

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 28 KWIETNIA 2010 R.**

---

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, w tym możliwych skutków kryzysu fiskalnego w Grecji, oraz perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji za granicą wskazywano, że aktywność gospodarcza na świecie stopniowo rośnie, choć skala ożywienia jest silnie zróżnicowana między poszczególnymi regionami. Zwracano uwagę, że w marcu – po raz pierwszy od początku recesji wywołanej kryzysem finansowym – nastąpił wyraźny wzrost zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych, co przyczyniło się do dalszego umocnienia popytu konsumpcyjnego w tej gospodarce. Jednocześnie podkreślano, że dalsza poprawa na rynku pracy będzie następować stopniowo. Ponadto oceniano, że nadal niewielka skala akcji kredytowej w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia wzrostu popytu w tej gospodarce w nadchodzącym okresie.

Dyskutując na temat strefy euro, część członków Rady wskazywała na dalszy wzrost produkcji przemysłowej i poprawę wskaźników koniunktury odzwierciedlających nastroje przedsiębiorców. Członkowie ci zwracali uwagę, że szybki wzrost gospodarczy w rozwijających się krajach Azji prowadzi do wzrostu popytu w tych krajach na produkty eksportowe strefy euro, oddziałując w kierunku wzrostu jej PKB. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że ożywienie aktywności w strefie euro jest wyraźnie słabsze niż w Stanach Zjednoczonych, przy czym zdaniem niektórych członków Rady jest to w dużej mierze efektem relatywnie większej skali ekspansji fiskalnej i monetarnej w gospodarce amerykańskiej w minionym okresie. Członkowie ci wskazywali, że wciąż niekorzystna sytuacja na rynku pracy w strefie euro przyczynia się do ograniczania popytu konsumpcyjnego, co znalazło odzwierciedlenie w spadku sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2010 r. Podkreślano jednak, że ważną przyczyną tego spadku były także niekorzystne warunki pogodowe.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji fiskalnej głównych gospodarek rozwiniętych. Oceniano, że będące efektem wprowadzonych wcześniej programów stymulujących koniunkturę narastanie długu publicznego w Stanach Zjednoczonych i strefie euro stanowi główny czynnik ryzyka dla ich wzrostu gospodarczego. Z jednej strony ograniczenie deficytów budżetowych, choć sprzyjałoby wzrostowi gospodarczemu w dłuższej perspektywie, może doprowadzić do ponownego spadku aktywności w tych gospodarkach w krótkim okresie. Z drugiej strony utrzymywanie luźnej polityki fiskalnej byłoby czynnikiem osłabiającym wzrost gospodarczy ze względu na wywołany tym wzrost długoterminowych stóp procentowych.

Odnosząc się do sytuacji w Grecji, część członków Rady wskazywała, że kryzys fiskalny w tym kraju prowadzi do napięć na międzynarodowych rynkach finansowych i wzrostu rynkowych stóp procentowych także w innych gospodarkach, zwłaszcza w tych krajach członkowskich strefy euro, które cechują się szczególnie dużą nierównowagą fiskalną. Różnice w stanie finansów publicznych oraz w zdolności do jego poprawy pogłębiają zróżnicowanie perspektyw wzrostu w poszczególnych gospodarkach tej strefy. Zdaniem tych członków Rady ewentualna niewypłacalność rządu Grecji doprowadziłaby do strat działających w Europie instytucji finansowych posiadających greckie

skarbowe papiery wartościowe, co mogłoby przyczynić się do ponownego ograniczenia dostępu europejskich przedsiębiorstw do kredytu bankowego. Istotnie zwiększałyby również niepewność podmiotów gospodarczych odnośnie do przyszłej sytuacji ekonomicznej, prowadząc do spadku aktywności gospodarczej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że udzielenie Grecji pomocy finansowej przez inne państwa strefy euro wprawdzie przyczyni się do zażegnania aktualnego kryzysu, jednak w dalszej perspektywie może przełożyć się na spadek zaufania uczestników rynków finansowych do polityki fiskalnej w krajach strefy euro. To z kolei oddziaływałoby w kierunku, z jednej strony, wzrostu rynkowych stóp procentowych w tych gospodarkach oraz, z drugiej strony, osłabienia kursu euro i zwiększenia zmienności kursów innych walut, w tym złotego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, wskazywano na nieznacznie zrewidowane w górę dane o PKB w IV kw. 2009 r. oraz lepsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Podkreślano przy tym, że ożywienie koniunktury dotyczy w największym stopniu sektora przemysłowego. Część członków Rady wskazywała, że produkcja sprzedana przemysłu w marcu 2010 r. osiągnęła poziom wyższy niż przed spowolnieniem gospodarczym, a jej wzrost w ostatnim okresie objął większość działów. Zwracali oni uwagę na poprawę w I kw. 2010 r. oczekiwań przedsiębiorstw odnośnie do ich sytuacji ekonomicznej i przyszłego popytu, a także na fakt, że choć ożywienie gospodarcze nie przekłada się jeszcze na wzrost aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, większy niż w ostatnich kwartałach odsetek firm ankietowanych przez NBP kontynuuje wcześniej rozpoczęte projekty inwestycyjne. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dodatni wkład do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może mieć zmiana stanu zapasów, na co wskazuje zmniejszenie się odsetka ankietowanych przedsiębiorstw informujących o zbyt wysokich zapasach produktów gotowych i wzrost odsetka firm oceniających zapasy jako zbyt niskie. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na pogłębienie się spadku rocznej dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w IV kw. 2009 r., a także na spadek produkcji budowlano-montażowej i wciąż niską dynamikę sprzedaży detalicznej w całym I kw. 2010 r. Rada podkreślała także, że perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce zależą w dużym stopniu od rozwoju sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w tym od tego, w jaki sposób zostanie rozwiązany kryzys fiskalny w Grecji i problemy fiskalne innych gospodarek.

Część członków Rady argumentowała, że możliwe utrzymywanie się słabej aktywności gospodarczej w strefie euro, która jest głównym partnerem handlowym Polski, będzie ograniczać wzrost polskiego eksportu, oddziałując w kierunku spowolnienia wzrostu krajowego PKB. Inni członkowie Rady wskazywali, że – pomimo niskiej aktywności gospodarczej w strefie euro – w ostatnich miesiącach polski eksport systematycznie się zwiększał, do czego przyczyniał się rosnący popyt krajów azjatyckich na europejskie produkty, w produkcji których wykorzystywane są wytwarzane w Polsce dobra pośrednie. Zwracali oni także uwagę, że w świetle badań ankietowych NBP sytuacja polskich eksporterów poprawia się, a opłacalność eksportu jest wysoka pomimo aprecjacji kursu złotego.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na dane za marzec 2010 r. sygnalizujące możliwość wyhamowania niekorzystnych tendencji na tym rynku: przyspieszenie rocznej dynamiki wynagrodzeń i pewną stabilizację zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, stabilizację stopy bezrobocia (po usunięciu czynników o charakterze sezonowym) oraz wzrost liczby nowych ofert pracy. Część członków Rady argumentowała, że na pewną poprawę sytuacji na rynku pracy w I kw. 2010 r. wskazują również wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw prowadzonych przez NBP, w świetle których prawdopodobne jest przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w kolejnym kwartale. Inni członkowie Rady oceniali, że poprawa sytuacji na rynku pracy będzie następować powoli i może nie dotyczyć niektórych sektorów gospodarki, w tym zwłaszcza budownictwa.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji wskazywano, że w marcu 2010 r. roczna inflacja CPI spadła do poziomu bliskiego celowi inflacyjnemu NBP; obniżyły się także wszystkie miary inflacji

bazowej oraz wskaźnik HICP, a wskaźnik PPI był nadal ujemny. Część członków Rady wskazywała jednak, że za spadek inflacji CPI w marcu w istotnej mierze odpowiadały niższe roczne dynamiki cen żywności oraz cen usług internetowych, na które zdaniem tych członków Rady w niewielkim stopniu wpływają zmiany presji popytowej. Oceniali oni w tym kontekście, że presję popytową może lepiej odzwierciedlać dynamika cen w kategorii *restauracje i hotele*, która jest nadal relatywnie wysoka. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że Polska od wielu miesięcy nie spełnia kryterium stabilności cen z Maastricht.

Analizując perspektywy inflacji, część członków Rady wskazywała, że według dostępnych prognoz w nadchodzących miesiącach inflacja CPI będzie kształtować się poniżej celu inflacyjnego NBP. Przyczynią się do tego przede wszystkim: umiarkowana presja popytowa, odzwierciedlona w niskim stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych, obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego oraz niska dynamika kosztów pracy w gospodarce, w tym ich spadek w przemyśle. Zdaniem tych członków Rady, ograniczeniu presji popytowej sprzyjać będą relatywnie wysoka stopa bezrobocia oraz niska dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego, w tym spadek kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie oceniano, że czynnikiem hamującym spadek inflacji może być wzrost cen surowców na rynkach światowych (choć efekt ten może być łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego), a także utrzymywanie się podwyższonej dynamiki niektórych cen administrowanych. Inni członkowie Rady oceniali, że kształtowanie się rocznego wskaźnika CPI wyraźnie poniżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres jest mało prawdopodobne, ponieważ ożywienie aktywności w polskiej gospodarce i prawdopodobna w świetle najnowszych danych poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym zwłaszcza możliwe przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń będą prowadzić do stopniowego wzrostu presji popytowej i kosztowej. Argumentowali oni, że spadek jednostkowych kosztów pracy jest typowy dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego, a wraz z dalszym ożywieniem aktywności gospodarczej można oczekiwać wzrostu ich dynamiki. Ponadto – w ocenie tych członków Rady – spadek kredytu dla przedsiębiorstw może odzwierciedlać niskie zapotrzebowanie firm na kredyt związane z ich dobrą sytuacją finansową. Podkreślano jednak, że w ocenie banków spadek popytu na kredyt dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, a popyt małych i średnich przedsiębiorstw na kredyt rośnie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na dane dotyczące przemysłu wskazujące, że w porównaniu z sytuacją sprzed spowolnienia gospodarczego najwyższy przyrost produkcji sprzedanej odnotowano w przypadku dóbr konsumpcyjnych. Zdaniem tych członków Rady może to oznaczać, że wykorzystanie mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach produkujących dobra konsumpcyjne jest większe niż przeciętnie w sektorze przemysłowym, co może mieć znaczenie przy ocenie przyszłej dynamiki cen tych dóbr. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dobra konsumpcyjne należą do dóbr podlegających międzynarodowej wymianie handlowej, co powinno hamować wzrost ich cen nawet przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych w wytwarzających je przedsiębiorstwach.

Członkowie Rady odnosili się także do niekorzystnej sytuacji sektora finansów publicznych. Wskazywano, że luźna polityka fiskalna poprzez duże emisje skarbowych papierów wartościowych przyczynia się do wzrostu zaangażowania nierezydentów na rynku obligacji. Zwiększa to wrażliwość polskiej gospodarki na ewentualne zawirowania na globalnych rynkach finansowych powodujące odpływ kapitału z gospodarek wschodzących. Część członków Rady oceniała, że w razie braku konsolidacji finansów publicznych koszty finansowania długu publicznego będą rosły, również ze względu na możliwy w takiej sytuacji wzrost oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych. Zwracali oni przy tym uwagę, że rentowność skarbowych papierów wartościowych w Polsce jest obecnie wyższa niż w niektórych krajach regionu. Inni członkowie Rady byli zdania, że bieżąca nierównowaga fiskalna nie stwarza bezpośredniego ryzyka wzrostu inflacji przy tak niskiej jak obecnie presji inflacyjnej, jednak podzielali opinię, że w dłuższej perspektywie utrzymanie takiej nierównowagi byłoby czynnikiem ograniczającym tempo wzrostu PKB.

Odnosząc się do kursu złotego, część członków Rady oceniała, że na jego kształtowanie się mogły wpływać oczekiwania odnośnie do przyszłych zmian dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że kurs złotego jest w dużej mierze kształtowany przez inne czynniki niż bieżący i oczekiwany dysparytet stóp procentowych, w tym zwłaszcza przez zmiany nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

Rada oceniła, że niska presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do wpływu sytuacji w otoczeniu zewnętrznym na perspektywę wzrostu gospodarczego w Polsce uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

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

*Data publikacji: 20 maja 2010 r.*