacja kursu mogłaby w krótkim okresie silnie negatywnie wpłynąć na wzrost PKB, bo byłaby bodźcem do odbudowy zapasów dóbr importowanych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na oczekiwane utrzymywanie się relatywnie słabego wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, co może ograniczać tempo wzrostu eksportu, a w konsekwencji tempo wzrostu PKB. Zdaniem tych członków Rady, ze względu na znaczenie popytu zewnętrznego oraz międzynarodowe powiązania przedsiębiorstw wzrost gospodarczy w Polsce jest obecnie w znacznie większym stopniu zależny od koniunktury za granicą niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do czynników wpływających na kształtowanie się inwestycji, część członków Rady podkreślała, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze przedsiębiorstw jest nadal niskie, a inwestycje z opóźnieniem reagują na poprawę koniunktury – tak jak miało to miejsce przy wychodzeniu z poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego – wobec czego nie należy oczekiwać szybkiego ich ożywienia. Argumentowano ponadto, że inwestycje w nadchodzącym okresie będą zależeć nie tylko od wolnych mocy produkcyjnych w Polsce, lecz także w krajach, z którymi powiązane są polskie przedsiębiorstwa, w szczególności w Niemczech. Oznacza to, że mimo pozytywnego nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w najbliższych latach może być – zdaniem tych członków Rady – istotnie niższy niż przed globalnym kryzysem. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zgodnie z badaniami koniunktury NBP wykorzystanie mocy produkcyjnych w IV kw. 2009 r. było zbliżone do obserwowanego w latach 2003-2004, kiedy po okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego inwestycje zaczęły rosnać, co może sygnalizować szybsze od oczekiwań ożywienie inwestycji.

Analizując dane o rynku pracy, członkowie Rady argumentowali, że skala pogorszenia sytuacji na tym rynku jest znacznie mniejsza niż w okresie poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego, czego przejawem jest istotnie wyższy obecnie stosunek wakatów do liczby bezrobotnych. Sytuacja taka zwiększa ryzyko przyspieszenia dynamiki płac szybszego niż miało to miejsce w przypadku wychodzenia z poprzedniego spowolnienia gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących latach zmiany demograficzne będą negatywnie oddziaływać na podaż pracy, podczas gdy w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia łagodziły one presję płacową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Ponadto odnotowany w IV kw. 2009 r. spadek udziału przedsiębiorstw obniżających marże oraz prawdopodobny – zdaniem tych członków Rady – wzrost marż w fazie ożywienia koniunktury wskazują, że inflacja w gospodarce może rosnać nawet gdyby utrzymała się niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Inni członkowie Rady podkreślali, że ze względu na wzrost stopy bezrobocia, umiarkowaną (po oczyszczeniu z wpływu czynników

jednorazowych) dynamikę wynagrodzeń w przedsiębiorstwach oraz dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, w najbliższym okresie nie należy spodziewać się istotnej presji inflacyjnej ze strony rynku pracy. W tym kontekście zwracano uwagę na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na ograniczaniu zwolnień w okresie spowolnienia gospodarczego, co w okresie ożywienia powinno umożliwić wzrost wydajności i zaspokojenie rosnącego popytu bez istotnego wzrostu zatrudnienia, a prawdopodobnie także bez istotnego wzrostu płac. Zdaniem tych członków Rady może to być czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną.

Część członków Rady wskazywała, że sytuacja na rynku kredytowym nie uległa poprawie – w dalszym ciągu zmniejsza się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw oraz utrzymuje się wyraźnie niższy niż w ostatnich latach wzrost kredytów dla sektora gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie ze wstępnymi wynikami prowadzonych przez NBP badań ankietowych banków, w IV kw. 2009 r. zahamowana została tendencja do zaostrzenia polityki kredytowej, a w 2010 r. banki przewidują wyraźne zwiększenie akcji kredytowej dla sektora niefinansowego.

Omawiając perspektywy rozwoju akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę na znaczący wzrost kredytów udzielanych w walutach obcych, jaki miał miejsce przed rozpoczęciem kryzysu na światowych rynkach finansowych. Członkowie ci podkreślali, że możliwy jest ponowny znaczący wzrost walutowej akcji kredytowej, co może ograniczać siłę oddziaływania zmian stóp procentowych NBP na wielkość kredytu w gospodarce.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że w grudniu 2009 r. inflacja CPI wzrosła do 3,5% (do czego przyczynił się przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w grudniu 2008 r.), a w kolejnych miesiącach można oczekiwać istotnego obniżenia inflacji. Równocześnie podkreślano, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 2,6% w związku ze spadkiem dynamiki cen usług.

Odnosząc się do oczekiwań inflacyjnych, część członków Rady wskazywała na wzrost w styczniu 2010 r. większości miar oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz na pogorszenie się struktury odpowiedzi respondentów na pytanie o przewidywane kształtowanie się cen w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Członkowie ci oceniali, że niewielkie powiększenie się rozpiętości prognoz analityków bankowych oraz utrzymywanie się względnie wysokiego zróżnicowania oczekiwań osób prywatnych może wskazywać na niepewność odnośnie do oceny procesów inflacyjnych przez podmioty gospodarcze. Inni członkowie Rady argumentowali, że oczekiwania inflacyjne w Polsce mają charakter adaptacyjny, a więc są w dużym stopniu zależne od przeszłej inflacji, co należy uwzględniać przy interpretacji ich zmian. W kontekście kształtowania się oczekiwań inflacyjnych i ich przełożenia na dynamikę płac Rada dyskutowała także o sile związków zawodowych, które mają istotne znaczenie w negocjacjach płacowych w sektorze publicznym, choć w skali całej gospodarki zrzeszają relatywnie niewielką liczbę pracowników.

Rada dyskutowała też na temat kształtowania się kursu złotego na tle kursu równowagi. Część członków Rady argumentowała, że wysoki stopień integracji polskiej gospodarki ze strefą euro powinien sprzyjać ograniczaniu odchylenia realnego kursu złotego od kursu równowagi. Inni członkowie Rady wskazywali, że inwestorzy zagraniczni w swoich decyzjach dotyczących gospodarek wschodzących kierują się często bardzo ograniczonym zbiorem informacji, co może skutkować odchyleniami kursu od poziomu uzasadnionego czynnikami fundamentalnymi. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że nierównowaga w finansach publicznych, zarówno w otoczeniu zewnętrznym, jak i w Polsce, jest czynnikiem zwiększającym ryzyko dużej zmienności kursu złotego.

Odnosząc się do decyzji dotyczących wysokości stóp procentowych NBP w kolejnych miesiącach, część członków Rady oceniała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady, może to wskazywać na zbliżanie się momentu, w którym będzie należało rozważyć zmianę oceny prawdopodobieństw ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego, a następnie zacieśnienie polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że wobec niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej i polskiej, a także wpływu przewidywanego zacieśnienia polityki makroekonomicznej za granicą na przyszły wzrost gospodarczy i inflację na świecie nadal prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone, a stopy procentowe NBP w najbliższym okresie powinny pozostać na niezmiennym poziomie.

Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

*Data publikacji: 19 lutego 2010 r.*