

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 27 STYCZNIA 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 i inflacji na świecie i w Polsce, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii krajowego wzrostu gospodarczego. Zwracano uwagę, że recesja w otoczeniu zewnętrznym i towarzyszące jej ograniczenie popytu zagranicznego na polskie towary coraz silniej wpływa na aktywność w gospodarce krajowej, o czym świadczy m. in. dalszy spadek produkcji przemysłowej w grudniu. Na znaczące obniżenie popytu, w szczególności na produkty przedsiębiorstw eksportujących, wskazują także badania ankietowe NBP. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw zbytu przekłada się na wyhamowanie inwestycji i tym samym przyczynia do szybszego niż wcześniej oczekiwano spowolnienia wzrostu PKB.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od koniunktury za granicą. W tym kontekście wskazywano na pogłębianie się recesji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz ryzyko dalszych rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Ryzyko to związane jest z negatywnym wpływem światowego kryzysu finansowego na sytuację na rynkach pracy w tych krajach, a w konsekwencji na dochody gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Przedłużająca się recesja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki może sprawić, że poprawa krajowej aktywności gospodarczej nastąpi później niż dotychczas oceniano. Część członków Rady podkreślała, że może się to przełożyć na głębsze ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, przez co wkład inwestycji do wzrostu PKB może być w 2009 r. ujemny. Argumentowano, że spowolnienie gospodarcze w Polsce, poprzez ograniczenie popytu na pracę i obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń, będzie się przyczyniać do obniżenia dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia popytu krajowego może być również ograniczenie wydatków sektora finansów publicznych, które – jeśli będzie dotyczyło wydatków inwestycyjnych – będzie dodatkowo negatywnie oddziaływać na dynamikę PKB w dłuższym okresie. Część członków Rady argumentowała, że do podtrzymania dynamiki inwestycji sektora finansów publicznych przyczyni się realizacja projektów finansowanych ze środków unijnych przez jednostki samorządu terytorialnego.

Omawiając kształtowanie się inflacji, zwracano uwagę na jej nieco większy od oczekiwań spadek w grudniu 2008 r. do 3,3%, a więc poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Wskazywano, że do obniżenia się inflacji w największym stopniu przyczynił się spadek cen paliw, podkreślano jednak przy tym, że zmalała także inflacja bazowa.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna stopniowo obniżać się do celu inflacyjnego (2,5%). Część członków Rady podkreślała równocześnie, że w kierunku wzrostu cen będą oddziaływać: obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja kursu złotego oraz ewentualne dalsze podwyżki cen regulowanych. W tym

kontekście zwracano uwagę m. in. na ewentualne podwyższenie w 2009 r. stawek akcyzy na paliwa w celu wyrównania części ubytku dochodów budżetowych, co przełożyłoby się na wzrost cen. Inni członkowie Rady argumentowali, że przełożenie zmian kursu walutowego na inflację może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego, a wzrost cen regulowanych pozostaje poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że podwyżki cen regulowanych zmniejszają siłę nabywczą gospodarstw domowych, co w okresie dekonunktury dodatkowo przyczyni się do obniżenia popytu. Podczas dyskusji wskazywano również na czynniki niepewności odnoszące się do zmian inflacji w nadchodzącym okresie związane z kształtowaniem się cen surowców na rynkach światowych oraz z uwzględnieniem przez GUS zmian wag w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Większość Rady podkreślała, że przy malejącej presji inflacyjnej polityka pieniężna powinna bardziej koncentrować się na przeciwdziałaniu nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego, przyczyniając się w ten sposób do utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady, uzasadniało to znaczące obniżenie stóp procentowych NBP tak, aby – uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji – efekty tych działań mogły jak najszybciej przełożyć się na wzmocnienie popytu krajowego. W opinii części członków Rady łagodzeniu polityki pieniężnej powinno towarzyszyć także uruchomienie rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych wspierających wzrost gospodarczy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowana w ostatnim okresie znacząca deprecjacja złotego wynika przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących, co odzwierciedla wzrost rentowności obligacji oraz stawek CDS. Część członków Rady zwracała uwagę, że skala osłabienia złotego jest większa niż innych walut Europy Środkowo-Wschodniej, mimo że stopy procentowe zostały w Polsce obniżone w mniejszym stopniu niż w pozostałych krajach regionu. Ich zdaniem, świadczy to o ograniczeniu roli dysparytetu stóp procentowych w kształtowaniu się kursu walutowego w ostatnim okresie. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w obecnej sytuacji większe znaczenie dla kursu złotego mają perspektywy wzrostu gospodarczego Polski, a także związana z tym sytuacja sektora finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady, silne obniżenie stóp procentowych mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu osłabieniu wzrostu gospodarczego może zatem oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego w średniej perspektywie. Dodatkowo argumentowali oni, że skumulowanie w czasie obniżek stóp procentowych NBP do poziomu pożądanego z punktu widzenia jednoczesnego utrzymania stabilności cen i wspierania aktywności gospodarczej będzie sprzyjać wygaśnięciu oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, co powinno ograniczać presję na deprecjację złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może zwiększyć oczekiwania uczestników rynków finansowych co do skali dalszych obniżek stóp. Ponadto zwracali oni uwagę, że zbyt szybkie łagodzenie polityki pieniężnej przez Radę może zostać odebrane jako sygnał znacznego pogorszenia się perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Członkowie ci podkreślali również, że krajowy rynek walutowy jest obecnie relatywnie płytki, wobec czego istnieje ryzyko dalszego silnego osłabienia kursu złotego, co powinno być brane pod uwagę przy decydowaniu o skali obniżki stóp procentowych NBP.

Analizując czynniki wpływające na kształtowanie się kursu walutowego specyficzne dla polskiej gospodarki, część członków Rady argumentowała, że deprecjacja kursu złotego mogła być wzmocniana przez konieczność wywiązania się przez polskie przedsiębiorstwa z zawartych wcześniej kontraktów opcyjnych poprzez zakup walut na rynku. Z drugiej strony niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku ograniczenia skali osłabienia złotego mogły oddziaływać deklaracje Rady Ministrów o determinacji w realizacji harmonogramu przystępowania Polski do strefy euro. W tym kontekście wskazywano, że ewentualne przesunięcie momentu przyjęcia wspólnej waluty może negatywnie wpłynąć na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na gospodarkę wskazywano, że osłabienie kursu negatywnie wpływa na sytuację finansową przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne oraz zwiększa złotą wartość zadłużenia podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych oraz sektora finansów publicznych) denominowanego w walutach obcych, co będzie przyczyniać się do obniżenia wydatków tych podmiotów. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany osłabieniem kursu wzrost cen importu będzie – poprzez wzrost kosztów importowanych surowców i dóbr pośrednich – negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. Z drugiej strony wskazywano na związany z deprecjacją kursu złotego wzrost konkurencyjności polskich produktów na rynkach zagranicznych, który będzie ograniczać negatywny wpływ recesji za granicą na polski eksport. Argumentowano, że deprecjacja złotego prowadzi również do wzrostu złotej wartości środków unijnych, co w połączeniu z sygnalizowanym w badaniach koniunktury GUS możliwym spadkiem cen robót budowlano-montażowych może być czynnikiem wspierającym realizację projektów inwestycyjnych finansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Podkreślano, że deprecjacja, powodując wzrost cen dóbr importowanych, sprzyja wzrostowi popytu wewnętrznego na dobra krajowe kosztem popytu na dobra importowane, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia nierównowagi w handlu zagranicznym Polski.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę, że choć dane monetarne nie wskazują jeszcze na silne spowolnienie dynamiki kredytów, to w IV kw. 2008 r. banki znacząco zaostrzyły politykę kredytową, a część z nich wycofała z oferty kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych. W tym kontekście część członków Rady argumentowała, że decyzje o obniżeniu stóp procentowych NBP mają istotne znaczenie dla rozwoju akcji kredytowej, gdyż oddziałują w kierunku obniżenia kosztu kredytów złotych. Wskazywano przy tym, że od momentu rozpoczęcia procesu obniżania stóp procentowych NBP w listopadzie 2008 r. stopa WIBOR 3M spadła o ponad 100 punktów bazowych, co potwierdza, że pomimo utrzymywania się stóp rynkowych na podwyższonym poziomie względem stopy referencyjnej decyzje Rady istotnie wpływają na rynkowe stopy procentowe.

Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę, że oferowaniu wysokiego oprocentowania depozytów terminowych towarzyszyło podniesienie przez banki marż kredytowych. Część członków Rady argumentowała, że do czasu wygaśnięcia założonych wcześniej lokat banki mogą być skłonne utrzymywać koszt nowoudzielanych kredytów na podwyższonym poziomie nawet mimo obniżenia stóp procentowych NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, zbyt silne obniżki stóp, zmniejszając przychody banków z obsługi kredytów już udzielonych – jeśli ich oprocentowanie jest bezpośrednio zależne od stóp na rynku międzybankowym – mogą przyczyniać się do pogorszenia wyników finansowych banków i przez to stanowić czynnik ograniczający akcję kredytową. Członkowie ci argumentowali, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować w takim tempie, aby umożliwić bankom stopniowe dostosowanie się do zmieniających się warunków działalności.

Dyskutując o poziomie stóp procentowych wskazywano, że w obliczu szybko pogarszającej się koniunktury i spadku presji inflacyjnej wiele banków centralnych kontynuowało w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że przy braku lub niewielkiej skali obniżek stóp procentowych w Polsce przyczyni się to do wzrostu dysparytetu stóp procentowych. Inni członkowie zwracali natomiast uwagę, że obecnie trudno ocenić wpływ znacznego łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne na gospodarkę i stabilność systemu finansowego, przez co nie powinno się automatycznie podążać za zmianami stóp procentowych w innych krajach.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano osłabienia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu z dalszym spadkiem presji inflacyjnej przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że redukcja stóp procentowych powinna następować stopniowo, a jej

NBP

skala na styczniowym posiedzeniu powinna być mniejsza niż w grudniu 2008 r., szczególnie biorąc pod uwagę zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej wynikające ze znaczącej deprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, zbyt silna redukcja stóp NBP na bieżącym posiedzeniu stwarza ryzyko dalszej deprecjacji kursu walutowego, co przemawia za stopniowym dostosowaniem stóp procentowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zbyt silna obniżka stóp na bieżącym posiedzeniu może nadmiernie zwiększyć oczekiwania rynku dotyczące łącznej skali redukcji stóp. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w obliczu szybkiego pogarszania się perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego należy jak najszybciej obniżyć stopy procentowe do poziomu wspierającego aktywność gospodarczą w Polsce. Znaczące obniżenie stóp procentowych NBP – zdaniem tych członków Rady – będzie przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego. Argumentowali oni, że decyzje Rady ukierunkowane na wspieranie wzrostu PKB w obliczu spadku presji inflacyjnej mogą oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego. Rada dyskutowała również na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych, o 50 punktów bazowych, oraz o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wnioski o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych oraz o 50 punktów bazowych nie były przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Data publikacji: 19 lutego 2009 r.