

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 26 SIERPNIĄ 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, średniookresowych perspektywach inflacji, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki zwracano uwagę, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i strefy euro, w tym dane o PKB w II kw. 2009 r., wskazują na wyhamowanie zjawisk recesyjnych w tych gospodarkach. W szczególności podkreślano, że PKB w ujęciu kwartalnym wzrósł w Niemczech i Francji, tj. krajach będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Wskazywano, że do wzrostu PKB mógł przyczynić się rosnący popyt na eksport tych krajów ze strony gospodarki chińskiej, związany z działaniem pakietu fiskalnego wspierającego inwestycje sektora publicznego w Chinach. Zwracano uwagę, że od lipcowego posiedzenia Rady nastąpiła również dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i strefie euro na 2010 r.

Równocześnie podkreślano jednak, że aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na niskim poziomie i obecnie trudno ocenić na ile trwałe okaże się wyhamowanie tendencji recesyjnych i jaka będzie skala ewentualnego ożywienia. Znaczna niepewność co do perspektyw gospodarki światowej związana jest przede wszystkim z wygasaniem w przyszłym roku pakietów stymulacyjnych, które obecnie w istotny sposób przyczyniają się do osłabienia recesji w największych gospodarkach. Niekorzystna sytuacja na rynku pracy, silny wzrost oszczędności i spadek konsumpcji w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro wskazują także, że pakiety stymulacyjne mogą mieć ograniczony wpływ na ożywienie popytu prywatnego. Ważnym uwarunkowaniem globalnego wzrostu gospodarczego będzie również kształtowanie się wzrostu PKB w Chinach. Ocena perspektyw wzrostu gospodarczego jest dodatkowo utrudniana przez utrzymujące się problemy sektora bankowego.

Część członków Rady argumentowała, że wymienione czynniki mogą spowodować, że po okresie przejściowego ożywienia koniunktury związanego bezpośrednio z działaniem pakietów stymulacyjnych, nastąpi ponowne osłabienie tempa wzrostu w gospodarce światowej. W szczególności, członkowie ci argumentowali, że spodziewane ożywienie w strefie euro może nie być trwałe. W tym kontekście wskazywali oni, że mimo pewnej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, większość banków komercyjnych działających w strefie euro nadal zacieśnia politykę kredytową. Inni członkowie Rady oceniali, że mimo utrzymującej się znacznej niepewności, napływające informacje wskazują na poprawę perspektyw wzrostu gospodarki światowej, co może sugerować, że światowa recesja okaże się łagodniejsza niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci wskazywali ponadto, że rosnąca rola krajów azjatyckich w gospodarce światowej może przyczynić się do ożywienia koniunktury w strefie euro mimo słabego popytu wewnętrznego w tej gospodarce.

Analizując procesy inflacyjne za granicą zwracano uwagę, że mimo wzrostu cen surowców, pogłębił się spadek ogólnego poziomu cen w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, przy jednoczesnym dalszym obniżeniu się dodatnich wskaźników inflacji bazowej. Część członków Rady argumentowała, że tendencje te wskazują, iż ewentualne zagrożenia inflacyjne na świecie mają prawdopodobnie raczej charakter długookresowy i w najbliższych kwartałach nie należy oczekiwać, aby główne banki centralne rozpoczęły zaostrzenie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady, utrzymująca się presja na spadek cen w gospodarce światowej wpłynie poprzez ceny importu na ograniczenie inflacji w Polsce. Inni członkowie Rady wskazywali, że ze względu na bezprecedensową skalę działań stymulacyjnych w największych gospodarkach bardzo duże znaczenie dla trwałego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i w konsekwencji dla ustabilizowania inflacji na niskim poziomie będzie miała wiarygodność tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki makroekonomicznej.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane dotyczące krajowej koniunktury nie są jednoznaczne. Z jednej strony, dalszy spadek polskiego eksportu i utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki produkcji przemysłowej (w tym produkcji dóbr zaopatrzeniowych i inwestycyjnych), pogłębienie się spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, wzrost stopy bezrobocia i dalsze ograniczenie akcji kredytowej wskazują na utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Z drugiej strony, wzrosła większość wskaźników koniunktury, co może sygnalizować poprawę sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od stanu koniunktury za granicą i związanego z nią popytu zewnętrznego na polskie produkty. Wskazywano, że czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy w Polsce jest utrzymujący się, choć niższy niż w poprzednich kwartałach, wzrost konsumpcji oraz dodatni wkład eksportu netto związany zarówno z poprawą cenowej konkurencyjności produkcji krajowej względem importu wynikającą z deprecjacji złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r., jak również z działaniem pakietów stymulacyjnych w głównych światowych gospodarkach. W tym kontekście argumentowano, że czynnikami niepewności dla wzrostu PKB w Polsce są trwałość wyhamowania tendencji recesyjnych u głównych partnerów handlowych Polski oraz kształtowanie się kursu walutowego. Część członków Rady wskazywała, że obserwowana w ostatnich miesiącach aprecjacja złotego, poprzez obniżenie konkurencyjności cenowej polskich produktów, może przyczynić się do zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB i oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu spowolnienia w polskiej gospodarce. Członkowie ci argumentowali, że w tym samym kierunku może oddziaływać pogarszanie się sytuacji na rynku pracy, w tym obniżanie się realnego funduszu płac, które może przełożyć się na ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że czynnikiem, który negatywnie wpływa na perspektywy wzrostu PKB jest również ograniczenie podaży kredytów przez banki.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było również kształtowanie się bieżącej i oczekiwanej inflacji. Wskazywano, że do wzrostu inflacji w lipcu br. do 3,6%, tj. powyżej celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%, a także nieznacznie powyżej górnej granicy odchyień od celu określonej na poziomie 3,5%, przyczynił się przede wszystkim silny wzrost cen wyrobów tytoniowych wynikający ze zmian stawek podatku akcyzowego oraz dalszy wzrost cen paliw. Część członków Rady argumentowała, że mimo iż w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie – na co złożą się głównie relatywnie wysoka roczna dynamika cen żywności oraz cen regulowanych – dostępne prognozy wskazują na jej spadek w II poł. 2010 r., do czego powinna przyczynić się ujemna luka popytowa związana z wciąż słabym popytem zewnętrznym i wewnętrznym, utrzymująca się niska presja płacowa, a także dotychczasowa aprecjacja złotego.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja CPI w Polsce charakteryzuje się relatywnie dużą inercją, a biorąc pod uwagę wyniki kolejnych projekcji, horyzont powrotu inflacji do celu wydłuża

się, co nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci wskazywali, że zgodnie z czerwcową projekcją wskaźnik inflacji CPI ma być w latach 2010-2011 niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r. Część członków Rady argumentowała ponadto, że obniżenie się tempa wzrostu produktu potencjalnego w połączeniu z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego może spowodować, że domknięcie się ujemnej luki popytowej nastąpi wcześniej niż oczekiwano. Zwracano także uwagę, że obecnie zarówno inflacja, jak i dynamika PKB w Polsce są istotnie wyższe niż w większości krajów Unii Europejskiej.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego, zwracając uwagę na jego umocnienie w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych, relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce na tle pozostałych krajów UE oraz dostęp do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego zmniejszają ryzyko silnej deprecjacji złotego. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się podwyższoną zmienność kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem wpływającym na kurs złotego może być utrzymujący się dysparytet nominalnych stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi sprzyjający – zwłaszcza w warunkach stabilizowania się sytuacji na rynkach finansowych – napływowi kapitału, co jest odzwierciedlone we wzroście udziału inwestorów zagranicznych w rynku polskich skarbowych papierów wartościowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że dla perspektyw napływu kapitału do krajów Europy Środkowo-Wschodniej większe znaczenie ma nastawienie inwestorów zagranicznych do tego regionu oraz dysparytet w ujęciu realnym, który jest znacznie mniejszy niż w ujęciu nominalnym.

Odnosząc się do sytuacji w sektorze bankowym, wskazywano – z jednej strony – na dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, a z drugiej – na utrzymywanie się na stabilnym poziomie przyrostu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podwyższenie przez banki marż, co powoduje, że obniżenie kosztu nowych kredytów jest mniejsze niż skala dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP. Zdaniem tych członków Rady, w polityce pieniężnej należy uwzględnić zmiany marż wynikające z cyklu koniunkturalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że w obecnej sytuacji działanie kanału kredytowego jest ograniczone, co oznacza, że ewentualne dalsze obniżki stóp procentowych miałyby niewielki efekt podażowy dla rozwoju akcji kredytowej.

Analizując sytuację w sektorze bankowym Rada dyskutowała również o bankach spółdzielczych. Zwracano uwagę na duże lokalne znaczenie tych instytucji m.in. ze względu na oferowane przez nie preferencyjne kredyty na inwestycje i rozwój gospodarstw rolnych oraz zaangażowanie w finansowanie samorządów. Wskazywano, że banki spółdzielcze charakteryzują się nadwyżką depozytów nad kredytami i niższym niż banki komercyjne udziałem kredytów zagrożonych w portfelu kredytów, co sprawia, że banki te dysponują dużym potencjałem dla rozwoju akcji kredytowej. Zdaniem części członków Rady, zwiększenie akcji kredytowej przez banki spółdzielcze wymaga jednak podjęcia działań mających na celu zwiększenie funduszy własnych tego sektora.

Dyskutując o stopach procentowych niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy *ex ante*, tj. deflowane oczekiwaną inflacją pozostają dodatnie, co w połączeniu z utrzymaniem się ujemnej luki popytowej może uzasadniać dalsze obniżanie stóp NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że w sytuacji dużej niepewności towarzyszącej prognozom inflacji i jednocześnie jej wysokiej uporczywości, podmioty przy podejmowaniu decyzji w większym stopniu mogą brać pod uwagę realne stopy procentowe *ex post* tj. deflowane bieżącą inflacją, które są obecnie bliskie zera i można oczekiwać, że również w najbliższych miesiącach będą kształtowały się na bardzo niskim poziomie.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że ryzyko długotrwałego utrzymywania się niskiego tempa wzrostu gospodarczego w połączeniu z prognozowanym znacznym obniżeniem się inflacji w 2010 r. może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Ponadto argumentowano, że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co – zdaniem tych członków Rady – nie ogranicza możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że napływające dane wskazują, iż recesja w gospodarce światowej oraz spowolnienie wzrostu w Polsce mogą okazać się łagodniejsze niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci argumentowali, że oznaki poprawy koniunktury uzasadniają ocenę, iż prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone, a stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w najbliższych miesiącach.

Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

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: 24 września 2009 r.