

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 24 CZERWCA 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, polityce fiskalnej, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym i w sektorze bankowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji i PKB.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i bardzo niska dynamika produkcji budowlano-montażowej w maju br. potwierdzają utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady wskazywała, że wiele wskaźników makroekonomicznych w ostatnim okresie, w tym dane na temat produkcji, była lepsza od oczekiwań, a część wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że pogarszające się wskaźniki koniunktury w handlu detalicznym mogą wskazywać na dalsze ograniczanie popytu konsumpcyjnego, do czego przyczynia się spadek realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w świetle wstępnych ocen NBP inwestycje w polskiej gospodarce prawdopodobnie obniżyły się silnie w II kw. 2009 r. Członkowie ci podkreślali również, że czerwcowy projekcja NBP wskazuje na dalsze znaczące obniżanie się dynamiki PKB w najbliższych kwartałach. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce może być silniejsze niż przewiduje projekcja.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na kolejne sygnały poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz stabilizację sytuacji na światowych rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że recesja w gospodarce światowej może trwać dłużej niż się obecnie oczekuje, a poprawa sytuacji na rynkach finansowych może mieć charakter przejściowy. Członkowie ci podkreślali, że dane makroekonomiczne nie wskazują jednoznacznie na odwrócenie spadkowej tendencji wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Zdaniem tych członków Rady ożywienie w amerykańskiej gospodarce będzie prawdopodobnie następowało powoli, co może opóźnić wyjście z recesji strefy euro i innych gospodarek rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w 2009 r. nadal oczekuje się silnego obniżenia aktywności gospodarczej w strefie euro, a część prognoz wskazuje na ryzyko spadku PKB w tym regionie także w 2010 r.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, wskazywano na niską dynamikę dochodów budżetowych, w tym na znaczący spadek dochodów podatkowych, w pierwszych pięciu miesiącach 2009 r., co przy utrzymującym się wysokim wzroście wydatków doprowadziło do szybkiego zwiększenia się deficytu budżetowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w celu ograniczenia spadku dochodów podatkowych w bieżącym roku rząd będzie dążył do zwiększenia dochodów niepodatkowych, w tym wpływów z tytułu dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa, co w warunkach utrudnionego dostępu do kredytu może oddziaływać w kierunku dodatkowego zmniejszenia wydatków inwestycyjnych tych przedsiębiorstw. Jednocześnie

członkowie ci oceniali, że – mimo ewentualnego zwiększenia wpływów z tytułu dywidend – spadek dochodów budżetu państwa w 2009 r. będzie prawdopodobnie większy od skali zapowiadanego przez rząd zwiększenia planowanego deficytu, co wskazywałoby na konieczność ograniczenia części wydatków. Członkowie ci podkreślali, że ogłaszane wcześniej przez rząd, a także ewentualne dalsze obniżenie wydatków budżetowych będzie oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego. W tym samym kierunku może oddziaływać również ewentualna podwyżka podatków w 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność dotycząca skali rzeczywistego zmniejszenia wydatków oraz obszarów, których mogłoby ono dotyczyć, w tym niepewność wynikająca z przesunięcia części wydatków z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę wpływu zmian polityki fiskalnej na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego.

Oceniając wpływ zmian sytuacji sektora finansów publicznych i polityki fiskalnej na inflację, wskazywano na ryzyko wzrostu inflacji w wyniku ewentualnych podwyżek cen regulowanych oraz podatków pośrednich w 2010 r. Część członków Rady oceniała, że wzrost stawek akcyzy i VAT może oddziaływać w kierunku utrzymania się podwyższonego wskaźnika CPI w 2010 r. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że ewentualne podwyżki podatków, a także zapowiadane przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych będą oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego i w konsekwencji presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali również, że wzrost deficytu budżetowego wynika przede wszystkim z pogorszenia koniunktury, a nie zmniejszenia restrykcyjności polityki fiskalnej.

Analizując zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że w maju br. inflacja obniżyła się do 3,6%, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego określonej na poziomie 3,5%. Zwracano uwagę, że do spadku inflacji w maju br. przyczynił się ujemny efekt bazy związany z silnym wzrostem cen gazu i energii w analogicznym miesiącu ubiegłego roku. Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach bieżącego roku było wyższe od średniej z ostatnich ośmiu lat, co poprzez efekt bazy może oddziaływać w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji na początku 2010 r. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę, że w 2009 r. inflacja może utrzymać się na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się między innymi dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w II połowie 2008 r.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji, część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego związane jest przede wszystkim z dokonanymi wcześniej podwyżkami cen regulowanych oraz wzrostem cen żywności nieprzetworzonej. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu inflacji oddziałuje także – i prawdopodobnie będzie nadal oddziaływał – inercyjny charakter procesów inflacyjnych. Ponadto oceniali oni, że – mimo osłabienia presji inflacyjnej – w niektórych obszarach gospodarki nadal utrzymuje się presja popytowa, o czym świadczy między innymi wzrost cen usług rynkowych.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się inflacji HICP w Polsce. Część członków Rady zwracała uwagę, że różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną dla kryterium stabilności cen zwiększyła się w maju br. do 1,0 pkt. proc. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja w Polsce jest wyższa niż w krajach Europy Zachodniej przede wszystkim ze względu na znaczące podwyżki cen regulowanych, pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Na różnicę w poziomach inflacji może wpływać również wcześniejsza deprecjacja kursu złotego oraz mniejsza skala osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, zwracano uwagę na prognozowane znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że sytuacja na części terminowych rynków surowców i żywności wskazuje na ryzyko utrzymania się wzrostowej

tendencji cen tych towarów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce. Ponadto do ograniczenia spadku inflacji w dłuższym okresie będą się przyczyniać zmiany strukturalne w polskiej gospodarce prowadzące do wzrostu popytu na usługi rynkowe. Członkowie ci zwracali również uwagę, że zgodnie z projekcją w latach 2010-2011 wskaźnik inflacji CPI ma być niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że czerwcowa projekcja NBP wskazuje na znaczące pogłębienie się ujemnej luki popytowej prowadzące do silnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie inflacja może kształtować się poniżej centralnej ścieżki projekcji ze względu na ryzyko niższego niż przyjęto w projekcji tempa wzrostu gospodarczego za granicą. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na stosunkowo powolne dostosowanie zatrudnienia w pierwszej fazie spadku koniunktury jego dynamika, a w konsekwencji także dynamika jednostkowych kosztów pracy, mogą być w dłuższym horyzoncie niższe niż w projekcji. Członkowie ci oceniali również, że w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być stosunkowo słaby. Ponadto zdaniem tych członków Rady kurs złotego jest obecnie znacząco słabszy od kursu równowagi średniookresowej, co wskazuje, że może się kształtować na silniejszym poziomie niż uwzględniono w projekcji.

Analizując kształtowanie się kursu złotego, wskazywano na jego względną stabilizację w ostatnich miesiącach. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że w maju i czerwcu br. kurs złotego się osłabił. Podkreślano, że wpływ na zmiany kursu złotego mają obecnie głównie czynniki o charakterze regionalnym, w szczególności niekorzystna sytuacja makroekonomiczna w niektórych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie wskazywano na niepewność dotyczącą wpływu pogorszenia sytuacji fiskalnej oraz zmieniających się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce na kurs złotego. Z drugiej strony część członków Rady oceniała, że ryzyko deprecjacji złotego obniżyło się znacząco w związku z poprawą nastrojów na globalnych rynkach finansowych, a także, że jest ono ograniczane przez relatywnie mocne fundamenty polskiej gospodarki.

Omawiając wpływ zmian kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że wcześniejsza deprecjacja kursu przyczyniła się do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie. Część członków Rady oceniała jednak, że w warunkach niskiego popytu wpływ deprecjacji złotego na inflację będzie się stopniowo zmniejszać. Członkowie ci podkreślali, że obecny poziom kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych i na rynku krajowym, co znajduje odzwierciedlenie w poprawie salda na rachunku obrotów bieżących oraz ogranicza spadek produkcji krajowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych w kraju i za granicą, wskazywano, że w obecnych warunkach dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro ma ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w przypadku dalszego spadku awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych obecny dysparytet mógłby przyczyniać się do napływu krótkoterminowego kapitału do Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że ryzyko to jest ograniczane przez nadal wysoki poziom premii za ryzyko w odniesieniu do gospodarek wschodzących. W opinii tych członków Rady obecny dysparytet jest zgodny z wyższym w porównaniu ze strefą euro poziomem naturalnej stopy procentowej oraz korzystniejszą sytuacją gospodarczą w Polsce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe *ex post* (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie niższym niż w strefie euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na dalszy silny spadek dynamiki kredytu dla sektora prywatnego. Część członków Rady zwracała uwagę na rosnące ryzyko kredytowe zarówno w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że znaczące zwiększenie akcji kredytowej może nastąpić dopiero w

sytuacji istotnego zmniejszenia się obaw banków o jakość ich portfeli kredytowych. Ponadto zwracali oni uwagę, że w kierunku ograniczenia akcji kredytowej oddziałuje wysoka preferencja płynności związana z dążeniem banków do poprawy struktury swoich bilansów poprzez zwiększenie udziału aktywów płynnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że zwiększeniu akcji kredytowej sprzyjałoby wzmocnienie bazy kapitałowej banków. W tym kontekście oceniali oni, że ewentualna wypłata dywidendy przez PKO BP będzie prawdopodobnie prowadzić do ograniczenia podaży kredytu przez ten bank. Ponadto członkowie ci wskazywali, że w sytuacji, gdyby inne banki również zdecydowały się na wypłatę dywidendy, mogłoby wzrosnąć ryzyko dla stabilności systemu finansowego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że oczekiwane w czerwcowej projekcji znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a także dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, ryzyko utrzymywania się przez dłuższy okres niskiej aktywności gospodarczej na świecie oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem innych członków Rady niski poziom realnych stóp procentowych, utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja oraz niepewność dotycząca perspektyw inflacji w Polsce w świetle rosnących cen surowców na rynkach światowych i utrzymującej się znacznej zmienności kursu złotego, jak również ryzyka związane z przyszłym kształtem polityki fiskalnej uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, a stopa redyskonta weksli 3,75%.

*Data publikacji: 23 lipca 2009 r.*