

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 29 PAŹDZIERNIKA 2008 R.**

---

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw kształtowania się inflacji w kontekście minionej, bieżącej, a przede wszystkim przewidywanej sytuacji gospodarczej.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji na rynku pracy oraz perspektywach przystąpienia Polski do strefy euro. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszlą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze znaczące pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej. Podkreślano, że kryzys sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych przyczynia się do pogłębienia niekorzystnych zmian w realnej sferze gospodarki tego kraju. Zwracano także uwagę na znaczące pogorszenie koniunktury w Wielkiej Brytanii i silne spowolnienie aktywności ekonomicznej w strefie euro, a także znaczące obniżenie prognoz wzrostu dla strefy euro. Ponadto podkreślano, że w nadchodzącym okresie obniżenie aktywności obejmie nie tylko gospodarki rozwinięte, lecz także rozwijające się, w tym kraje Azji oraz Ameryki Łacińskiej. W przypadku gospodarek eksportujących surowce istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego będzie spadek wartości eksportu w wyniku spadku cen surowców, przy czym obniżenie aktywności w gospodarkach wschodzących importujących surowce może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia cen tych surowców. Wskazywano, że obniżenie aktywności w gospodarce światowej ogranicza presję inflacyjną, co skłania banki centralne wielu krajów do łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii wpływu obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz zaburzeń na globalnych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że recesja w strefie euro, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski, spowoduje zmniejszenie popytu na polski eksport. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej oraz wzrost niepewności w otoczeniu zewnętrznym mogą – mimo nadal relatywnie dobrej sytuacji polskiej gospodarki – prowadzić do pogorszenia oczekiwań gospodarstw domowych co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju, a w konsekwencji do osłabienia popytu konsumpcyjnego. Ponadto argumentowano, że wywołany dekonjunkturą na rynkach finansowych spadek wartości aktywów gospodarstw domowych może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki konsumpcji. Wskazywano także, że zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogą niekorzystnie wpływać na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w Polsce. Do obniżenia dynamiki inwestycji mogą przyczyniać się przede wszystkim pogarszające się oczekiwania przedsiębiorców co do przyszłego popytu na rynku zagranicznym i krajowym. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych wzrost premii za ryzyko spowodował wzrost rynkowych stóp procentowych w Polsce, a w konsekwencji wzrost kosztu kredytu, co również będzie przyczyniać się do obniżenia dynamiki inwestycji w nadchodzącym okresie. W tym samym kierunku mogą oddziaływać utrudnienia w pozyskiwaniu kapitału na nowe inwestycje, związane ze

spadkami cen akcji na rynku kapitałowym. Zwracano jednocześnie uwagę na dalsze zaostrzenie przez banki kryteriów przyznawania kredytów. Wśród niekorzystnych efektów obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz kryzysu na globalnych rynkach finansowych wymieniono także możliwe zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski oraz pogorszenie perspektyw finansowania przedsiębiorstw za pomocą kredytów zaciąganych za granicą.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w nadchodzących kwartałach omówione powyżej czynniki będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB. Podkreślano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego sygnalizują m.in. pogarszające się w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury. Podkreślano także, że dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej w III kw. 2008 r. kształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż w pierwszej połowie br. Z drugiej strony część członków Rady wskazywała, że w kierunku ograniczenia spadku dynamiki krajowego PKB oddziaływać będą: napływ środków na cele inwestycyjne z funduszy strukturalnych UE, oczekiwany stosunkowo niski poziom cen ropy naftowej i innych surowców, a także obserwowane od lipca do października br. osłabienie kursu złotego, które – o ile okaże się trwałe – może zmniejszać negatywny wpływ obniżenia aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki na dynamikę polskiego eksportu.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, oceniano, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się presji płacowej mimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Równocześnie zwracano jednak uwagę, że w dalszej perspektywie presja płacowa będzie się obniżać ze względu na zmniejszenie popytu na pracę, na które wskazuje m.in. dalszy spadek rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. Argumentowano także, że ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej można oczekiwać zwiększonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej, a w konsekwencji wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo, co dodatkowo będzie łagodzić presję płacową. Ponadto oceniano, że obserwowany w ostatnich kwartałach silny wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie skutkował utrzymaniem się dynamiki wydajności pracy na relatywnie wysokim poziomie, przyczyniając się do poprawy niekorzystnej relacji pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń a wydajności pracy w nadchodzącym okresie.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce wskazywano, że we wrześniu br. wzrosła inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost inflacji bazowej był jednym z głównych czynników odpowiedzialnych za znaczący wzrost inflacji CPI w okresie ostatniego roku. Podkreślali oni, że istotny wkład do wzrostu inflacji CPI oraz inflacji bazowej miało zwiększenie się dynamiki cen usług. Argumentowali oni, że wysokie tempo wzrostu tych cen w analizowanym okresie wynikało z jednej strony z narastającej presji popytowej (co z kolei – w ocenie tych członków Rady – było efektem obserwowanej w ostatnich kwartałach wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz szybkiego wzrostu kredytów), a z drugiej strony z nasilenia presji kosztowej w wyniku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci wskazywali ponadto na sygnały świadczące o rosnącym udziale wydatków na usługi w wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych, co oznacza, że wpływ cen usług na wskaźnik CPI będzie wzrastał. Zdaniem tych członków uwzględnienie w przyszłym roku tych tendencji w zrewidowanym przez GUS koszyku inflacyjnym może – przy zachowaniu obecnych trendów cenowych – oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w 2009 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obliczu pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego popyt gospodarstw domowych na usługi może ulec obniżeniu, ograniczając tym samym presję na dalszy wzrost ich cen. Równocześnie wskazywali oni, że wzrost cen usług może być związany ze wzrostem popytu na usługi, wynikającym z dostosowywania się struktury konsumpcji w Polsce do zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Członkowie ci argumentowali także, że wysoka roczna dynamika cen niektórych usług (np. w kategorii *restauracje i hotele*) wynika częściowo z wcześniejszych silnych

wzrostów cen żywności, natomiast w przypadku części innych usług wzrosty cen są w dużej mierze związane z niedostateczną konkurencją na rynkach tych usług.

Część członków zwracała uwagę, że w minionym roku na wzrost inflacji CPI duży wpływ miał wzrost cen regulowanych zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych (w szczególności cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośników energii), podkreślając jednocześnie, że również w przyszłości dalszy wzrost tych cen będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia inflacji. Inni członkowie wskazywali, że ze względu na oczekiwane utrzymanie się wysokiego wkładu dynamiki cen regulowanych do inflacji cen konsumpcyjnych, obniżenie inflacji CPI do poziomu celu inflacyjnego wymaga ograniczenia inflacji bazowej poprzez istotne zmniejszenie presji popytowej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, część członków Rady podkreślała, że podwyższone tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wynikało w dużej mierze z wysokiej rocznej dynamiki cen żywności i paliw, zaś w kolejnych miesiącach oczekiwane obniżenie się dynamiki tych cen, związane ze spadkami cen surowców na rynkach światowych, będzie obniżać inflację. Podkreślano jednak przy tym, że trudno obecnie oceniać, na ile trwały okaże się obecny relatywnie niski poziom cen ropy naftowej. Część członków wskazywała, że już we wrześniu br. inflacja CPI obniżyła się pod wpływem silnego spadku rocznej dynamiki cen żywności i paliw. Zwracali oni uwagę, że obniżanie się dynamiki PKB poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego w nadchodzących kwartałach będzie sprzyjać zmniejszeniu presji inflacyjnej. Część członków argumentowała także, że podwyżki cen regulowanych oraz wynikające ze wzrostu rynkowych stóp procentowych zwiększenie obciążenia gospodarstw domowych spłatami wcześniej zaciągniętych kredytów będzie ograniczać wielkość bieżącej konsumpcji, przyczyniając się do zmniejszenia presji popytowej, a w konsekwencji presji inflacyjnej. W kierunku obniżenia inflacji powinno ponadto oddziaływać oczekiwane słabnięcie presji płacowej, a także utrzymanie się deflacyjnego wpływu towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Ponadto członkowie ci oceniali, że ze względu na możliwość znaczącego obniżenia aktywności w polskiej gospodarce, w nadchodzących kwartałach inflacja może okazać się wyraźnie niższa, niż to wynika z październikowej projekcji inflacji z modelu NECMOD. Zdaniem tych członków Rady przy obecnie nadzwyczaj wysokiej niepewności co do perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, znajdującej odzwierciedlenie w znaczących i częstych rewizjach prognoz makroekonomicznych, przydatność prognoz konstruowanych na podstawie modeli ekonometrycznych jest mniejsza niż zwykle. Wskazywano, że ze względu na istotne pogorszenie sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w ramach prac nad październikową projekcją z modelu NECMOD dokonano kwantyfikacji związanych z tym ryzyk, w świetle której prognozowana dynamika PKB oraz inflacja w Polsce będą niższe, niż to wynikało z danych dostępnych do 26 września br. Część członków Rady zwracała także uwagę na inne prognozy inflacji, które w ostatnim okresie były rewidowane w dół.

Inni członkowie Rady byli zdania, że nawet znaczące spowolnienie tempa wzrostu PKB nie doprowadzi do szybkiego obniżenia inflacji, na co wskazuje październikowa projekcja NBP. Członkowie ci zwracali także uwagę na wyniki innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP, według których prognozowana inflacja, pomimo rewizji w dół, utrzyma się w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Ponadto podkreślali oni, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji prognozowana inflacja CPI w 2009 r. będzie kształtować się na poziomie przekraczającym górną granicę odchyień od celu inflacyjnego NBP nawet po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyk wynikających z pogorszenia się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że w świetle październikowej projekcji inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Zwracano także uwagę, że niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych we wrześniu wzrosły. Część członków wskazywała, że oczekiwania co do przyszłej inflacji mogą rosnąć pod wpływem zawirowań na rynkach finansowych i związanej z nimi deprecjacji kursu złotego, obserwowanej w październiku. Równocześnie wskazywano, że we wrześniu obniżyły się oczekiwania inflacyjne analityków

bankowych oraz niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, a zdaniem części członków Rady antycypowane przez gospodarstwa domowe obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może wpłynąć na obniżenie ich oczekiwań co do przyszłej inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były także perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro w kontekście przedstawionego przez Radę Ministrów w październiku br. harmonogramu działań zmierzających do przyjęcia euro. Wskazywano, że prawdopodobieństwo realizacji tego harmonogramu jest uzależnione od poparcia przez wymaganą większość parlamentarną zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że istotnym czynnikiem, który może wpływać na perspektywy przyjęcia euro w Polsce będą zmiany sytuacji na rynkach finansowych. Odnosząc się do perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht, część członków Rady argumentowała, że spowolnienie aktywności gospodarczej w wielu krajach Unii Europejskiej będzie znacznie silniejsze niż w Polsce, co sprawi, że wartość referencyjna dla tego kryterium obniży się w większym stopniu, niż inflacja w Polsce. Zdaniem tych członków Rady oznacza to, że spełnienie tego kryterium w 2011 r. będzie wymagało prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w sytuacji, w której ocena spełnienia przez Polskę kryteriów zbieżności z Maastricht miałyby nastąpić w późniejszym terminie.

Rada podkreślała, że trwałemu spełnieniu kryteriów konwergencji sprzyjałoby przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym zwiększenie konkurencji w niektórych sektorach gospodarki.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na silne osłabienie kursu złotego wobec dolara amerykańskiego i euro obserwowane w październiku. Zwracano przy tym uwagę, że deprecjacja kursu walutowego w październiku była związana z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych i odpływem kapitału zagranicznego i dotyczyła wszystkich krajów regionu stosujących reżim płynnego kursu walutowego, a także wielu innych krajów. W tym kontekście dużo uwagi poświęcono bieżącej sytuacji makroekonomicznej oraz polityce pieniężnej w niektórych małych otwartych gospodarkach. Dyskutując o kursie walutowym, wskazywano, że w sytuacji zwiększonej niepewności zmiany kursu walutowego małych gospodarek otwartych podlegają większym niż zwykle wahaniom. Część członków Rady argumentowała, że wiarygodna perspektywa przystąpienia Polski do strefy euro może ograniczyć zmienność kursu złotego wobec euro, podkreślając jednocześnie, że opóźnienia w tym procesie mogą prowadzić do deprecjacji kursu. Rada dyskutowała także o roli dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi dla kształtowania się kursu złotego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej oraz wzrost niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej w Polsce przy jednocześnie podwyższonym bieżącym i oczekiwanym poziomie inflacji uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie.

Rada dyskutowała także o poziomie stóp procentowych NBP w najbliższym okresie. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego pomimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że przy jednoczesnym silniejszym obniżeniu aktywności, a w konsekwencji presji inflacyjnej w wielu innych krajach Unii Europejskiej może to utrudnić spełnienie przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht. W ocenie tych członków argumenty te przemawiają za utrzymaniem stóp procentowych w nadchodzącym okresie na niezmiennym poziomie. Inni członkowie argumentowali, że obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego będzie prowadzić do obniżenia inflacji do poziomu celu w średnim okresie, przy czym wskazywali oni, że obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może okazać się silniejsze, niż się obecnie ocenia, co w połączeniu ze zmniejszeniem dostępności kredytu, a także utrzymywaniem się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie w wyniku zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych może przyczynić się do obniżenia inflacji

poniżej celu. Zdaniem tych członków Rady argumenty te mogą uzasadniać potrzebę obniżenia stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach.

Członkowie Rady podkreślali, że ocena dotycząca właściwego dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie poziomu stóp procentowych NBP będzie zależeć od danych napływających w kolejnych miesiącach.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

*Data publikacji: 20 listopada 2008 r.*