

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 MARCA 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 kształtowaniu się krótkoterminowych stóp procentowych w kontekście prowadzonych operacji otwartego rynku, zmianach kursu złotego, perspektywach inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi skutkom modyfikacji zasad operacji otwartego rynku polegającej na ograniczeniu podaży bonów pieniężnych NBP. Konsekwencją tej modyfikacji jest pozostawienie większej płynności w sektorze bankowym i związane z tym obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP. Argumentowano, że ograniczenie podaży bonów NBP w stosunku do zgłaszanego popytu ma na celu zwiększenie aktywności banków komercyjnych na rynku międzybankowym. Zdaniem części uczestników dyskusji dalszą konsekwencją braku możliwości lokowania całości płynnych środków banków w bonach pieniężnych powinno być przeznaczenie ich na rozwój akcji kredytowej. Równocześnie wskazywano, że ograniczenie podaży bonów NBP przełożyło się na zwiększenie zainteresowania banków lokowaniem środków w bonach skarbowych.

Część członków Rady argumentowała, że modyfikacja zasad operacji otwartego rynku przekładająca się na obniżenie poziomu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym poniżej stopy referencyjnej NBP powinna być brana pod uwagę w decyzjach Rady dotyczących zarówno poziomu stóp procentowych NBP, jak i ewentualnych dalszych modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej. Równocześnie zwracali oni uwagę, że zwiększona płynność na rynku międzybankowym może utrudniać stabilizację kursu walutowego. Ponadto Rada uznała, że redukcja stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżenie stopy depozytowej silniej niż pozostałych stóp procentowych NBP nie są obecnie uzasadnione.

Rada dyskutowała także o ewentualnej zmianie zasad oprocentowania i wydłużeniu terminu zapadalności stosowanych przez NBP operacji FX swap.

Odnosząc się do kwestii kursu walutowego zwracano uwagę, że od lutowego posiedzenia Rady nastąpiło zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rola dysparytetu stóp procentowych jest przejściowo ograniczona, a na kształtowanie się kursu nadal największy wpływ mają inne czynniki, głównie o charakterze globalnym i regionalnym, na co wskazuje podobne zachowanie się kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Inni członkowie Rady argumentowali, że na rynku walutowym cały czas utrzymuje się duża zmienność i ryzyko dalszego osłabienia złotego powinno być nadal brane przez Radę pod uwagę. W tym kontekście wskazywano na znaczenie sytuacji makroekonomicznej w innych gospodarkach regionu i wpływ ewentualnych negatywnych wydarzeń w tych krajach na kurs złotego. W ocenie tych członków Rady ważnym czynnikiem niepewności w odniesieniu do kształtowania się kursu złotego jest kwestia perspektywy akcesji Polski do strefy euro.

Dyskutując o kursie walutowym wskazywano, że wcześniejsza znacząca deprecjacja złotego jest głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że osłabienie złotego, poprzez silny wzrost cen paliw, przyczyniło się istotnie do wzrostu inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. Równocześnie jednak część członków Rady podkreślała, że wpływ zmian kursu na inflację będzie prawdopodobnie krótkotrwały, a przełożenie się deprecjacji na ceny krajowe może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w lutym, który okazał się znacznie wyższy od oczekiwań, może być w dużym stopniu związany z wcześniejszym osłabieniem się kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, choć przełożenie wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu na ceny konsumpcyjne nie jest automatyczne, w sytuacji słabnącego popytu zewnętrznego wzrost kosztów produkcji może zostać zrekomensowany podniesieniem cen na rynku krajowym oddziałując w kierunku wyższej inflacji. Członkowi ci zwracali także uwagę, że ewentualne dalsze osłabienie złotego może spowodować, że wygaśnie antyinflacyjny efekt związany z niższą importowaną inflacją.

Podkreślano, że w kierunku wyższej inflacji, oprócz wcześniejszej znacznej deprecjacji kursu złotego, oddziałuje przede wszystkim wzrost cen administrowanych, w tym zwłaszcza cen użytkowania mieszkania i nośników energii. Część członków Rady argumentowała, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się dynamiki tych cen na podwyższonym poziomie, co będzie ograniczało obniżanie się inflacji. Wskazywano również, że czynnikiem niepewności dla inflacji jest kształtowanie się cen żywności w związku z niekorzystnymi zjawiskami występującymi w regionach ważnych z punktu widzenia podaży podstawowych surowców rolnych.

Odnosząc się do innych czynników wpływających na perspektywy inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że pogłębiająca się recesja w gospodarce światowej powodująca presję na spadek inflacji za granicą oraz kształtowanie się cen surowców na relatywnie niskim poziomie – poniżej poziomu uwzględnionego w lutowej projekcji – będą ograniczały inflację w Polsce. Argumentowali oni także, że w warunkach słabnącego popytu zewnętrznego i krajowego spadający popyt na pracę spowoduje szybsze niż przewidywano w lutowej projekcji NBP obniżenie się dynamiki płac, co będzie oddziaływało w kierunku osłabienia dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci oceniali, że wymienione czynniki związane z silnym obniżaniem się presji popytowej w gospodarce sygnalizują szybszy niż w projekcji spadek inflacji, na co wskazują także wyniki krótkookresowych prognoz sporządzanych w NBP.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego za granicą zwracano uwagę na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz na dalsze obniżenie prognoz dla tych gospodarek i związane z tym ryzyko dłuższej niż uwzględniono w lutowej projekcji recesji w gospodarce światowej. Podkreślano, że w reakcji na silny spadek aktywności ekonomicznej oraz zagrożenie stabilności sektora finansowego, główne banki centralne obniżyły stopy procentowe do bardzo niskich poziomów i podjęły działania bezpośrednio zwiększające podaż pieniądza rezerwowego, których celem jest pobudzenie akcji kredytowej oraz obniżenie długoterminowych stóp procentowych. Zwracano równocześnie uwagę na brak dalszych obniżek stóp procentowych przez banki centralne regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że recesja u głównych partnerów handlowych Polski przełożyła się na spadek eksportu i produkcji przemysłowej, o czym świadczą dane za pierwsze miesiące 2009 r. Argumentowano, że słabnący popyt w gospodarce prowadzi do spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, wzrostu bezrobocia oraz obniżenia się dynamiki wynagrodzeń. Równocześnie podkreślano, że pogorszenie się sytuacji na rynku pracy powoduje ograniczenie popytu konsumpcyjnego, co potwierdzają dane o sprzedaży detalicznej. Wskazywano także, że pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw hamuje ich działalność inwestycyjną. Zdaniem części członków Rady wszystkie wymienione czynniki, a więc ograniczenie

popytu zewnętrznego oraz krajowego (zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego) oddziałują w kierunku istotnie niższej niż w lutowej projekcji dynamiki PKB. Inni członkowie Rady podkreślali, że dla perspektyw wzrostu gospodarczego istotne jest również ryzyko dalszej deprecjacji złotego, która poprzez zwiększenie wartości zobowiązań denominowanych w walutach obcych i związany z tym wzrost kosztów obsługi zadłużenia może prowadzić do dodatkowego pogorszenia się sytuacji finansowej gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oddziałując w kierunku niższego PKB.

Analizując sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na wysoką preferencję płynności banków i ich dążenie do pozyskania lokat od sektora niefinansowego poprzez oferowanie wciąż wysokiego oprocentowania depozytów. Wskazywano, że wynikające z tego wysokie koszty finansowania działalności banków przekładają się na podwyższenie marż od nowoudzielanych kredytów. Równocześnie podkreślano jednak, że w pierwszych miesiącach 2009 r. odnotowano obniżenie się oprocentowania depozytów i kredytów w ślad za znaczącą redukcją stóp procentowych NBP. Część uczestników dyskusji argumentowała, że obniżki stóp procentowych NBP powinny doprowadzić do dalszego spadku oprocentowania depozytów zmniejszając koszty finansowania banków i oddziałując w kierunku obniżania oprocentowania kredytów. Zwracano jednak uwagę, że znaczne podniesienie marż przez banki związane jest w dużym stopniu ze wzrostem ryzyka kredytowego i dlatego nie należy oczekiwać istotnego spadku marż.

Część członków Rady podkreślała, że nawet w przypadku niepełnego przełożenia się obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie nowoudzielanych kredytów w bankach komercyjnych, niższe stopy procentowe zmniejszają koszty obsługi już zaciągniętych kredytów, co ma znaczenie dla sytuacji finansowej części gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady wskazywali, że wpływ dalszego obniżania stóp procentowych na rozwój akcji kredytowej banków jest obecnie ograniczony, ponieważ wielkość kredytów w decydującym stopniu zależy obecnie od czynników niezwiązanych bezpośrednio ze stopami procentowymi NBP (takich jak wysoka preferencja płynności oraz wysoka ocena ryzyka kredytowego).

Rada dyskutowała na temat perspektyw przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanej z tym konieczności spełnienia kryteriów konwergencji, w tym przede wszystkim kryterium stabilności cen.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że znaczący spadek aktywności gospodarczej prowadzący do istotnego ograniczenia popytu, w połączeniu z obniżaniem się presji płacowej, a przez to również inflacyjnej, uzasadniają dalsze obniżenie stóp procentowych. Obniżenie stóp procentowych NBP powinno – ich zdaniem – przełożyć się na obniżenie oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych oddziałując w kierunku pobudzenia akcji kredytowej i przeciwdziałając nadmiernemu obniżeniu aktywności gospodarczej. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że decyzja dotycząca stóp procentowych powinna uwzględniać obniżenie się krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym istotnie poniżej stopy referencyjnej NBP wywołane zmianą zasad prowadzenia operacji otwartego rynku. Ponadto wskazywali oni na ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego i spadek realnej stopy procentowej.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Data publikacji: 23 kwietnia 2009 r.