

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 30 CZERWCA 2010 R.**

---

Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce, sytuacji gospodarczej w gospodarce światowej, ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro, oraz stanu sektora finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że ostatnie dane wskazują na stabilizację wzrostu gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że struktura wzrostu gospodarczego w I kw. br., w tym duży udział przyrostu zapasów, może sygnalizować niższą dynamikę PKB w najbliższym okresie. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niekorzystnie na PKB w II kw. br. mogła wpłynąć powódź.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wyrażała opinię, że jego znaczące przyspieszenie jest obecnie mało prawdopodobne. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce będzie niska aktywność gospodarcza w strefie euro. Zwracano w szczególności uwagę na zagrożenia dla perspektyw niemieckiego eksportu, a konsekwencji także polskiego, wynikające z narastania nierównowagi makroekonomicznej w Chinach, związanego z szybkim wzrostem gospodarczym w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na konieczność innego spojrzenia na zależność między wzrostem gospodarczym w Europie Zachodniej a dynamiką polskiego eksportu do tego regionu. Podkreślali oni, że trzeba zaakceptować nowe realia, iż Europa Zachodnia będzie rosła w najbliższych latach w tempie 1-1,5% rocznie, co nie powinno jednak przeszkodzić corocznemu wzrostowi polskiego eksportu o 6-10%. Jednocześnie zwracali oni uwagę, że od 2004 r. do rozpoczęcia kryzysu polski eksport rósł w tempie 14-23% rocznie, mimo że wzrost PKB w Europie Zachodniej wynosił wtedy zaledwie 2-2,5% rocznie.

Część członków Rady podkreślała, że większym zagrożeniem dla krajowego wzrostu gospodarczego niż brak wyraźnego ożywienia aktywności w strefie euro, mogłoby być nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w związku z nierównowagą fiskalną w części krajów Europy Zachodniej oraz ewentualnymi problemami instytucji finansowych z krajów europejskich. Jednakże, zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB w Polsce będzie oddziaływać dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwość szybszej niż się obecnie oczekuje odbudowy popytu krajowego, czemu może sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat inwestycji przedsiębiorstw, wskazywano, że są one obecnie ograniczane przez niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, stosunkowo niskie tempo wzrostu popytu oraz dużą niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i zmian w finansach publicznych. Zdaniem części członków Rady inwestycje przedsiębiorstw mogą się zatem kształtować na niskim poziomie także w najbliższych latach. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw w reakcji na ożywienie popytu może być równie szybki, jak ich spadek w okresie kryzysu. W opinii tych członków Rady szybkemu ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw może sprzyjać ich bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym sytuacja płynnościowa.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie akcji kredytowej będzie miało niekorzystny wpływ na kształtowanie się inwestycji, w szczególności inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw, których sytuacja finansowa nie jest tak dobra jak sytuacja dużych przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że prawie 2/3 przedsiębiorstw w Polsce nie korzysta z kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji, w związku z tym polityka kredytowa banków nie będzie znacząco ograniczać działalności inwestycyjnej tych podmiotów. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niska obecnie dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest wynikiem niskiego popytu na kredyt, co jest związane z niską aktywnością inwestycyjną i jest charakterystyczne dla wczesnej fazy ożywienia.

Analizując wyniki czerwcowej projekcji PKB z modelu NECMOD, część członków Rady oceniała, że zakładane w projekcji silne przyspieszenie inwestycji publicznych i absorpcji funduszy unijnych w okresie poprzedzającym mistrzostwa Euro 2012 jest mało prawdopodobne. Ze względu na to oraz ze względu na niższą dynamikę wzrostu gospodarczego za granicą, zdaniem tych członków Rady, w 2011 r. można oczekiwać niższej niż w projekcji dynamiki inwestycji i PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych w Polsce, część członków Rady uznała, że obecna faza ożywienia wzrostu gospodarczego ma charakter bezinflacyjny. Zwracano uwagę, że do utrzymania niskiej inflacji w najbliższym okresie przyczynić się będą ujemna luka popytowa oraz niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady oceniała, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ osłabienia kursu złotego na inflację w Polsce może być ograniczany przez duży udział w imporcie handlu wewnątrz-korporacyjnego.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że ze względu na utrzymujący się niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych i wysokie bezrobocie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie zagraża stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że nawet umiarkowane przyspieszenie wzrostu PKB może prowadzić do wzrostu presji popytowej. W wyniku światowego kryzysu gospodarczego prawdopodobnie obniżyło się bowiem tempo wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że zarówno czerwcową projekcją z modelu NECMOD, jak i inne prognozy sporządzane w NBP wskazują na wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami czerwcowej projekcji prawdopodobieństwo tego, że inflacja ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest dwa razy wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego. Argumentowali oni, że inflacja CPI może kształtować się na wyższym poziomie niż wynikałoby to z centralnej ścieżki projekcji. Złożyć się na to może zarówno szybszy niż w projekcji wzrost cen żywności i energii, jak i wcześniejsze niż wynikałoby z niej nasilenie się presji płacowej w polskiej gospodarce. Wyrażali oni pogląd, że na możliwość szybszego wzrostu cen żywności i energii w horyzoncie najbliższych dwunastu miesięcy niż wynika to z projekcji wskazują prognozy krótkookresowe sporządzane w NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, także w dłuższym horyzoncie ceny surowców energetycznych na świecie, a w konsekwencji ceny energii w Polsce, mogą rosnąć szybciej niż oczekuje się w projekcji.

Odnosząc się do wyników czerwcowej projekcji dotyczących kształtowania się wynagrodzeń w gospodarce, część członków Rady wskazywała, że relatywnie niska dynamika płac w kolejnych kwartałach wynika z założenia o niepełnym dostosowaniu zatrudnienia do spadku popytu w okresie spowolnienia gospodarczego (tzw. chomikowanie pracy). Jednocześnie zwracali oni uwagę, że owo „chomikowanie pracy” można przypisać rosnącej specjalizacji przedsiębiorstw skutkującej wzrostem kosztów związanych z rotacją pracowników oraz spadkowi zasobu wykwalifikowanej siły roboczej w wyniku emigracji. Przy takich źródłach tego zjawiska, zdaniem tych członków Rady, może być ono czynnikiem wzmacniającym, inaczej niż w poprzednim okresie wychodzenia

ze spowolnienia, presję płacową. Członkowie ci podkreślali, że wyższą niż w projekcji dynamikę wynagrodzeń w gospodarce w nadchodzących kwartałach mogą sygnalizować: przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw na początku II kw. br., wysoka dynamika płac w sektorze publicznym w I kw. br. oraz relatywnie wysokie poziomy liczebności ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego.

Zdaniem tych członków Rady do szybszego wzrostu wynagrodzeń może przyczynić się także dobra sytuacja finansowa firm, w tym przedsiębiorstw z sektora publicznego, która może zmniejszyć ich odporność na żądania płacowe pracowników. Podobnie mogą działać, z jednej strony, zmiany w regulacjach dotyczących określania płac w sektorze publicznym, zwiększające swobodę ich kształtowania, a z drugiej zaś planowana na koniec 2010 r. podwyżka płacy minimalnej. Członkowie ci oceniali, że obserwowana ostatnio wysoka dynamika płac w górnictwie może wzmacniać żądania płacowe w innych przedsiębiorstwach sektora publicznego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac w gospodarce będzie nadal relatywnie wysokie bezrobocie.

Część członków Rady argumentowała, że wyższa niż w projekcji może być także dynamika liczebności pracujących w gospodarce. Wskazuje na to stopniowo rosnące zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, którego zmiany miały w przeszłości wyprzedzający charakter w stosunku do zmian zatrudnienia w całej gospodarce. Zarówno szybsze niż wynikałoby z projekcji tempo wzrostu płac, jak i wyższa dynamika liczebności pracujących, oznaczałyby większą presję na inflację ze strony rynku pracy oraz podwyższałyby dynamikę popytu konsumpcyjnego.

Dyskutując na temat nierównowagi fiskalnej w krajach Europy Zachodniej, zwracano uwagę na dużą niepewność odnośnie do realizacji planów jej ograniczania. Podkreślano, że przeprowadzenie konsolidacji finansów publicznych w części krajów strefy euro jest konieczne, ponieważ jej brak groziłby nasileniem się zaburzeń na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała, że konsolidacja fiskalna może niekorzystnie wpłynąć na wzrost gospodarczy u partnerów handlowych Polski, a w konsekwencji na polski eksport. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że skutkiem zacieśnienia polityki fiskalnej może być ożywienie popytu prywatnego i przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach europejskich (tj. mogą wystąpić tzw. nie-keynesowskie skutki zacieśnienia fiskalnego). Natomiast w krajach, w których nie dojdzie do konsolidacji finansów publicznych lub kontynuowana będzie ekspansywna polityka fiskalna, wzrost gospodarczy może się obniżyć w związku z niekorzystnym oddziaływaniem nierównowagi fiskalnej na popyt prywatny. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost gospodarczy będzie w dużym stopniu zależeć od struktury dostosowań fiskalnych (w tym w szczególności od tego, czy deficyt będzie ograniczany głównie przez podwyżki podatków czy redukcje wydatków oraz od tego, jakie wydatki będą zmniejszane). Podkreślali oni także, że wystąpienie ekspansywnych efektów zacieśnienia fiskalnego zależy od wiarygodności polityki ograniczania nierównowagi fiskalnej.

Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że skala planowanego zacieśnienia fiskalnego w krajach Europy Zachodniej nie jest znacząca. Zdaniem tych członków Rady wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost gospodarczy będzie więc niewielki. Podkreślali oni, że w warunkach niskich stóp procentowych mało prawdopodobne jest wystąpienie silnych nie-keynesowskich efektów zacieśnienia fiskalnego.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji finansów publicznych w Polsce. Zwracano uwagę, że duża płynność na międzynarodowych rynkach finansowych ułatwia obecnie finansowanie deficytu budżetu państwa, a sytuacja finansów publicznych w Polsce jest dotychczas korzystniejsza niż w wielu krajach europejskich. Część członków Rady wskazywała, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w Polsce będzie się poprawiać relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB, stanowiąca ważny wskaźnik wykorzystywany przez inwestorów przy ocenie ryzyka kredytowego kraju. Większość członków Rady podkreślała jednak, że samo ożywienie

gospodarcze nie będzie wystarczające dla ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych w Polsce do niskiego poziomu i niezbędne jest podjęcie działań zmierzających do racjonalizacji wydatków publicznych. Wskazywano, że gdyby doszło do konsolidacji finansów publicznych w pozostałych gospodarkach europejskich, a w Polsce utrzymywałyby się wysoki deficyt sektora finansów publicznych, mogłyby wzrosnąć koszty jego finansowania.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że znaczące ograniczenie nierównowagi finansów publicznych w Polsce jest mało prawdopodobne w najbliższym okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że dotychczas nie przedstawiono projektów aktów prawnych, które pozwalałyby na istotne ograniczenie deficytu budżetu państwa w najbliższych latach. Część członków Rady wskazywała przy tym, że ze względu na przesunięcia części wydatków poza budżet państwa, bieżące dane o wykonaniu budżetu państwa nie pozwalają na ocenę sytuacji całego sektora finansów publicznych. Podkreślano, że przy utrzymywaniu się wysokiego deficytu tego sektora, niezbędne może być prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w Polsce, wskazywano, że wobec braku wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego strefy euro można oczekiwać, iż stopy procentowe w tym regionie będą kształtować się przez dłuższy okres na niskim poziomie. W opinii części członków Rady jest to jeden z czynników, który powinien być brany pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na obserwowane w ostatnich latach różnice w przebiegu cyklu koniunkturalnego w Polsce i strefie euro, dostosowanie parametrów polityki pieniężnej może być potrzebne w Polsce wcześniej niż w strefie euro.

Dyskutując na temat wpływu dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy, część członków Rady wskazywała, że dysparytet ten nie ma obecnie istotnego wpływu na kształtowanie się kursów walut, na co wskazuje podobne kształtowanie się kursów walut gospodarek wschodzących, niezależnie od tego czy rozpoczęły one już proces zacieśniania polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali, że jeżeli w wielu krajach utrzymywać się będą napięcia w finansach publicznych, to wrażliwość kursu walutowego na zmiany stóp procentowych może pozostać ograniczona.

Dyskutując na temat kształtowania się kursu złotego, część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na proces realnej konwergencji w dłuższym okresie powinna mieć miejsce aprecjacja realnego kursu złotego. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w ostatnich latach kurs złotego cechował się dużą zmiennością. Zwracano uwagę, że obecnie istotny wpływ na kształtowanie się kursu złotego mają zmiany nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zdaniem tych członków Rady, wobec prawdopodobnego utrzymywania się wysokiej awersji do ryzyka na rynkach finansowych, w najbliższym okresie kształtowanie się kursu złotego nie będzie czynnikiem ograniczającym inflację w polskiej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że obecne osłabienie złotego może mieć charakter przejściowy.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych w Polsce, oceniono, że niepewność sytuacji w otoczeniu zewnętrznym i jej wpływ na polską gospodarkę, w tym na kształtowanie się kursu złotego, uzasadnia pozostawienie stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie.

Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe w Polsce kształtują się obecnie na poziomie niższym od stopy naturalnej dla polskiej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady dalsze ożywienie wzrostu gospodarczego i rosnące ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP może przemawiać za podwyżkami stóp procentowych. Natomiast inni członkowie Rady oceniali, że brak wyraźnego ożywienia koniunktury w strefie euro, ograniczona aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw oraz brak ożywienia akcji kredytowej dla tych podmiotów mogą uzasadniać utrzymanie dotychczasowej polityki pieniężnej.

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: 15 lipca 2010 r.*