

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 29 KWIECZNIA 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 w kraju i za granicą, sytuacji i perspektywach finansów publicznych, przebiegu procesów inflacyjnych w Polsce, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że spadek eksportu, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach bieżącego roku potwierdza istotne osłabienie aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że lepsze od oczekiwań dane makroekonomiczne oraz nieznaczna poprawa części wskaźników koniunktury w marcu br. mogą stanowić oznaki stabilizacji aktywności w polskiej gospodarce na niskim poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali, że niewielki spadek produkcji przemysłowej oraz wyższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w marcu br. mogły być związane z odmiennym niż w 2008 r. układem świąt, a niektóre wskaźniki koniunktury nadal wskazują na dalsze obniżanie się aktywności w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek popytu w polskiej gospodarce.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że ze względu na znaczny – choć mniejszy niż w większości pozostałych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – stopień otwartości gospodarki, czynnikiem niepewności w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Polsce jest kształtowanie się koniunktury w gospodarce światowej i związane z tym zmiany popytu na polski eksport. W tym kontekście zwracano uwagę na pogłębianie się recesji w strefie euro i utrzymywanie się na niskim poziomie aktywności w Stanach Zjednoczonych oraz na dalsze obniżenie prognoz wzrostu dla gospodarki światowej. Wskazywano przy tym na prognozy znacznego spadku PKB w 2009 r. w gospodarce niemieckiej oraz w gospodarkach spoza Unii Europejskiej będących ważnymi partnerami handlowymi Polski. Jednocześnie zwracano jednak uwagę na nieznaczną poprawę sytuacji na światowych rynkach finansowych oraz pewne sygnały wskazujące na zahamowanie pogłębiania się niekorzystnych zjawisk w gospodarce światowej.

Część członków Rady wskazywała, że poprawa eksportu może być w dalszej części roku czynnikiem sprzyjającym ożywieniu w polskiej gospodarce, co będzie jednak zależało od kształtowania się kursu złotego. Inni członkowie Rady oceniali, że dla perspektyw polskiego eksportu ważniejsze niż kształtowanie się kursu złotego będą zmiany popytu zagranicznego.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na zahamowanie wcześniejszej deprecjacji złotego. Zwracano przy tym jednak uwagę, że kształtowanie się kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego, zależy obecnie w dużym stopniu od zmian awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że odsunięcie w czasie włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu. Zwracali oni również uwagę, że czynnikiem

zwiększającym ryzyko deprecjacji złotego może być także gorsza od wcześniej oczekiwanej sytuacja finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych wskazywano, że deficyt tego sektora w 2008 r. był znacznie wyższy od zakładanego przez rząd w Programie Konwergencji z grudnia 2008 r. W tym kontekście odnoszono się do czynników, które wpłynęły na znacząco wyższy od oczekiwań poziom tego deficytu. Część członków Rady podkreślała, że w sytuacji silnego osłabienia aktywności gospodarczej prawdopodobny jest wzrost deficytu budżetowego powyżej poziomu zakładanego na 2009 r. lub ograniczenie wydatków budżetowych. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że w kierunku wzrostu deficytu budżetowego w najbliższych latach oddziaływać może wprowadzenie ewentualnych dodatkowych działań antykryzysowych. Wskazywano, że niepewność dotycząca sytuacji fiskalnej, zarówno w odniesieniu do budżetu państwa, jak i pozostałych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę jej wpływu na perspektywy inflacji w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw spełnienia kryterium fiskalnego z Maastricht, oceniano, że w związku z silnym pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce wielkość deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB może istotnie wzrosnąć w latach 2009 i 2010. W tym kontekście zwracano także uwagę, że spełnienie kryterium fiskalnego z Maastricht w najbliższych latach może być utrudnione.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji wskazywano, że na wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych w marcu br. do 3,6%, tj. powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP określonej na poziomie 3,5%, wpłynął przede wszystkim wzrost cen żywności. Wskazywano również, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost cen regulowanych, w tym przede wszystkim podwyżki cen nośników energii oraz cen związanych z użytkowaniem mieszkania. Podkreślano, że do wzrostu inflacji przyczyniło się wcześniejsze osłabienie kursu złotego oraz, że zmiany kursu walutowego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady oceniała równocześnie, że w świetle obserwowanego od połowy lutego br. umocnienia się złotego wpływ wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego na inflację może nie być długotrwały. Inni członkowie Rady argumentowali, że większy od oczekiwań wzrost inflacji w marcu br. wskazuje, że nawet w warunkach silnego spowolnienia gospodarczego deprecjacja kursu przekłada się w istotny sposób na wzrost cen konsumpcyjnych w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że inflacja w średnim okresie powinna obniżyć się do poziomu celu inflacyjnego, na co wskazują również lutowa projekcja inflacji oraz krótkookresowe prognozy sporządzane w NBP. Mogłoby temu sprzyjać osłabienie popytu krajowego i spadek popytu na pracę przekładający się na stopniowe obniżanie się presji płacowej oraz utrzymywanie się cen surowców na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali także, że spadkowi inflacji powinno sprzyjać obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę na ryzyko utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie w przypadku wystąpienia niekorzystnych szoków na rynkach żywności i surowców energetycznych. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że znaczące pogorszenie sytuacji finansów publicznych mogłoby skłonić rząd do zwiększania dochodów budżetowych poprzez podwyżki stawek podatków pośrednich, w tym na przykład podwyżki akcyzy, a samorządy lokalne – do podwyżek cen usług zależnych od decyzji tych instytucji, co oddziaływałoby w kierunku wzrostu inflacji.

Na posiedzeniu odnoszono się również do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w sytuacji spadku inflacji w części krajów Unii Europejskiej do bardzo niskich poziomów, wartość referencyjna dla kryterium stabilności cen w 2010 r. może kształtować się znacznie poniżej dwunastomiesięcznej średniej ruchomej inflacji HICP w Polsce. Członkowie ci oceniali, że szybkie obniżenie inflacji w Polsce do poziomu umożliwiającego ponowne spełnianie kryterium z Maastricht może wówczas wymagać

znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że kształtowanie się inflacji HICP w Polsce na tle wartości referencyjnej dla kryterium stabilności cen będzie w najbliższych latach zależało w istotnym stopniu od zmian cen regulowanych.

Omawiając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że banki komercyjne w Polsce koncentrują obecnie swoją działalność kredytową na rynku kredytów konsumpcyjnych. Oprocentowanie tych kredytów wzrosło nieznacznie, mimo dokonanych od listopada 2008 r. obniżek stóp procentowych NBP. Ponadto argumentowali oni, że nadmierny wzrost obciążeń gospodarstw domowych z tytułu obsługi kredytów udzielonych na cele konsumpcyjne może – poprzez wzrost wartości kredytów zagrożonych – prowadzić do pogorszenia współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji oddziaływać w kierunku ograniczania przyszłej akcji kredytowej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że przyrost wartości kredytów konsumpcyjnych jest mniejszy od notowanego w roku ubiegłym, a udział kredytów z tego tytułu w strukturze kredytów ogółem jest stosunkowo nieduży.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat silnego ograniczenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w I kw. 2009 r. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową dla tych podmiotów jest zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki, częściowo związane z utrzymującą się niepewnością odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych utrudniającą wycenę ryzyka kredytowego. Część członków Rady oceniała, że zintensyfikowanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw może wymagać dalszych modyfikacji w zakresie instrumentów polityki pieniężnej.

W trakcie posiedzenia Rada odniosła się również do możliwości uzyskania przez Polskę dostępu do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Podkreślano, że elastyczna linia kredytowa przyznawana jest krajom o silnych fundamentach gospodarczych, które w przeszłości prowadziły odpowiedzialną politykę makroekonomiczną i w przypadku których istnieje duże prawdopodobieństwo prowadzenia takiej polityki również w przyszłości. Wskazywano, że przyznanie Polsce dostępu do środków oferowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy może sprzyjać stabilizacji kursu walutowego i pośrednio ułatwić pozyskanie środków na finansowanie deficytu budżetowego i długu publicznego na rynkach zagranicznych oraz obniżyć koszty obsługi długu. Rada analizowała również wpływ uzyskania dostępu do elastycznej linii kredytowej na perspektywy inflacji w Polsce.

Na posiedzeniu odnoszono się także do dylematów związanych z polityką stóp procentowych w dłuższym okresie. Wskazywano, że wraz z ożywieniem w gospodarce światowej konieczne będzie istotne zacieśnienie polityki makroekonomicznej w wielu krajach, co może być utrudnione zarówno ze względu na skalę zastosowanych instrumentów antykryzysowych, jak i niepewność co do trwałości ewentualnego ożywienia. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że obniżenie obecnie stóp procentowych NBP do zbyt niskiego poziomu może następnie wymagać relatywnie szybszego i silniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w celu stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Ponadto wskazywano, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może – w przypadku dalszego pogorszenia koniunktury lub stagnacji gospodarczej – ograniczyć możliwość obniżenia stóp procentowych w przyszłości w celu wspierania wzrostu gospodarczego w Polsce.

Część członków Rady zwracała uwagę, że realna stopa procentowa *ex post* (czyli deflowana bieżącą inflacją) kształtuje się w Polsce na poziomie niższym niż w strefie euro. Ponadto, wskazywano, że zgodnie z krótkookresowymi prognozami sporządzanymi w NBP w kwietniu br. inflacja może wzrosnąć powyżej obecnego poziomu stopy referencyjnej NBP, a w konsekwencji realna stopa procentowa stanie się ujemna. Wskazywano przy tym jednak, że w warunkach dekoniunktury i utrzymującej się niepewności odnośnie do przebiegu przyszłych procesów gospodarczych, spadek realnych stóp procentowych do ujemnego poziomu może mieć ograniczony wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania. W tym kontekście zwracano także uwagę na istotne

obniżenie się restrykcyjności polityki pieniężnej, do czego przyczyniło się – oprócz obniżek stóp procentowych – również wcześniejsze znaczne osłabienie kursu złotego.

Członkowie Rady byli zgodni, że niepewność odnośnie do perspektyw ożywienia gospodarczego w Polsce i na świecie, a także sytuacji finansów publicznych oraz kształtowania się kursu złotego i ich wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Ponadto część członków Rady wskazywała, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmiennym poziomie przemawia również bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie jest wyższe od prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

*Data publikacji: 21 maja 2009 r.*