

## Informacja z posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniach 27-28 listopada 2001

W dniach 27-28 listopada 2001 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 kształtowanie się inflacji; tendencje w zakresie podaży pieniądza, kredytu i stóp procentowych; uwarunkowania zewnętrzne oraz sytuację w bilansie płatniczym, sferze realnej gospodarki i w sektorze finansów publicznych.

### I. Inflacja, oczekiwania inflacyjne.

1. Wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku obniżył się w październiku br. do 4,0% z 4,3% przed miesiącem.
2. Spadły również wszystkie miary inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym:
  - o 15% średnia obciążona z 4,6% do 4,2%;
  - o inflacja po wyłączeniu cen kontrolowanych z 4,1% do 3,9%;
  - o inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności z 3,6% do 3,2%;
  - o inflacja po wyłączeniu cen o największej zmienności i paliw z 4,3% do 4,0%;
  - o inflacja "netto" (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) z 5,8% do 5,5%;
3. Wg wstępnych danych GUS, po wzroście o 0,3% w lipcu, 0,8% w sierpniu i 0,5% we wrześniu br., ceny produkcji sprzedanej przemysłu w październiku br. obniżyły się o 0,4% w porównaniu z poprzednim miesiącem. W stosunku do października 2000 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się o 0,3%.
4. W listopadzie br. znacznie poprawiły się oczekiwania osób prywatnych dotyczące inflacji w przyszłości. Grupa osób najbardziej pesymistycznych, przewidujących, że ceny będą rosły szybciej niż obecnie, obniżyła się o 3,2 punktu procentowego i osiągnęła najniższy poziom w historii badań (13,8%). Z kolei odsetek ankietowanych oczekujących, że ceny będą takie same jak teraz, wzrósł o 1,8 punktu procentowego i osiągnął najwyższy poziom w historii ankiety Demoskopu (7,8%). Znacząco (o 2,6 pkt. proc., do 15,7%) wzrósł również odsetek osób oczekujących, że tempo wzrostu cen będzie niższe niż obecnie.

Stopa inflacji oczekiwana przez analityków bankowych na koniec br. obniżyła się do 4,2% z 5,2% przed miesiącem. Inflacja oczekiwana w horyzoncie 11 miesięcy obniżyła się o 0,3 pkt. proc. i wyniosła 4,8%.

**W październiku br. obniżył się wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz wszystkie miary inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym. Utrzymanie się wskaźnika tzw. inflacji netto powyżej CPI (o 1,5 pkt. proc.) świadczy o korzystnym wpływie na inflację wyłączanych w tym wskaźniku grup towarów, czyli żywności i paliw. Jednak tendencja spadkowa pozostałych miar inflacji bazowej pokazuje, że obserwowany spadek inflacji dotyczy większości grup towarów i usług konsumpcyjnych i nie jest spowodowany jedynie czynnikami przejściowymi.**

**Ceny produkcji sprzedanej przemysłu były niższe niż przed miesiącem i niższe niż przed rokiem. Znacznie poprawiły się oczekiwania osób prywatnych dotyczące przyszłej inflacji. Dalszemu obniżeniu uległo również przyszłe tempo wzrostu cen oczekiwane przez analityków bankowych.**

### II. Podaż pieniądza, kredyty, stopy procentowe.

1. Nominalne tempo przyrostu podaży pieniądza ogółem (M2) w skali roku wyniosło w październiku br. 13,1% (wobec 14,3% przed miesiącem).
2. Dynamika depozytów złotych osób prywatnych w skali roku spadła do 16,8% z 19,0% we wrześniu br. Jednak spadkowi tempa przyrostu depozytów złotych w bankach towarzyszył wzrost zainteresowania osób prywatnych innymi formami lokowania oszczędności, np. obligacjami oszczędnościowymi.
3. W październiku br. roczna dynamika akcji kredytowej ogółem obniżyła się do 8,5% z 10,7% przed miesiącem. Obniżyła się zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (do 16,4% z 18,7% we wrześniu br.), jaki i dla przedsiębiorstw (do 6,2% z 8,4% przed miesiącem).

W październiku - w porównaniu z wrześniem br. - obniżyło się tempo wzrostu agregatów monetarnych, co sygnalizuje dalsze obniżanie się presji inflacyjnej. Negatywne skutki w zakresie skłonności do oszczędzania może wywołać wprowadzenie podatku od dochodów z oszczędności.

### III. Uwarunkowania zewnętrzne.

1. Od ostatniego posiedzenia RPP, zwiększyła się liczba prognoz wskazujących na pogorszenie koniunktury w gospodarce światowej w stosunku do wcześniejszych przewidywań. Ożywienie w gospodarce światowej nastąpi prawdopodobnie dopiero w II połowie 2002 r.
2. W związku z pogorszeniem prognoz wzrostu gospodarczego na świecie, od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, oczekiwania co do przyszłego kształtowania się cen ropy naftowej obniżyły się.

**Zwiększyło się prawdopodobieństwo, że tempo wzrostu gospodarczego na świecie w 2001 i 2002 r. będzie niższe niż wcześniej przewidywano. Oznacza to gorsze perspektywy dla polskiego eksportu. Jest to jednocześnie czynnik ograniczający presję inflacyjną. Od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej, obniżyły się również oczekiwania co do przyszłego kształtowania się cen ropy naftowej.**

### IV. Bilans płatniczy, kurs walutowy.

1. W okresie styczeń-wrzesień deficyt obrotów bieżących wyniósł 5,4 mld dolarów i był niższy o blisko 2,5 mld dolarów niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Eksport był o 10,2% wyższy niż w okresie styczeń-wrzesień 2000 r., podczas gdy dynamika importu wyniosła 1,9%.
2. W październiku br. kurs złotego umocnił się zarówno w stosunku do euro (średni kurs wyniósł 3,74 zł wobec 3,85 zł we wrześniu br.), jak i wobec dolara (4,13 zł wobec 4,22 zł przed miesiącem).

**Znaczna poprawa salda rachunku bieżącego bilansu płatniczego świadczy o umacnianiu się równowagi makroekonomicznej.**

### V. Podaż, popyt, sytuacja na rynku pracy i dochody.

1. W październiku br. produkcja sprzedana przemysłu była o 1,4% wyższa niż przed rokiem. Jednakże w porównywalnym czasie pracy poziom produkcji był o ok. 0,8% niższy niż w październiku 2000 r. Produkcja budowlano-montażowa była o 11% niższa niż przed rokiem (we wrześniu spadek wyniósł 11,1%, a w sierpniu br. - 13,9%).
2. W okresie styczeń-wrzesień br. nastąpiło pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw. Zysk netto wyniósł 2,7 mld zł wobec 6,4 mld zł przed rokiem. Przedsiębiorstwa prywatne zanotowały zysk netto na poziomie 3,8 mld zł (5 mld zł przed rokiem), a firmy należące do sektora publicznego poniosły 1,1 mld zł straty (wobec 1,4 mld zł zysku przed rokiem).
3. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się w październiku br. o 0,3% w porównaniu z wrześniem br. i było o 4,4% niższe niż przed rokiem. Stopa bezrobocia wzrosła do 16,4% z 16,3% przed miesiącem.
4. W okresie styczeń-październik br. przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw było nominalnie o 7,3%, a realnie o 1,4% wyższe niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Jednak ze względu na spadek zatrudnienia fundusz wynagrodzeń był realnie niższy niż przed rokiem. Przeciętna emerytura i renta pracownicza była w okresie styczeń-październik br. nominalnie o 10,3% wyższa niż w analogicznym okresie 2000 r., a jej siła nabywcza zwiększyła się o 4,3%.

**Utrzymuje się niski poziom aktywności gospodarczej. Sytuacja na rynku pracy powinna nadal sprzyjać ograniczeniu presji płacowej. W związku z tym, niewielkie jest zagrożenie inflacyjne ze strony wzrostu popytu.**

### VI. Sytuacja w sektorze finansów publicznych.

Rząd przyjął projekt budżetu państwa na 2002 r., który generalnie potwierdza wcześniejsze zapowiedzi, że wydatki budżetu państwa wyniosą ok. 183 mld zł, a deficyt nie przekroczy 40 mld zł. W sferze finansów publicznych pozostaje jednak duża niepewność co do ostatecznego kształtu budżetu na 2002 r. związana z przebiegiem prac Parlamentu nad ustawami o budżecie.

Nawet w tym kształcie projekt budżetu na 2002 r. budzi niepokój co do jego wpływu na przyszły wzrost gospodarczy oraz możliwość poprawy układu polityki fiskalnej i monetarnej. Tempo realnego wzrostu wydatków całego sektora finansów publicznych jest tylko nieznacznie niższe niż w projekcie poprzedniego rządu, część ograniczenia wydatków budżetu państwa w 2002 r. została osiągnięta przez przesunięcie niektórych wydatków w czasie lub do innych części sektora finansów publicznych, a deficyt ekonomiczny został założony na poziomie wyższym niż w poprzednim projekcie.

## VII. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej.

1. Projekt Ustawy budżetowej na rok 2002 potwierdza generalnie wcześniejsze zapowiedzi rządu co do kształtu budżetu. Informacje te zostały uwzględnione w decyzji o obniżce stóp procentowych na poprzednim posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej i nie stanowią przesłanki przemawiającej za złagodzeniem polityki pieniężnej.
2. Natomiast dane ekonomiczne, które pojawiły się od czasu ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej sygnalizują dalszy spadek presji inflacyjnej:
  - W październiku br. obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej, co wskazuje, że spadek inflacji nie wynika jedynie z działania czynników przejściowych, ale dotyczy większości grup towarów i usług.
  - Obniżyły się ceny produkcji sprzedanej przemysłu, co sygnalizuje, że ich wzrost w okresie lipiec-wrzesień br. był prawdopodobnie przejściowy. W porównaniu z październikiem 2000 r. ceny produkcji przemysłowej obniżyły się. Oznacza to mniejszą presję na wzrost cen konsumpcyjnych w przyszłości.
  - Wyraźnie poprawiły się oczekiwania osób prywatnych dotyczące inflacji w przyszłości. Dalszemu obniżeniu uległy również oczekiwania inflacyjne analityków bankowych.
  - Korzystniej dla przyszłej inflacji ukształtowały się czynniki monetarne:
    - Tempo wzrostu podaży pieniądza ogółem w skali roku obniżyło się do 13,1% z 14,3% przed miesiącem.
    - Dynamika akcji kredytowej ogółem w ujęciu dwunastomiesięcznym obniżyła się do 8,5% z 10,7% we wrześniu br.
  - Obniżyły się oczekiwania co do przyszłego kształtowania się cen ropy naftowej.
  - Wyniki finansowe przedsiębiorstw w okresie styczeń-wrzesień były gorsze niż w analogicznym okresie 2000 r., co może oznaczać mniejszy popyt inwestycyjny w przyszłości.
  - W okresie od ostatniego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej pojawiły się również sygnały potwierdzające wcześniejsze tendencje korzystne dla przyszłej inflacji:
    - Tempo wzrostu gospodarczego na świecie w 2001 i 2002 r. będzie niższe niż wcześniej przewidywano. Oznacza to trudniejsze warunki dla polskiego eksportu. Jest to jednocześnie czynnik ograniczający presję inflacyjną.
    - Sytuacja na rynku pracy powinna ograniczać presję płacową.
3. **W tej sytuacji, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 1,5 punktu procentowego oraz utrzymać neutralne nastawienie w polityce pieniężnej.**

## VIII.

Rada Polityki Pieniężnej pragnie jednocześnie podkreślić, że w 2001 r. dokonała już łącznych obniżek stóp procentowych o 7,5 punktu procentowego. Minimalna stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku została obniżona z 19% do 11,5%, stopa redyskontowa weksli z 21,5% do 14%, a stopa kredytu lombardowego z 23% do 15,5%. Pełne skutki tych obniżek jeszcze się nie ujawniły.

Jednocześnie utrzymuje się poważna niepewność co do sytuacji w sektorze finansów publicznych w latach 2002 i 2003, wpływu podatku od dochodów z oszczędności na

**skłonność do oszczędzania, skali niezbędnych reform strukturalnych jakie zostaną przeprowadzone.**

**Trudno oczekiwać, aby ta niepewność została rozproszona w najbliższym czasie. Obydwa czynniki: duża skala dokonanych w 2001 r. łącznych obniżek stóp procentowych NBP i niepełne ujawnienie się ich skutków oraz utrzymywanie się ważnych źródeł niepewności będzie stanowić zasadniczą przesłankę dla dalszych decyzji Rady Polityki Pieniężnej.**

#### **IX.**

Narodowy Bank Polski oraz Rada Polityki Pieniężnej rozważa możliwość podjęcia działań (zamiana obligacji NBP wyemitowanych w związku z obniżką stopy rezerwy obowiązkowej w 1999 r. na obligacje o wartości rynkowej) mających na celu złagodzenie negatywnego wpływu podatku od dochodów z kapitałów pieniężnych na oprocentowanie depozytów bankowych.

#### **X.**

Zgodnie z *Załoženiami Polityki Pieniężnej na 2001 r.* Narodowy Bank Polski wprowadza z dniem 1 grudnia 2001 r. stopę depozytową banku centralnego. Stopa depozytowa będzie wyznaczała cenę, jaką bank centralny zaoferuje bankom za złożenie przez nie krótkookresowego depozytu. Celem wprowadzenia tego instrumentu jest ograniczenie wahań krótkookresowych stóp procentowych na rynku międzybankowym. Wprowadzenie stopy depozytowej jest także krokiem w kierunku dostosowania instrumentów NBP do standardów Europejskiego Banku Centralnego.

Zasady przyjmowania i obsługi depozytu określa uchwała Zarządu NBP w sprawie warunków otwierania i prowadzenia rachunków banków przez NBP oraz zawarte z bankami umowy. Instrument ten będzie dostępny dla wszystkich banków posiadających rachunki bieżące w Departamencie Systemu Płatniczego (DSP). Niezabezpieczony depozyt będzie mógł zostać złożony przez bank przed końcem dnia operacyjnego, terminem zwrotu będzie początek następnego dnia operacyjnego. Kwota przyjmowanych depozytów nie będzie ograniczona.

Oprocentowanie depozytu ustalane przez Radę Polityki Pieniężnej (stopa depozytowa) będzie niższe od stopy referencyjnej (minimalnego oprocentowania operacji otwartego rynku z 28-dniowym terminem zapadalności). Rada zakłada funkcjonowanie w normalnych warunkach symetrycznego korytarza stóp procentowych banku centralnego - co oznacza, że różnica (wyrażona w punktach procentowych) między stopą depozytową i stopą referencyjną będzie równa różnicy między oprocentowaniem kredytu lombardowego a poziomem stopy referencyjnej. Różnica ta będzie ponadto uzależniona od poziomu stóp procentowych NBP - przy niższych stopach może ulec zmniejszeniu. W związku z powyższym możliwe będzie stopniowe dostosowywanie szerokości korytarza stóp NBP w zależności od zmian poziomu stopy referencyjnej. Zachowanie symetrycznego korytarza stóp procentowych wokół poziomu stopy referencyjnej będzie wówczas wymagało większej zmiany stopy lombardowej oraz mniejszej zmiany stopy depozytowej w porównaniu do zmian stopy referencyjnej. Dostosowanie to będzie miało charakter techniczny i nie będzie oznaczało zmiany ogólnego kierunku ani stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

#### **XI.**

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w dniach 18-19 grudnia 2001 r.