

Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 25-26 czerwca 2002

W dniach 25 - 26 czerwca 2002 r. odbyło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Rada zapoznała się z materiałami przygotowanymi przez Zarząd i departamenty NBP oraz materiałami informacyjnymi i analitycznymi Ministerstwa Finansów, banków oraz instytutów badawczych. Na tej podstawie Rada omówiła sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, sferze realnej gospodarki oraz tendencje w zakresie płac i świadczeń społecznych, w sektorze finansów publicznych, w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych oraz kształtowanie się cen i oczekiwań inflacyjnych.

1. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o ustaleniu celu inflacyjnego na 2003 r. na poziomie 3% (z granicami tolerancji +/- 1 pkt. proc.). Jest to konkretyzacja ustalonego we wrześniu 1998 r. średniookresowego celu polityki pieniężnej: obniżenia inflacji do poziomu poniżej 4% w 2003 r. Jest to również poziom spójny ze wskaźnikiem inflacji przyjętym przez rząd w *Założeniach do projektu budżetu państwa na rok 2003*.
2. Rada Polityki Pieniężnej informuje ponadto, że w II połowie br. zostaną opublikowane założenia średniookresowej strategii polityki pieniężnej, w ramach której zostanie określony kolejny średniookresowy cel inflacyjny. Rada Polityki Pieniężnej zakłada, że podstawą tych założeń będzie opracowana w porozumieniu z rządem strategia wejścia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej.
3. Warunki realizacji celu inflacyjnego w 2002 r. okazały się znacznie korzystniejsze dla obniżenia inflacji niż przewidywano w momencie jego wyznaczania w sierpniu 2001 r. Niespodziewanie pomyślnie ukształtowały się czynniki podażowe, zwłaszcza w odniesieniu do cen żywności i paliw. Mniejszy niż zakładano będzie wzrost cen podlegających administracyjnej regulacji. Na niższym poziomie ustaliła się dynamika popytu krajowego.
4. W związku z powyższym można obecnie oczekiwać, że inflacja - przy braku niespodziewanych i niekorzystnych wstrząsów podażowych w drugiej połowie br. - będzie najprawdopodobniej wyraźnie niższa niż 4%, co stanowi dolną granicę przedziału celu inflacyjnego ogłoszonego w sierpniu 2001 r. Będzie tak pomimo obniżenia stóp procentowych NBP od sierpnia 2001 r. do maja br. łącznie o 6,5 pkt. proc.
5. Biorąc pod uwagę te okoliczności i kierując się nadrzędnym celem polityki pieniężnej, jakim jest stabilizacja inflacji na niskim poziomie, a także mając na uwadze potrzebę zachowania przejrzystości, co do priorytetów prowadzonej polityki monetarnej, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć poziom celu inflacyjnego na 2002 r. do 3% z dopuszczalnym przedziałem odchyień +/- 1 pkt. proc.

Rada Polityki Pieniężnej omówiła i przyjęła *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za I kwartał 2002 roku* i *Raport o inflacji w I kwartale 2002 r.* oraz zapoznała się z *Oceną sytuacji ekonomicznej banków w 2001 r.* oraz *Oceną wpływu polityki pieniężnej, podatkowej i nadzorczej na rozwój banków w 2001 r.* przygotowanymi przez Komisję Nadzoru Bankowego.

I. Uwarunkowania zewnętrzne.

Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej utrzymały się sygnały wskazujące, że otoczenie zewnętrzne powinno sprzyjać stopniowemu ożywieniu gospodarczemu w Polsce.

- Nadal oczekiwany jest wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych.
- Widoczne są oznaki poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro, w której obecnie wzrost gospodarczy jest szacowany na 1,3% (1,2% przed miesiącem). W Niemczech, podobnie jak w maju br., wskaźnik ten jest szacowany na 0,9%.

II. Produkcja, wzrost gospodarczy.

1. Ogólna ocena sytuacji gospodarczej wskazuje, że tempo wzrostu aktywności gospodarczej będzie prawdopodobnie nieco wolniejsze niż wskazywały wcześniejsze dane makroekonomiczne. W I kwartale br. Produkt Krajowy Brutto wzrósł realnie o 0,5% w porównaniu z analogicznym okresem ub. r. wobec 0,2% w IV kwartale 2001 r. Popyt krajowy utrzymał się na poziomie notowanym przed rokiem, podczas gdy w IV kwartale 2001 r. spadł o 2,8%. Spożycie indywidualne wzrosło o 3,5% wobec wzrostu o 3,3% w IV kwartale ub. r., a nakłady brutto na środki trwałe obniżyły się o 13,3% wobec spadku o 13,5% w IV kwartale poprzedniego roku.
2. Sytuacja gospodarcza powinna zacząć się stopniowo poprawiać w II połowie br. Może na to wskazywać - poza korzystnym wpływem otoczenia zewnętrznego:
 - Poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw w I kwartale br., sprzyjającą wzrostowi aktywności inwestycyjnej.
 - Wyższy niż szacował NBP wzrost dochodów z pracy najemnej oraz dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kwartale br. Podwyższony został szacunek NBP wzrostu nominalnego dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w 2002 r. z 3,3% do 4,3%.
 - W maju br. wskaźnik koniunktury Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH zwiększył się o 3 pkt. Maj był czwartym z kolei miesiącem poprawy koniunktury w przemyśle przetwórczym. Przedsiębiorstwa spodziewają się dalszej poprawy sytuacji gospodarczej.
 - W maju br. - po raz pierwszy od początku badań koniunktury Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (styczeń 2001 r.) - przedsiębiorcy pozytywnie ocenili koniunkturę gospodarczą. Przedsiębiorcy spodziewają się dalszej poprawy sytuacji gospodarczej.
3. Informacjom świadczącym o nadchodzącym ożywieniu towarzyszą jednak dane wskazujące, iż jego tempo będzie w najbliższych miesiącach bardzo umiarkowane:
 - Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej obniżyło się z 3,1% w kwietniu do 1,8% w maju br.
 - Wyniki badań koniunktury GUS świadczące generalnie o możliwości poprawy sytuacji gospodarczej, wskazują na gorsze niż przed miesiącem oceny sytuacji bieżącej oraz mniej optymistyczne przewidywania dotyczące przyszłego popytu i produkcji w przemyśle. W budownictwie ogólny klimat koniunktury jest oceniany na poziomie zbliżonym do sytuacji przed miesiącem i przed rokiem. Oceny klimatu koniunktury w handlu detalicznym utrzymały się na poziomie z maja br. i są lepsze niż przed rokiem, jednak pogorszyły się prognozy na najbliższe miesiące.
 - Mimo spadku zapasów wyrobów gotowych w I kwartale br., przedsiębiorcy objęci badaniami koniunktury GUS nadal oceniają, że poziom zapasów w przemyśle jest nadmierny, a w handlu detalicznym - wystarczający.
 - Utrzymuje się stagnacyjny trend produkcji przemysłu. W maju br. produkcja przemysłu była o 4,1%, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych (jeden dzień roboczy mniej niż w maju 2001 r.), o około 2% niższa niż przed rokiem.
 - W maju br. spadek produkcji budownictwa w porównaniu z analogicznym miesiącem 2001 r. był większy niż w kwietniu (9,4% wobec 6,2%), ale wskaźniki trendu potwierdzają zaobserwowaną przed miesiącem tendencję spowalniania spadku produkcji budowlano-montażowej.

III. Płace, świadczenia społeczne.

Najnowsze dane potwierdzają umiarkowany, lecz stabilny wzrost dochodów gospodarstw domowych. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem szacunek nominalnego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w 2002 r. został podwyższony z 3,3% do 4,3%.

- Utrzymał się umiarkowany poziom wzrostu nominalnego przeciętnej płacy w przedsiębiorstwach. W okresie styczeń-maj 2002 r. realnie wzrost wyniósł 1,6% i był wyższy niż przed rokiem. Niski poziom aktywności gospodarczej nie pozwala przewidywać istotnego przyspieszenia wzrostu płac w najbliższych miesiącach.
- Tempo spadku zatrudnienia w przedsiębiorstwach nieznacznie zmniejszyło się. Przeciętne zatrudnienie było niższe o 0,2% w porównaniu z kwietniem i o 4,6% niż przed rokiem. Stopa bezrobocia spadła z 17,8% do 17,2%.

- W I kwartale br. spadek zatrudnienia w gospodarce narodowej był mniejszy niż w sektorze przedsiębiorstw, a nominalny wzrost przeciętnych wynagrodzeń szybszy. Bardzo wysoki był również wzrost zasiłków dla bezrobotnych oraz ze świadczeń przedemerytalnych.

IV. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.

1. Dane o wykonaniu budżetu państwa wskazują, że nie widać większych zagrożeń dla realizacji *Ustawy budżetowej na rok 2002*. Istnieje jednak niebezpieczeństwo, że deficyt ekonomiczny będzie wyższy w związku z sytuacją funduszy celowych: niskimi wpływami ze składek na ubezpieczenia społeczne, opóźnieniami w przekazywaniu należnych składek do Otwartych Funduszy Emerytalnych, rosnącymi wydatkami Funduszu Pracy oraz stworzeniem możliwości zaciągania kredytów i pożyczek przez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych.
2. W sytuacji wysokiego deficytu ekonomicznego, szczególnie groźna jest malejąca przejrzystość finansów publicznych, polegająca na wzroście wydatków publicznych, które przy stosowanych obecnie przez rząd zasadach obliczania dochodów i wydatków sektora publicznego nie znajdują odzwierciedlenia w wyniku finansowym tego sektora. Np. Agencja Rynku Rolnego, która już zaciągnęła około 1,5 mld zł kredytu ma zamiar sfinansować dodatkową interwencję na rynku rolnym kredytami poręczonymi przez Skarb Państwa. Tego rodzaju wzrost zadłużenia powinien być traktowany jako forma zwiększania deficytu sektora finansów publicznych.
3. Deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych utrzyma się w 2002 r. na bardzo wysokim poziomie (ok. 5% PKB) negatywnie wpływając na perspektywy wzrostu gospodarczego. Wysoka podaż papierów skarbowych niezbędna dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, ogranicza możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw i może spowodować umocnienie kursu złotego nie wzmacniając zarazem - w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych - konkurencyjności gospodarki.
4. Ministerstwo Finansów przedstawiło *Założenia projektu budżetu państwa na rok 2003*, zgodnie z którymi deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych wyniesie 38,8 mld zł, tj. 4,9% PKB, natomiast deficyt budżetu ma nadal pozostać na wysokim poziomie 2002 r. W sytuacji prognozowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oznacza to dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej. Utrzymają się zatem wskazane wyżej negatywne oddziaływania finansów publicznych na rozwój gospodarczy, a jednocześnie radykalnemu ograniczeniu ulegnie pole manewru polityki monetarnej.

V. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

W porównaniu do sytuacji przed miesiącem ocena sytuacji monetarnej nie uległa zasadniczym zmianom. Dane nadal wskazują, że mimo niskiej dynamiki agregatów monetarnych istnieją w tej dziedzinie pewnych zagrożeń dla przyszłej inflacji:

- Roczna dynamika podaży pieniądza M3 utrzymuje się na niskim poziomie, choć w porównaniu z kwietniem nieznacznie wzrosła, z 2,9% do 3,6%.
- Dynamika roczna gotówki w obiegu wzrosła z 16,0% przed miesiącem do 17,9%. Utrzymuje się niepewność co do przyczyn i możliwych skutków inflacyjnych wysokiej dynamiki gotówki w obiegu.
- Depozyty gospodarstw domowych wzrosły w porównaniu z kwietniem o 0,6%, ale ok. 70% tego przyrostu wynikało z osłabienia kursu złotego. Roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych obniżyła się z 1,9% do 1,6%. W maju br. po raz pierwszy zanotowano roczny spadek depozytów złotych.
- Roczna dynamika kredytu dla gospodarstw domowych obniżyła się z 16,5% przed miesiącem do 15,8%. Kredyty dla przedsiębiorstw, po 2 miesiącach spadku w skali roku (odpowiednio -1,8% i -1,9%), osiągnęły poziom obserwowany w maju 2001 r. Roczna dynamika zadłużenia netto instytucji rządowych obniżyła się z 14,5% przed miesiącem do 9,3%.
- Wcześniejsze obniżki stóp procentowych NBP jeszcze nie w pełni przełożyły się na zmiany oprocentowania w bankach komercyjnych. W maju br. średnie oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych spadło:
 - w przypadku terminowych depozytów złotych gospodarstw domowych o 0,4 pkt. proc. do 6,6%;

- w przypadku kredytów złotych dla przedsiębiorstw o 0,3 pkt. proc. do 13,4%;
- w przypadku kredytów złotych dla gospodarstw domowych o 0,2 pkt. proc. do 18,3%.

VI. Ceny, oczekiwania inflacyjne.

Niespodziewanie głęboki spadek cen w maju w znacznej mierze spowodowany został czynnikami o charakterze przejściowym. Kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja jednak wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych. Wyniki mają potwierdzać więc wcześniejsze oceny wskazujące na trwały charakter procesu dezinflacji, stwarzający szansę na stabilizację inflacji na niskim poziomie:

- W maju br. - zgodnie z oczekiwaniami związanymi z nietypowo wysokim wzrostem cen w maju 2001 r. - obniżył się roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Tegoroczny maj okazał się jednak także nietypowy. Ceny warzyw, zamiast charakterystycznego dla tego okresu roku wzrostu, znacznie się obniżyły. Dzięki temu inflacja spadła o około 0,5 punktu procentowego silniej niż prognozowano, do poziomu 1,9%.
- Obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej:
 - 15% średnia obciąża z 2,6% do 2,0%;
 - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności z 2,5% do 2,1%;
 - inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i cen paliw z 2,7% do 2,4%;
 - inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 2,6% do 1,7%;
 - inflacja "netto" (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) z 4,0% do 3,2%.

Tempo spadku miar inflacji bazowej było wolniejsze niż wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. W maju br. większość miar inflacji bazowej (z wyjątkiem inflacji po wyłączeniu cen kontrolowanych) ukształtowała się powyżej wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Wskaźnik inflacji netto, który kształtuje się na najwyższym poziomie (o 1,3 pkt. proc. ponad wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych) ilustruje szczególnie silny wpływ paliw i żywności na obniżanie inflacji. Utrzymujący się od wielu miesięcy spadek wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że obniżenie inflacji nie jest zjawiskiem przejściowym.

- Po wyraźnej poprawie przed miesiącem, struktura odpowiedzi na pytania ankiety badającej oczekiwania inflacyjne osób prywatnych nie zmieniła się istotnie.
- W czerwcu wyraźnie spadły oczekiwania inflacyjne analityków bankowych. Obecnie przewidują oni, że inflacja w grudniu br. wyniesie 3,3% wobec 4,1% przed miesiącem, a za 11 miesięcy - 3,6% wobec 4,2% przed miesiącem.
- Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były w kwietniu br. o 0,5% wyższe niż przed rokiem.
- Od poprzedniego posiedzenia Rady nie zmieniły się prognozy kształtowania się cen ropy naftowej. Przewiduje się, że w 2002 r. średnia cena ropy wyniesie 23 dolary. W porównaniu do sytuacji w poprzednich miesiącach ryzyko wzrostu cen ropy naftowej zmniejszyło się. W warunkach stabilizacji popytu na niskim poziomie wzrosła podaż ropy naftowej.

VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.

1. W porównaniu do sytuacji przed miesiącem pojawiły się następujące sygnały wskazujące na wzmocnienie czynników korzystnych dla niskiej inflacji:
 - po wyraźnej poprawie przed miesiącem, utrzymała się korzystna dla przyszłej inflacji struktura oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz obniżyła się inflacja prognozowana przez analityków bankowych; kształtowanie się inflacji na niskim poziomie sprzyja wzmocnieniu niskich oczekiwań inflacyjnych;
 - spadły wszystkie miary inflacji bazowej, a roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzymuje się na niskim poziomie;
 - zmniejszyło się ryzyko wzrostu cen ropy naftowej.

2. Oceny perspektyw wzrostu aktywności gospodarczej wskazują na mniejsze niż przed miesiącem prawdopodobieństwo szybkiego wzrostu popytu krajowego. Nadal ocenia się, że poprawa powinna zacząć się w II połowie br. jednak bardziej odczuwalna będzie dopiero w IV kwartale.
3. Za ograniczeniem skali obniżki stóp przemawiają:
 - perspektywa dalszego rozluźnienia polityki fiskalnej w 2003 r., co stanowi zasadnicze ograniczenie pola manewru dla polityki pieniężnej;
 - spadek rocznej dynamiki depozytów gospodarstw domowych, a zwłaszcza spadek depozytów złotych;
 - utrzymywanie się wysokiej i rosnącej dynamiki gotówki w obiegu.

Należy także pamiętać, że pełne skutki dokonanych od lutego 2001 r. obniżek stóp procentowych łącznie o 10 pkt. proc. jeszcze się nie ujawniły, a ich prognozy są obciążone znaczną niepewnością. Ponadto, w warunkach niższych stóp procentowych mniejsze bezwzględne ich zmiany oznaczają podobną zmianę względną.

Biorąc pod uwagę te argumenty Rada Polityki Pieniężnej postanowiła:

- **obniżyć minimalną stopę rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 9,0% do 8,5%;**
- **obniżyć stopę redyskontową weksli z 10,5% do 10,0%;**
- **obniżyć stopę kredytu lombardowego z 12,0% do 11,5%;**
- **obniżyć stopę depozytową z 6,0% do 5,5%;**
- **utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.**

VIII.

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 18 - 19 lipca 2002 r.