

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 LISTOPADA 2009 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 perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, kształtowaniu się procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku pracy i rynku kredytowym.

Oceniając sytuację w gospodarkach rozwiniętych wskazywano, że po kilku kwartałach spadku, w III kw. br. wzrósł PKB w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, w tym w Niemczech, Włoszech i Francji, będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Podkreślano jednak, że ożywienie w tych gospodarkach jest w znacznej mierze rezultatem rządowych programów stymulujących koniunkturę. Oceniano, że wraz z zakończeniem programów wspierania koniunktury istnieje ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej w tych krajach przede wszystkim ze względu na możliwość obniżenia dynamiki konsumpcji prywatnej. Zwracano uwagę, że na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych i strefie euro niekorzystnie oddziałuje także spadek kredytów dla przedsiębiorstw, a w dalszej perspektywie – pogarszająca się sytuacja sektora finansów publicznych.

Analizując sytuację gospodarek wschodzących, część członków Rady wskazywała, że ożywienie w tych gospodarkach może nie być wystarczające, aby istotnie zwiększyć dynamikę światowego PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że choć w nadchodzącym okresie można oczekiwać przyspieszenia konsumpcji prywatnej w Chinach, prawdopodobnie nie zrekompensuje to wpływu możliwego osłabienia konsumpcji w Stanach Zjednoczonych na światowy wzrost gospodarczy ze względu na niski – w relacji do globalnego popytu – poziom spożycia indywidualnego w Chinach. Istotnym czynnikiem hamującym wzrost wydatków konsumpcyjnych w tym kraju jest brak powszechnego systemu ubezpieczeń społecznych, co sprawia, że istotna część dochodów gospodarstw domowych jest oszczędzana.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego oceniano, że polska gospodarka znalazła się w fazie ożywienia, na co wskazuje m.in. rosnąca dynamika produkcji przemysłowej oraz bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw w III kw. 2009 r. Zwracano także uwagę, że poprawa koniunktury za granicą (w szczególności w strefie euro) przyczyniła się do wzrostu polskiego eksportu w III kw. br., na co wskazują dane za ostatnie trzy miesiące. Część członków Rady była zdania, że ożywienie będzie stosunkowo powolne, argumentując, że czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Polsce w nadchodzącym okresie może być prawdopodobne ponowne pogorszenie globalnej koniunktury. Zdaniem tych członków Rady, na wzrost polskiego PKB niekorzystnie wpływać będą również: pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, w tym wzrost bezrobocia i spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, oraz spadek kredytów dla przedsiębiorstw i wolniejszy niż w poprzednich latach wzrost kredytu dla gospodarstw domowych, a także trudna sytuacja sektora finansów publicznych.

Inni członkowie Rady byli zdania, że ponowny wyraźny spadek dynamiki PKB w Polsce jest mało prawdopodobny nawet w sytuacji znaczącego pogorszenia światowej koniunktury. Argumentowali oni, że w wyniku globalnego kryzysu finansowego spadek dynamiki PKB w Polsce miał znacznie mniejszą skalę niż w pozostałych krajach Unii Europejskiej i podkreślali, że mimo braku rządowych programów wspierających koniunkturę o skali zbliżonej do tej za granicą, dynamika krajowego PKB pozostała dodatnia. Oceniano, że stosunkowo wysoka odporność polskiej gospodarki na zewnętrzne niekorzystne wstrząsy – zaburzenia na globalnych rynkach finansowych i recesję za granicą – była m.in. efektem niskiej na tle innych krajów UE relacji kredytów do PKB i mniejszej otwartości gospodarki, a także obserwowanego w ostatnich latach dynamicznego rozwoju sektora usług, mniej zależnego od światowej koniunktury. Podkreślano również, że do ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego w istotnym stopniu przyczyniło się wyraźne obniżenie stóp procentowych NBP, a także deprecjacja kursu złotego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano na kontynuację niekorzystnych tendencji, w tym m.in. wzrost bezrobocia rejestrowanego oraz utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki zatrudnienia, jak również spadek realnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w październiku br. Część członków Rady zwracała uwagę, że w świetle październikowej projekcji NBP dynamika nominalnych płac w kolejnych kwartałach ulegnie dalszemu obniżeniu. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ze względu na opóźnienia w procesie dostosowywania poziomu zatrudnienia do tempa wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobny wzrost podaży pracy, w nadchodzącym okresie można oczekiwać dalszego wzrostu bezrobocia mimo poprawy koniunktury. Oceniali oni, że wzrost bezrobocia będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej poprzez osłabienie popytu konsumpcyjnego i ograniczenie presji płacowej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że wzrost bezrobocia może poprzez efekt histerezy negatywnie wpłynąć na wzrost potencjalnego PKB w nadchodzącym okresie.

Analizując zależność między kształtowaniem się inflacji a zmianami na rynku pracy, część członków Rady podkreślała, że podwyższona inflacja przyczyniła się do obniżenia realnych wynagrodzeń, ułatwiając dostosowanie ich poziomu do spadającej dynamiki wydajności pracy. Zdaniem tych członków Rady względnie wysoka elastyczność realnych płac pomogła ograniczyć skalę spadku dynamiki PKB w Polsce w obliczu globalnej recesji. Wskazywali oni także na zjawisko tzw. chomikowania pracy przez przedsiębiorstwa, polegające na niepełnym dostosowaniu zatrudnienia (tj. ograniczaniu zwolnień) w okresie spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony podkreślali oni, że podwyższona inflacja poprzez mechanizm waloryzacji przyczynia się do wzrostu wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych oraz rent i emerytur, co w krótkim okresie oddziałuje w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W ocenie tych członków Rady, wywołany waloryzacją wzrost świadczeń społecznych w sytuacji jednoczesnego spadku dynamiki wynagrodzeń w gospodarce zmniejsza atrakcyjność pracy i może niekorzystnie wpływać na aktywność zawodową Polaków. Przywoływali oni też dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej, które w pierwszych trzech kwartałach 2009 r. – odmiennie niż we wcześniejszym okresie – odnotowały wyższą roczną dynamikę niż płace w sektorze przedsiębiorstw. W ocenie tych członków Rady może to świadczyć o tym, że udział tego sektora w gospodarce narodowej maleje, wobec czego zmiany wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – w którym płace są w dużym stopniu zależne od stanu koniunktury – mogą w przyszłości w mniejszym niż dotychczas stopniu wpływać na kształtowanie się płac w gospodarce.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że w październiku br. roczny wskaźnik CPI obniżył się do 3,1%, do czego przyczynił się przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności i energii; jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała na poziomie 2,9%. Część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymywanie się inflacji bazowej na podwyższonym poziomie jest efektem m.in. systematycznego wzrostu cen usług. Członkowie ci oceniali, że obserwowany w ostatnich latach stopniowy wzrost popytu na usługi, skutkujący zwiększeniem udziału wydatków na nie w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych, utrzyma się także

w kolejnych latach, wobec czego ceny usług będą miały rosnący wpływ na kształtowanie się wskaźnika CPI. Podkreślali oni, że inflacja bazowa nie obniża się mimo wyraźnej ujemnej luki popytowej i wskazywali, że na bieżący poziom rocznego wskaźnika inflacji bazowej może nadal w pewnym stopniu wpływać wysoka presja popytowa obserwowana we wcześniejszym okresie. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że podwyższona inflacja CPI wynika w istotnej mierze z niekorzystnych wstrząsów cenowych, w tym zwłaszcza podwyżek cen regulowanych w 2009 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na odnotowane w ostatnich miesiącach zmniejszenie skali spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, co częściowo jest związane z wcześniejszą deprecjacją złotego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, zwracano uwagę, że w najbliższym okresie roczny wskaźnik CPI będzie kształtować się w dużym stopniu pod wpływem statystycznych efektów bazy: dodatniego, związanego z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r., a następnie ujemnego, związanego ze znacznymi podwyżkami cen administrowanych oraz wzrostem cen żywności na początku br. (pod warunkiem braku równie silnych podwyżek cen administrowanych w 2010 r.). Ze względu na ten pierwszy efekt w najbliższym okresie inflacja przejściowo wzrośnie, natomiast drugi efekt będzie oddziaływał w kierunku jej obniżenia w przyszłym roku. Część członków Rady podkreślała, że w 2010 r. można oczekiwać spadku inflacji CPI poniżej celu inflacyjnego NBP ze względu na prawdopodobne utrzymywanie się ujemnej luki popytowej. Czynnikiem sprzyjającym obniżaniu się inflacji będzie także dotychczasowa aprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek inflacji może być ograniczony przez podwyżki podatków pośrednich i cen administrowanych. Zwracali też uwagę, że inflacja może być wyższa, niż się obecnie oczekuje w przypadku wystąpienia niekorzystnych wstrząsów cenowych na rynkach surowców lub żywności bądź też osłabienia kursu złotego. W opinii tych członków Rady presja inflacyjna w dalszej perspektywie będzie w znacznym stopniu determinowana przez sytuację na rynku pracy i rynku kredytowym.

Odnosząc się do bieżącej sytuacji na krajowym rynku kredytowym, wskazywano na dalsze jej pogorszenie, w tym zwłaszcza na odnotowaną w październiku ujemną – po raz pierwszy od 2004 r. – roczną dynamikę kredytu dla przedsiębiorstw (po korekcie o wpływ wahań kursu złotego) oraz utrzymujące się niższe niż w ubiegłych latach tempo wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych. Część członków Rady argumentowała, że ograniczenie podaży kredytu dla przedsiębiorstw przyczynia się do zmniejszenia ich inwestycji, co ma negatywny wpływ na wzrost PKB. Inni członkowie Rady oceniali, że spadek kredytu wynika w znacznym stopniu ze zmniejszenia popytu na kredyt w związku ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że w świetle danych o wynikach finansowych przedsiębiorstw w III kw. 2009 r., płynność tego sektora utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie, co pozwala firmom na finansowanie bieżącej działalności w dużej mierze ze środków własnych i ogranicza ich zapotrzebowanie na kredyt. Wskazywali również, że kredyt dla gospodarstw domowych nadal rośnie.

Rada analizowała także rozwój rynku kredytowego w dłuższej perspektywie. Część członków Rady wskazywała, że relacja kredytu do PKB w Polsce w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy należała do najniższych w UE. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich latach relacja ta istotnie się zwiększyła. Argumentowali oni, że szybka ekspansja kredytowa w latach poprzedzających globalny kryzys wynikała wprawdzie w znacznym stopniu z procesu konwergencji, jednak utrzymanie tak wysokiego tempa wzrostu kredytu w dłuższym okresie mogłoby prowadzić do narastania nierównowagi na rynku kredytowym. Oceniali oni, że obecne spowolnienie akcji kredytowej stanowi w znacznej mierze zjawisko cykliczne oraz, że przyczyni się ono do bardziej zrównoważonego wzrostu kredytu. Członkowie ci argumentowali, że wraz z ożywieniem wzrostu gospodarczego dynamika kredytu ponownie przyspieszy w związku z procesem konwergencji oraz ze względu na zmiany demograficzne prowadzące do rosnącego popytu na kredyty hipoteczne. W ocenie tych członków Rady, obecna sytuacja na rynku

kredytowym nie wymaga wprowadzenia dodatkowych instrumentów wspierających wzrost akcji kredytowej.

Dyskutując na temat *policy mix* za granicą i w Polsce, część członków Rady wskazywała, że ekspansywna polityka fiskalna wielu krajów prowadzi do wzrostu ich długu publicznego, który – w warunkach dążenia do zachowania stabilności cen – będzie mógł zostać zahamowany jedynie poprzez silne zacieśnienie polityki fiskalnej. Jednocześnie jednak niskie realne stopy procentowe na świecie, do których przyczynia się luźna polityka pieniężna, zmniejszają bieżące koszty finansowania długu publicznego, osłabiając bodźce do przeprowadzenia reform mających na celu poprawę pierwotnego salda sektora finansów publicznych. W tym kontekście członkowie ci zwracali uwagę na potrzebę wprowadzenia działań ograniczających narastanie długu publicznego w Polsce.

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%, a stopa redyskonta weksli 3,75%.

*Data publikacji: 17 grudnia 2009 r.*