

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 29 LIPCA 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, polityce fiskalnej oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom globalnego wzrostu gospodarczego, wskazując przy tym na znaczną niepewność co do kształtowania się aktywności w gospodarce światowej zarówno w najbliższym okresie, jak i w dalszej perspektywie. Zwracano uwagę, że w świetle części danych, w tym zwłaszcza dotyczących gospodarek Stanów Zjednoczonych oraz Chin, w II kw. 2009 r. tendencje recesyjne w gospodarce światowej mogły ulec zahamowaniu, co jest w istotnym stopniu związane z realizowanymi w wielu krajach programami stymulacji fiskalnej i monetarnej. Część członków Rady oceniała, że programy te mogą się przyczynić do ożywienia światowej koniunktury w 2010 r. Argumentowali oni, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach może wpłynąć na wzrost aktywności w innych gospodarkach azjatyckich oraz – poprzez zwiększenie wymiany handlowej, w tym wzrost popytu tych krajów na importowane dobra inwestycyjne – na ożywienie gospodarcze także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Inni członkowie Rady byli zdania, że napływające informacje nie są jednoznaczne, a na podstawie danych sygnalizujących silny wzrost oszczędności i spadek konsumpcji gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogorszenie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro w II kw. br., trudno oczekiwać wyraźnego wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w najbliższym okresie. Ponadto argumentowali oni, że wraz z zakończeniem wprowadzanych w Stanach Zjednoczonych i wielu innych krajach programów stymulacyjnych, aktywność w tych gospodarkach może ulec ponownemu obniżeniu, do czego mogą się przyczyniać zmniejszane, w celu ograniczenia deficytów budżetowych, wydatki rządowe oraz ograniczane wydatki zadłużonych gospodarstw domowych.

Odnosząc się do długofalowych perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady argumentowała, że globalny kryzys finansowy może negatywnie wpłynąć na tempo wzrostu potencjalnego PKB w wielu krajach. Złożyć się na to może: silny spadek światowej wymiany handlowej oraz międzynarodowych przepływów kapitałowych, w szczególności bezpośrednich inwestycji zagranicznych, załamanie się części sektora finansowego i związane z tym zmniejszenie dostępu podmiotów gospodarczych do kredytu, a także relatywnie trwałe wzrost bezrobocia. Zdaniem tych członków Rady, wysoki poziom niepewności co do wpływu kryzysu finansowego na gospodarki w dłuższym okresie, znacząco utrudnia ocenę przyszłego tempa wzrostu gospodarczego i presji inflacyjnej na świecie i w Polsce, zwłaszcza przy pomocy – bazujących na historycznych danych – modeli ekonometrycznych.

Odnosząc się do sytuacji w krajowej gospodarce, wskazywano, że w ostatnim okresie pojawiły się pewne pozytywne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej. Oceniano, że na wyhamowanie tendencji recesyjnych w Polsce może wskazywać zmniejszenie tempa spadku produkcji przemysłowej, wzrost niektórych wskaźników nastrojów przedsiębiorców, a także to, że część

danych za czerwiec okazała się lepsza od oczekiwań. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w II kw. br. mogła być dodatnia i nieco wyższa niż przewidywano w czerwcowej projekcji, co zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania dodatniego tempa wzrostu PKB w całym 2009 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle czerwcowej projekcji NBP tempo wzrostu PKB będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej niższe od tempa wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie utrzyma się negatywny wpływ recesji w otoczeniu zewnętrznym na aktywność w polskiej gospodarce, w szczególności niski popyt na polskie produkty eksportowe i spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który oddziałuje w kierunku zmniejszenia wydajności pracy. Zwracali oni uwagę, że wzrost bezrobocia, obniżająca się dynamika realnych wynagrodzeń oraz obserwowany do I kw. 2009 r. spadek wartości aktywów gospodarstw domowych będą się przyczyniać do dalszego ograniczenia popytu konsumpcyjnego w nadchodzących kwartałach. Argumentowali także, że perspektywy wzrostu inwestycji w sektorze przedsiębiorstw pozostają niekorzystne m.in. ze względu na pesymistyczne – mimo pewnej poprawy – nastroje przedsiębiorców, utrudniony dostęp do kredytu i możliwe dalsze zaostrzenie polityki kredytowej banków, a także pogarszające się wyniki finansowe firm. W ocenie niektórych członków Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może kształtować się poniżej centralnej ścieżki czerwcowej projekcji NBP m.in. ze względu na możliwą niższą niż przyjęto w projekcji aktywność w otoczeniu zewnętrznym, słabszą niż to wynika z projekcji dynamikę inwestycji w związku z niekorzystnymi nastrojami przedsiębiorców oraz silniejszy wzrost bezrobocia i związany z tym spadek dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Członkowie ci argumentowali także, że obserwowane w ostatnim okresie umocnienie złotego będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia eksportu netto, a w konsekwencji spadku tempa wzrostu PKB.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również polityka fiskalna i jej wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że w świetle przyjętego przez Sejm projektu nowelizacji *Ustawy budżetowej na rok 2009* spadek dochodów podatkowych w 2009 r. będzie istotnie większy od skali założonego wzrostu deficytu budżetu państwa. Zdaniem części członków Rady, w warunkach utrzymującego się deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych, część ubytku dochodów podatkowych będzie rekompensowana przez doraźne działania mające na celu zwiększenie dochodów niepodatkowych albo zmniejszenie lub przesunięcie w czasie wydatków budżetowych. W ocenie tych członków Rady, działania takie przyczynią się do jednorazowego ograniczenia deficytu budżetu państwa w 2009 r. i jednocześnie do jego zwiększenia w latach kolejnych. Stwarza to ryzyko przekroczenia przez państwowy dług publiczny przewidzianych w *Ustawie o finansach publicznych* tzw. progów ostrożnościowych oraz limitu określonego w Konstytucji, co skutkowałoby koniecznością silnego zacieśnienia polityki fiskalnej i oddziaływałoby procyklicznie w kierunku obniżenia popytu krajowego i tempa wzrostu PKB. Ponadto, w ocenie tych członków Rady, zakładane w omawianym projekcie przesunięcie części wydatków budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych prowadzi do zmniejszenia przejrzystości finansów publicznych i zwiększenia niepewności co do rzeczywistej skali nierównowagi fiskalnej w Polsce. W tym kontekście podkreślano potrzebę przeprowadzenia w Polsce w dłuższym okresie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, które sprzyjałyby trwałemu zwiększeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, wskazywano, że w czerwcu br. inflacja CPI obniżyła się do poziomu górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego NBP (tj. 3,5%), na co wpłynął przede wszystkim silniejszy niż rok wcześniej sezonowy spadek dynamiki cen żywności oraz wynikające głównie z efektu bazy obniżenie dynamiki cen nośników energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że w czerwcu obniżyła się także inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, która w całym II kw. br. okazała się nieznacznie niższa niż prognozowano w czerwcowej projekcji inflacji. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich kwartałach inflacja bazowa utrzymywała się na podwyższonym poziomie i nie uległa wyraźnemu obniżeniu mimo silnego spadku tempa wzrostu gospodarczego, co wskazuje na inercyjny charakter procesów inflacyjnych. W

szczegółności ceny części usług rynkowych w ostatnich miesiącach nadal rosły, co zdaniem tych członków Rady może świadczyć o utrzymywaniu się presji popytowej w niektórych segmentach gospodarki. Ponadto członkowie ci wskazywali, że mimo obniżenia w czerwcu, w całym II kw. inflacja CPI okazała się wyraźnie wyższa niż w czerwcowej projekcji. W tym kontekście wskazywano, że realne stopy procentowe *ex post* (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie bliskim zera.

Analizując średniookresowe perspektywy inflacji, część członków Rady oceniała, że – zgodnie z czerwcową projekcją – inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej obniży się poniżej celu inflacyjnego, do czego przyczyni się ujemna luka popytowa oraz spadek presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że inflacja w średnim okresie może być niższa niż to przewiduje centralna ścieżka projekcji ze względu na niższe tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co mogłoby wynikać z głębszego niż uwzględniono w projekcji spadku dynamiki wynagrodzeń. Ponadto w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być ograniczony. Wśród czynników, które mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w nadchodzącym okresie wymieniano także obserwowane w ostatnich miesiącach istotne umocnienie kursu złotego.

Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w nadchodzących kwartałach może ukształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji m.in. ze względu na ryzyko wzrostu cen surowców i żywności powyżej poziomów uwzględnionych w projekcji, a także utrzymujący się wysoki popyt na niektóre usługi, wynikający ze zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce i skutkujący wzrostem cen tych usług. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, 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. Argumentowali również, że w związku z trudną sytuacją dochodową sektora finansów publicznych w nadchodzącym okresie mogą nastąpić kolejne podwyżki cen administrowanych, co opóźniałoby spadek inflacji. Z drugiej strony podkreślali oni jednak, że podwyższony poziom inflacji w nadchodzącym okresie będzie wynikać w znacznej mierze z dokonanych wcześniej oraz możliwych dalszych podwyżek cen administrowanych, a jedynie w niewielkim stopniu z utrzymywania się presji popytowej.

Rada omawiała sytuację na rynku kredytowym i kształtowanie się rynkowych stóp procentowych w Polsce. Wskazywano, że mimo dokonanych obniżek stóp procentowych NBP w czerwcu br. wzrosło oprocentowanie części nowoudzielonych kredytów, co przy jednoczesnym obniżeniu oprocentowania części nowych umów depozytowych wskazuje na wzrost marż odsetkowych banków. Zdaniem części członków Rady, brak odpowiedniego przełożenia zmiany stopy referencyjnej na stopę oprocentowania nowych kredytów stanowi argument przemawiający przeciwko dalszym obniżkom stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że dokonane obniżki stóp procentowych NBP przyczyniły się w dłuższej perspektywie do obniżenia oprocentowania kredytów, a ograniczenie akcji kredytowej i wzrost marż odsetkowych są związane z rosnącym ryzykiem kredytowym, szczególnie w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw. Rada analizowała także wpływ stóp procentowych NBP na długoterminowe stopy procentowe.

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 wobec niskiego poziomu realnych stóp procentowych, utrzymującej się na podwyższonym poziomie bieżącej inflacji oraz zrównoważonego ich zdaniem prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w kolejnych miesiącach. Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w średnim okresie spadnie poniżej celu inflacyjnego NBP, co w połączeniu z ryzykiem silniejszego od oczekiwań obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. 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: 20 sierpnia 2009 r.