

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 31 MARCA 2010 R.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce, kształtowania się kursu złotego, sytuacji sektora finansów publicznych oraz przyszłej polityki pieniężnej.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki wskazywano na dalszy wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, szczególnie widoczny w sektorze przemysłowym. Oceniano, że stabilizacja stopy bezrobocia i wolniejszy niż we wcześniejszym okresie spadek zatrudnienia mogą sygnalizować stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Jednocześnie podkreślano, że w lutym pogorszyły się nastroje amerykańskich konsumentów, co mogło być związane z nadal wysokim poziomem bezrobocia i pogorszeniem się sytuacji na rynku nieruchomości. Część członków Rady argumentowała, że ograniczona skala akcji kredytowej dla sektora prywatnego i zła sytuacja na rynku nieruchomości z jednej strony oraz utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy z drugiej strony stanowią czynniki ryzyka dla trwałego ożywienia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

Analizując sytuację w strefie euro wskazywano, że poprawa koniunktury następuje tam wyraźnie wolniej niż w Stanach Zjednoczonych, choć – podobnie jak w gospodarce amerykańskiej – coraz wolniejszy spadek zatrudnienia i stabilizacja stopy bezrobocia mogą sygnalizować powolne wyhamowanie negatywnych tendencji na rynku pracy. Argumentowano też, że w nadchodzącym okresie w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej w strefie euro będzie oddziaływać rosnący popyt gospodarek rozwijających się, głównie z Azji. Część członków Rady wskazywała jednak, że na perspektywy eksportu strefy euro może niekorzystnie oddziaływać struktura geograficzna tego eksportu oraz zmniejszenie konkurencyjności gospodarki niemieckiej związane ze wzrostem jednostkowych kosztów pracy w tej gospodarce w ostatnim czasie. Oceniano także, że najnowsze dane miesięczne, w tym spadek sprzedaży detalicznej i pogorszenie się niektórych wskaźników koniunktury w styczniu, mogą wskazywać na utrzymywanie się słabego popytu wewnętrznego w strefie euro. Zdaniem niektórych członków Rady dane o PKB za IV kw. 2009 r. oraz najnowsze dane miesięczne mogą wskazywać, że poprawa aktywności w tej gospodarce mogła być przejściowa i stanowić w dużej mierze efekt rządowych programów stymulacji koniunktury.

W tym kontekście wskazywano na utrzymywanie się niepewności odnośnie do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. Niepewność ta jest związana dla części Rady przede wszystkim z napięciami na rynkach finansowych wywołanymi problemami finansowymi części krajów strefy euro, zwłaszcza Grecji oraz ze stopniowym ograniczaniem stopnia ekspansywności polityki makroekonomicznej w największych gospodarkach europejskich i Stanach Zjednoczonych. Zdaniem innych członków Rady niepewność ta wynika głównie z narastania długu publicznego w wielu krajach. Analizując czynniki zwiększające niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej oraz inflacji CPI i PPI w Chinach, co może wskazywać na narastającą nierównowagę w tej gospodarce. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na silne powiązania handlowe między Chinami i strefą euro ewentualne osłabienie koniunktury w Chinach

miałoby negatywne konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych podkreślano, że stopniowo wycofują się one z niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Oceniano przy tym, że ze względu na słabe jeszcze ożywienie aktywności gospodarczej na świecie i niską presję inflacyjną w głównych gospodarkach rozwiniętych, w najbliższym okresie nie należy oczekiwać podwyższenia stóp procentowych w tych gospodarkach. Jednocześnie wskazywano, że w niektórych krajach regionu w ostatnim okresie nastąpiło dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w niektórych gospodarkach rozwiniętych rozpoczęto już cykl podwyżek stóp procentowych.

Dyskutując na temat sytuacji w polskiej gospodarce zwracano uwagę, że w IV kw. 2009 r. roczna dynamika popytu wewnętrznego była nadal relatywnie niska, a do wzrostu PKB przyczynił się przede wszystkim eksport netto. Jednocześnie oceniano, że w świetle najnowszych miesięcznych danych ożywienie aktywności gospodarczej dotyczy w największym stopniu przemysłu, tj. sektora, który został najsilniej dotknięty spowolnieniem gospodarczym. Zwracano także uwagę na gorsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej oraz silny spadek produkcji budowlano-montażowej w pierwszych miesiącach 2010 r., choć jednocześnie oceniano, że dane te mogły być zaburzone przez niekorzystne warunki pogodowe i w kolejnych miesiącach można oczekiwać pewnej ich poprawy. Część członków Rady wskazywała, że obniżenie się dynamiki sprzedaży detalicznej może wskazywać na opóźnione dostosowanie popytu gospodarstw domowych do warunków spowolnienia gospodarczego. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wyraźnie mniejsza niż przed rokiem skala akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw może sygnalizować niski wzrost inwestycji tego sektora. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że obserwowany w ostatnich miesiącach wzrostowy trend części wskaźników koniunktury konsumenckiej może sygnalizować ożywienie popytu konsumpcyjnego w nadchodzącym okresie. Argumentowali oni także, że niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw odzwierciedla ich niskie zapotrzebowanie na kredyt, będące efektem bardzo dobrych wyników finansowych i wysokiej płynności przedsiębiorstw. Zdaniem tych członków Rady, taką ocenę mogą potwierdzać wyniki badań koniunktury NBP, w świetle których w IV kw. 2009 r. obniżył się odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt, wzrósł natomiast odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych. Ponadto oceniali oni, że w nadchodzącym okresie wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych może ponownie przyspieszyć, na co wskazują prognozy banków komercyjnych.

Omawiając kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych, wskazywano na wyraźny spadek rocznej inflacji CPI w lutym 2010 r., na który złożył się spadek rocznych wskaźników cen paliw i nośników energii oraz cen żywności, a także obniżenie się inflacji bazowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle dostępnych prognoz w najbliższych miesiącach inflacja będzie się obniżać, na co wpłyną przede wszystkim statystyczne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych w 2009 r., obserwowana dotychczas aprecjacja kursu złotego, umiarkowane tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz niska obecnie presja popytowa. Wskazywali oni, że presja popytowa jest niska ze względu na nadal niekorzystną sytuację na rynku pracy odzwierciedloną w spadku liczby pracujących według BAEL w IV kw. 2009 r. i w ograniczonym wzroście wynagrodzeń, a także na niską dynamikę kredytów dla sektora niefinansowego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji w najbliższym okresie może być ograniczany przez wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz cen gazu dla odbiorców indywidualnych na rynku krajowym. W ocenie części Rady w dalszej perspektywie presja inflacyjna będzie się zwiększać ze względu na wzrost presji popytowej związanej z ożywieniem aktywności gospodarczej i nierównowagą sektora finansów publicznych, a także na możliwe nasilenie presji płacowej w części tego sektora. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że

pomimo spadku, w ostatnim okresie inflacja była wyższa niż to wynikało z wcześniejszych prognoz.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kwestii spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady podkreślała, że dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, znacząco przewyższa szacowaną wartość referencyjną dla tego kryterium. Członkowie ci zwracali uwagę, że dalsze utrzymywanie się obserwowanych w ostatnim roku dodatnich różnic między zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych (HICP) a wskaźnikiem CPI oraz ewentualne uwzględnienie w przyszłości cen usług związanych z użytkowaniem mieszkań przez właścicieli we wskaźniku HICP mogłyby wpływać na perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium stabilności cen.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu złotego, który w ostatnim okresie wyraźnie się umocnił. Część członków Rady oceniała, że tempo aprecjacji kursu może być nadmierne, wskazując, że od lutego 2009 r. złoty umocnił się silniej niż pozostałe waluty regionu. Podkreślali oni, że umocnienie złotego zwiększa stopień restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce i może niekorzystnie wpływać na konkurencyjność polskiego eksportu, hamując ożywienie aktywności gospodarczej. Zwracano również uwagę, że szybka aprecjacja kursu rodzi ryzyko zwiększonych jego wahań w przyszłości. Inni członkowie Rady oceniali, że na zmiany kursu złotego i innych walut regionu w dużym stopniu wpływa sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych, a niedawne umocnienie złotego było związane ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka. Wskazywali także, że aprecjacji złotego sprzyja napływ kapitału zagranicznego na rynek polskich skarbowych papierów wartościowych, związany z dużymi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa. Członkowie ci argumentowali, że ze względu na większą niż w przypadku innych walut regionu skalę wcześniejszej deprecjacji związanej z kryzysem finansowym, pomimo obserwowanego ostatnio umocnienia, kurs złotego nie przewyższa szacowanego kursu równowagi. Zdaniem tych członków Rady obecny poziom kursu złotego nie zmniejsza znacząco konkurencyjności polskiego eksportu, co potwierdzają – ich zdaniem – badania NBP wskazujące na poprawę ocen przedsiębiorstw eksportujących odnośnie do ich bieżącej i oczekiwanej sytuacji. Ponadto członkowie ci wskazywali, że korzystnie na konkurencyjność eksportu oddziałuje spadek jednostkowych kosztów pracy w przemyśle. Oceniali oni także, że dynamika polskiego eksportu jest w większym stopniu zależna od wzrostu wymiany handlowej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski niż od poziomu kursu walutowego, choć jednocześnie podkreślali, że wysoka zmienność kursu może mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora produkującego dobra podlegające międzynarodowej wymianie handlowej w porównaniu do sektora niewytwarzającego takich dóbr.

Członkowie Rady wskazywali na niekorzystną sytuację sektora finansów publicznych, o której świadczy bardzo wysoki zbiorczy deficyt budżetów odnotowany przez jednostki samorządu terytorialnego w 2009 r., a także relatywnie wysoki stopień realizacji rocznego planu deficytu budżetu państwa w pierwszych dwóch miesiącach 2010 r. Część członków Rady oceniała, że możliwe utrzymywanie się słabego popytu konsumpcyjnego oddziaływałoby w kierunku zmniejszenia dochodów z VAT i zwiększenia deficytu budżetowego. Zdaniem tych członków Rady, w świetle dostępnych danych planowane przez rząd działania konsolidacyjne mogą okazać się niewystarczające do ograniczenia nierównowagi sektora finansów publicznych zgodnie z założeniami przedstawionymi w *Programie konwergencji. Aktualizacja 2009*. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że w razie pogłębienia się tych problemów mógłby nastąpić odpływ kapitału zagranicznego oddziałujący w kierunku osłabienia kursu złotego.

Rada oceniła, że umiarkowana presja inflacyjna w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej oraz niepewność odnośnie do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce w połączeniu z dotychczasową aprecjacją kursu złotego uzasadniają pozostawienie stóp procentowych NBP bez zmian na bieżącym posiedzeniu.

Odnosząc się do przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych NBP, niektórzy członkowie Rady stwierdzili, że wobec ryzyka nadmiernego umocnienia kursu złotego, prowadzącego do silnego wzrostu stopnia restrykcyjności warunków monetarnych, można rozważyć ich przejściowe złagodzenie poprzez obniżenie stóp procentowych NBP. Część członków Rady argumentowała, że w obecnej sytuacji obniżenie stóp procentowych jest nieuzasadnione i mogłoby przyczynić się do zwiększenia zmienności cen na rynkach finansowych. Ponadto, w ocenie większości Rady, przejściowe obniżenie stóp procentowych NBP spowodowałoby konieczność silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w dalszej perspektywie.

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: 22 kwietnia 2010 r.*