

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 27 MAJA 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 sytuacji na rynku kredytowym i w sektorze bankowym oraz na perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie i w Polsce.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji na krajowym rynku kredytowym. Wskazywano na silny spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i kredytów hipotecznych. Z drugiej strony, wskazywano na ciągle stosunkowo wysoki przyrost kredytów konsumpcyjnych. Zwracano uwagę, że banki mogą preferować rynek kredytów konsumpcyjnych, gdyż średnia wielkość tego typu kredytów jest mniejsza a średni okres ich zapadalności jest krótszy, zaś oprocentowanie znacznie wyższe niż w przypadku pozostałych kategorii kredytów. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na rosnące ryzyko pogorszenia się portfela kredytowego związane z udzielanymi kredytami konsumpcyjnymi i w efekcie możliwe ograniczenie akcji kredytowej także w tym segmencie.

Podkreślano, że ograniczenie akcji kredytowej ma negatywny wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce. Wskazywano także na ryzyko wystąpienia niekorzystnych sprzężeń zwrotnych między pogarszającą się sytuacją w sferze realnej a sytuacją sektora finansowego.

Dyskutując na temat działań, które mogłyby sprzyjać zwiększeniu akcji kredytowej, rozważano obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej. Podkreślano, że obniżka tej stopy była jednym z postulatów zgłaszanych przez banki w ramach prac nad Paktem na Rzecz Rozwoju Akcji Kredytowej w Polsce. Zdaniem Rady, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej powinno oddziaływać w kierunku zwiększenia akcji kredytowej przez banki. Analizując skalę rozważanej obniżki stopy rezerwy obowiązkowej, wskazywano, że obniżanie tej stopy powinno następować stopniowo, a ewentualne dalsze dostosowanie powinno zależeć od oceny wpływu tej obniżki na rozwój akcji kredytowej i kształtowanie się stóp procentowych na rynku międzybankowym.

Część członków Rady argumentowała, że ważniejszą niż sytuacja płynnościowa przyczyną ograniczania akcji kredytowej przez banki jest wysoka ocena ryzyka kredytowego. W tym kontekście oceniano, że zwiększeniu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw sprzyjałoby wdrożenie proponowanych w ramach rządowego Planu Stabilności i Rozwoju gwarancji i poręczeń Banku Gospodarstwa Krajowego.

Dyskutując na temat perspektyw akcji kredytowej w Polsce, odnoszono się także do sytuacji kapitałowej sektora bankowego. Wskazywano, że współczynnik wypłacalności dla całego sektora bankowego ustabilizował się w ostatnim okresie, jednak sytuacja kapitałowa poszczególnych podmiotów tego sektora jest zróżnicowana. Ryzyko obniżenia się współczynników adekwatności kapitałowej może – w przypadku niektórych banków – ograniczać rozwój akcji kredytowej.

Wskazywano także, że w warunkach utrzymujących się silnie ograniczonych limitów na transakcje między bankami – dążąc do pozyskania lokat od sektora niefinansowego – banki od kilku miesięcy oferują relatywnie wysokie oprocentowanie depozytów, przekraczające znacząco oprocentowanie

pożyczek na rynku międzybankowym. Zdaniem części członków Rady banki podejmują takie działania w celu zmiany struktury swoich bilansów w kierunku poprawy relacji między wartością udzielonych kredytów a wartością pozyskanych depozytów. Członkowie ci wskazywali również, że utrzymywaniu się relatywnie wysokich kosztów finansowania działalności banków towarzyszył spadek przychodów z tytułu wcześniej udzielonych kredytów, których oprocentowanie w dużej części oparte jest na zmiennej stopie WIBOR 3M.

Analizując kształtowanie się rynkowych stóp procentowych, wskazywano na wzrost stopy WIBOR 3M w ostatnim okresie, która dokonała się w warunkach utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Zwracano także uwagę, że stopa WIBOR 3M jest obecnie znacznie wyższa od oprocentowania operacji *repo* o tym samym terminie zapadalności. Zdaniem części członków Rady spadek przychodów banków z tytułu udzielonych kredytów w wyniku obniżek stóp na rynku międzybankowym i równoczesnego utrzymywania się wysokich kosztów pozyskiwania depozytów, skłania te podmioty do działań zmierzających w kierunku utrzymania stopy WIBOR 3M na podwyższonym poziomie przy jednoczesnym ograniczeniu transakcji między bankami.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym Polski, wskazywano na sygnały zahamowania tendencji spadkowych w gospodarce światowej. Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się duża niepewność dotycząca momentu i trwałości ewentualnego ożywienia na świecie. W tym kontekście zwracano uwagę na informacje sygnalizujące stabilizację aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, wskazując jednak równocześnie, że część danych napływających z gospodarki amerykańskiej w ostatnim okresie była gorsza od oczekiwań.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, oceniano, że ze względu na relatywnie mniejszą elastyczność rynków produktów i pracy recesja w Europie Zachodniej może trwać dłużej niż w Stanach Zjednoczonych. Podkreślano, że silny spadek PKB w gospodarkach strefy euro w I kw. br. może wskazywać, że obniżenie się aktywności gospodarczej w tym regionie w 2009 r. – mimo poprawy części wskaźników koniunktury w ostatnim okresie – będzie głębsze od oczekiwanego. Część członków Rady wskazywała również, że dobra koniunktura w gospodarkach Europy Zachodniej w ostatnich latach była związana w dużej mierze z boorem na rynkach nieruchomości oraz wysokim popytem na dobra inwestycyjne na świecie. Członkowie ci argumentowali, że w sytuacji załamania się tych rynków okres wychodzenia z recesji może być relatywnie długi zarówno w krajach, w których pękły bańki na rynkach nieruchomości, jak i w krajach gdzie nie występowały znaczące nierównowagi na tych rynkach, ale ich eksport w dużej mierze był uzależniony od wysokiego popytu w gospodarce światowej. Równocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że długotrwałe utrzymywanie się niskiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych w gospodarkach Europy Zachodniej może prowadzić do spadku napływu inwestycji bezpośrednich do krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym do Polski, co będzie miało negatywny wpływ na wzrost wydajności pracy i tempo wzrostu gospodarczego w tym regionie.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, zwracano uwagę, że dostępne dane wskazują na możliwość utrzymania się dodatniego tempa wzrostu PKB w I kw. 2009 r. Jednocześnie oceniano, że w kolejnych kwartałach dynamika PKB obniży się, na co wskazują dane makroekonomiczne za kwiecień br. oraz kształtujące się na niskim poziomie – mimo pewnej poprawy w ostatnim okresie – wskaźniki koniunktury. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w całym 2009 r. będzie prawdopodobnie dodatnia, choć istnieje ryzyko niewielkiego spadku PKB w bieżącym roku. Ponadto inni członkowie Rady oceniali, że gdyby recesja u głównych partnerów handlowych Polski okazała się długotrwała, ożywienie w polskiej gospodarce może wystąpić później niż się oczekuje, a tempo wzrostu może przez dłuższy okres kształtować się na relatywnie niskim poziomie.

Zdaniem części członków Rady czynnikami ograniczającymi spadek dynamiki PKB w kolejnych kwartałach mogą być – podobnie jak w I kw. br. – konsumpcja i eksport netto. Zwracano uwagę, że zmniejszenie się dynamiki konsumpcji następuje stopniowo ze względu na wciąż relatywnie wysoki

wzrost płac, obniżkę stawek podatku dochodowego w 2009 r. oraz utrzymanie stosunkowo wysokiego przyrostu kredytu konsumpcyjnego. Z drugiej strony podkreślano, że w kierunku ograniczenia popytu konsumpcyjnego w przyszłości będą oddziaływać wzrost bezrobocia i oczekiwany spadek dynamiki wynagrodzeń oraz gorsze niż w ubiegłych latach – mimo nieznacznej poprawy w ostatnim okresie – nastroje konsumentów. Ponadto część członków Rady wskazywała na ryzyko spadku płac realnych w gospodarce, co mogłoby przyczynić się do głębszego ograniczenia konsumpcji.

Dyskutując na temat inwestycji w polskiej gospodarce, wskazywano, że w kierunku dalszego spadku inwestycji prywatnych będą oddziaływać niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie przy jednocześnie utrzymującej się nadwyżce zdolności produkcyjnych związanej z wysokimi inwestycjami w latach ubiegłych. Zwracano także uwagę, że do obniżenia się nakładów inwestycyjnych przyczyniać będzie się również ograniczenie możliwości finansowania inwestycji prywatnych w Polsce w wyniku spadku napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, zmniejszenia akcji kredytowej oraz pogorszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Z drugiej strony wskazywano, że spadek inwestycji w polskiej gospodarce może być ograniczany przez inwestycje współfinansowane ze środków Unii Europejskiej.

Analizując kształtowanie się bieżącej inflacji, zwracano uwagę, że inflacja w kwietniu br. była wyższa od oczekiwań i utrzymała się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie wskazywano, że wzrost inflacji w tym miesiącu był związany ze wzrostem cen żywności, cen regulowanych oraz cen dóbr podlegających wymianie handlowej, do którego przyczyniła się wcześniejsza deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyłączeniu cen, na które polityka pieniężna ma ograniczony wpływ, wskazuje, że presja inflacyjna w Polsce nie obniżyła się dotychczas znacząco.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na spadek inflacji w kolejnych miesiącach poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali także, że struktura oczekiwań inflacyjnych nie pogorszyła się pomimo wzrostu bieżącej inflacji. Zdaniem tych członków Rady w średnim okresie w kierunku spadku inflacji powinno oddziaływać spowolnienie wzrostu gospodarczego i dalsze pogłębianie się ujemnej luki popytowej w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że w początkowej fazie ożywienia w polskiej gospodarce presja inflacyjna nie powinna wzrosnąć znacząco ze względu na szybszy wzrost wydajności pracy niż wynagrodzeń, a w konsekwencji korzystne zmiany jednostkowych kosztów pracy.

Część członków Rady argumentowała również, że w warunkach utrzymywania się dużej, ujemnej luki popytowej inflacja w krajach Europy Zachodniej może przez dłuższy okres kształtować na niskim poziomie, co – poprzez ceny importu – oddziaływać będzie w kierunku osłabienia presji inflacyjnej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na ryzyko wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych w przypadku – prawdopodobnie wcześniejszego niż w Europie – ożywienia aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Członkowie ci argumentowali, że utrzymywaniu się relatywnie niskiego wzrostu w polskiej gospodarce w związku z przedłużającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski może wówczas towarzyszyć presja inflacyjna wynikająca ze wzrostu cen surowców na świecie.

Na posiedzeniu wskazywano także, że w kierunku wzrostu inflacji w średnim okresie oddziaływać może również ewentualny wzrost stawek podatków pośrednich i lokalnych oraz opłat i cen regulowanych przez samorządy, związany ze znacznym pogorszeniem sytuacji sektora finansów publicznych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę na dużą niepewność dotyczącą przyszłej polityki podatkowej rządu oraz kształtowania się podatków, opłat i cen pozostających w gestii samorządów lokalnych.

Dyskutując na temat wpływu kursu walutowego na inflację, część członków Rady oceniała, że zmiany kursu złotego pozostają głównym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen. Członkowie ci argumentowali również, że – przy braku przełożenia wzrostu bieżącej inflacji na wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz zakładając stabilizację kursu walutowego w przyszłości – można oczekiwać, że wpływ deprecjacji kursu na inflację będzie stopniowo wygasał. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że wpływ wcześniejszych zmian kursu walutowego na inflację może być silniejszy niż wcześniej oceniano.

Ponadto część członków Rady argumentowała, że ryzyko pogorszenia się perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce w wyniku dłuższego od oczekiwań spowolnienia aktywności w strefie euro oraz spadek napływu inwestycji bezpośrednich mogą oddziaływać w kierunku deprecjacji kursu złotego w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali także, że ryzyko deprecjacji kursu może wynikać z pogorszenia się sytuacji sektora finansów publicznych w Polsce. Pogarszanie się sytuacji fiskalnej zwiększa niepewność dotyczącą terminu włączenia złotego do mechanizmu kursowego ERM II.

Na posiedzeniu odnoszono się także do perspektyw spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Wskazywano, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce była w kwietniu br. o 0,7 pkt. proc. wyższa od wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego oraz że różnica między tymi wskaźnikami istotnie się zwiększyła.

Członkowie Rady byli zgodni, że kształtowanie się bieżącej inflacji, niepewność dotycząca perspektyw ożywienia gospodarczego na świecie i w Polsce oraz niepewność dotycząca sytuacji finansów publicznych i jej wpływu na inflację uzasadniały pozostawienie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmienionym poziomie. Część członków Rady wskazywała również, że za utrzymaniem stóp NBP na niezmienionym poziomie przemawia bardzo niski poziom realnych stóp procentowych. Większość członków Rady uznała, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami czerwcowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto Rada uznała, że silne ograniczenie akcji kredytowej uzasadnia obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych na bieżącym posiedzeniu.

Złożono wniosek o obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej o 50 pkt. bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 3%, jednocześnie pozostawiając stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna: 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

*Data publikacji: 18 czerwca 2009 r.*