

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 LUTEGO 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 kształtowaniu się kursu złotego, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle lutowej projekcji inflacji i PKB.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego. Wskazywano, że od ostatniego posiedzenia Rady waluty krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złoty, osłabiły się istotnie. Podkreślano, że deprecjacja walut regionu wynikała m.in. z pogorszenia perspektyw gospodarczych w krajach regionu, w tym wzrostu obaw o stabilność makroekonomiczną niektórych z tych krajów. Wśród czynników oddziałujących w kierunku osłabienia walut regionu, w tym złotego, wymieniano również wzrost globalnej awersji do ryzyka, skutkujący odpływem kapitału z rynków wschodzących, obawy o finansowanie dużych deficytów w handlu zagranicznym w niektórych krajach oraz transakcje walutowe inwestorów krótkoterminowych. Zwracano uwagę, że skala deprecjacji polskiej waluty wynikająca z relatywnie większej płynności rynku złotego nie odzwierciedlała stosunkowo korzystnej sytuacji i perspektyw wzrostu gospodarki polskiej. Część członków Rady wskazywała, że deprecjacja złotego mogła być dodatkowo wzmacniana przez popyt na waluty ze strony polskich przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne.

Rada dyskutowała także nad wpływem zmian stóp procentowych NBP na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że w warunkach dużej zmienności na rynku walutowym znaczne obniżki stóp procentowych mogą zwiększać ryzyko dalszej deprecjacji kursu. Inni członkowie Rady podkreślali, że wpływ zmian dysparytetu stóp procentowych na kurs złotego jest w ostatnim okresie ograniczony. Zwracali oni uwagę, że czynnikiem wpływającym na kształtowanie się kursu złotego są perspektywy sytuacji gospodarczej w Polsce. W opinii tych członków Rady łagodzenie polityki pieniężnej będzie przeciwdziałać nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego i tym samym może stanowić czynnik oddziałujący w kierunku umocnienia kursu złotego w średnim okresie.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że osłabienie złotego przyczynia się do ograniczenia popytu krajowego poprzez wzrost obciążeń gospodarstw domowych i przedsiębiorstw z tytułu obsługi zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Z drugiej strony wskazywano, że deprecjacja kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskiego eksportu oraz, przyczyniając się do wzrostu cen dóbr importowanych, oddziałuje w kierunku zwiększenia konkurencyjności polskich producentów na rynku krajowym. Zwracano również uwagę, że osłabienie złotego prowadzi do wzrostu złotej wartości środków unijnych.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że osłabienie złotego powoduje wzrost złotej wartości aktywów banków denominowanych w walutach obcych. Bez zwiększenia kapitałów własnych, może to prowadzić do

obniżenia się współczynników wypłacalności banków i w konsekwencji mogłoby oddziaływać w kierunku dalszego ograniczania akcji kredytowej przez banki.

Analizując wpływ deprecjacji kursu złotego na deficyt budżetowy i dług publiczny wskazywano, że deprecjacja złotego zwiększa wydatki budżetu państwa ponoszone z tytułu wpłaty składek członkowskich do budżetu Unii Europejskiej oraz wydatki na obsługę zagranicznego długu publicznego. Część członków Rady oceniała, że znacząca deprecjacja kursu złotego może zmniejszać skłonność zagranicznych inwestorów do finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dalsza deprecjacja kursu może skłonić inwestorów długoterminowych, posiadających instrumenty dłużne wyemitowane przez polski rząd, do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym poprzez zawieranie transakcji na rynku terminowym, co może pogłębić osłabianie się złotego w wyniku działania arbitrażu pomiędzy rynkiem kasowym i terminowym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na relatywnie niewielki udział zadłużenia zagranicznego w całkowitym zadłużeniu sektora finansów publicznych oraz na dominujący udział inwestorów krajowych w strukturze finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. Zdaniem tych członków Rady ważniejszym niż deprecjacja kursu złotego czynnikiem, który może ograniczyć możliwość zewnętrznego finansowania deficytu budżetowego i długu publicznego w Polsce, a także w innych krajach rozwijających się, jest wzrost potrzeb pożyczkowych rządów krajów wysokorozwiniętych związany z podejmowanymi w tych krajach działaniami antykryzysowymi.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na pogłębiającą się recesję w gospodarkach rozwiniętych (Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Japonii) oraz coraz silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwijających się. Argumentowano, że pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach stwarzają ryzyko dla oczekiwanej poprawy koniunktury w gospodarce światowej. Zwracano jednocześnie uwagę, że część banków centralnych kontynuowała w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej banków centralnych w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ze względu na osłabienie ich walut w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i zamówień w przemyśle w styczniu br. oraz pogarszające się wskaźniki koniunktury świadczą o dalszym obniżaniu się aktywności w polskiej gospodarce. Ponadto wskazywano, że ograniczenie akcji kredytowej przez banki, wzrost obciążeń podmiotów gospodarczych z tytułu zaciągniętych wcześniej zobowiązań denominowanych w walutach obcych oraz zmniejszające siłę nabywczą gospodarstw domowych podwyżki cen regulowanych będą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu krajowego. Zwracano także uwagę na negatywny wpływ znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Wskazywano również, że w kierunku pogłębienia spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce będzie oddziaływać dalszy spadek popytu na polski eksport, co związane jest z nasilającą się recesją u głównych partnerów handlowych Polski. Czynnikiem amortyzującym wpływ spadku popytu zagranicznego na polski eksport może być natomiast osłabienie kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że skala spowolnienia gospodarczego w Polsce może być głębsza niż wynika to z lutowej projekcji z modelu NECMOD.

Na posiedzeniu omawiano również wpływ dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP na popyt krajowy oraz na sytuację w sektorze bankowym i na rynku kredytowym. Wskazywano, że obniżki stóp zmniejszają obciążenia podmiotów gospodarczych z tytułu obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów denominowanych w złotych, co ogranicza ryzyko nieregulowania zobowiązań przez te podmioty i w konsekwencji oddziałuje w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Podkreślano również, że spadek stóp procentowych powoduje wzrost siły nabywczej dochodów tych podmiotów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu popytu krajowego.

Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność dotyczącą siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy w warunkach zaburzeń na rynku kredytowym. Wskazywali oni, że dokonany w listopadzie i grudniu 2008 r. obniżkom stóp procentowych NBP – mimo istotnego spadku stopy WIBOR 3M – towarzyszyły mniejsze obniżki oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz jedynie niewielkie obniżenie oprocentowania kredytów mieszkaniowych przy jednoczesnym nieznacznym wzroście oprocentowania kredytów konsumpcyjnych. Członkowie ci argumentowali, że obniżki stóp procentowych NBP zmniejszają przychody banków z tytułu obsługi udzielonych wcześniej kredytów, co – przy relatywnie wysokim oprocentowaniu oferowanych lokat – może skłaniać banki do zwiększania marż dla nowoudzielanych kredytów. Zdaniem części członków Rady czynnikiem ograniczającym wpływ obniżek stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów może być zbyt słaba konkurencja w polskim sektorze bankowym.

Część członków Rady wskazywała, że barierą dla rozwoju akcji kredytowej może być ograniczony popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw, związany z niekorzystnymi perspektywami wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym akcję kredytową może być także spadek zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych w wyniku spadku wartości ich aktywów i wzrostu obciążeń z tytułu zaciągniętych zobowiązań denominowanych w walutach obcych.

Rada dyskutowała nad możliwością modyfikacji wykorzystywanych instrumentów polityki pieniężnej w celu poprawy sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym oraz zapobieżenia nadmiernemu ograniczeniu akcji kredytowej przez banki, w tym nad ewentualnym wydłużeniem terminu zapadalności operacji repo, obniżeniem stopy rezerw obowiązkowych oraz obniżką stopy depozytowej w skali większej od skali obniżek pozostałych stóp procentowych NBP. Rada omawiała również kwestie dotyczące stosowania instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego w kontekście sytuacji na rynku walutowym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, część członków Rady oceniała, że w najbliższym okresie inflacja CPI oraz inflacja bazowa będą utrzymywać się na podwyższonym poziomie, na co wskazuje także lutowa projekcja inflacji z modelu NECMOD. Członkowie ci argumentowali, że w kierunku wzrostu inflacji będzie oddziaływać znaczny wzrost cen regulowanych oraz dotychczasowa silna deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że lutowa projekcja z modelu NECMOD wskazuje na pogłębianie się ujemnej luki popytowej, prowadzące do istotnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Członkowie ci wskazywali również na obniżającą się presję płacową w polskiej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady w warunkach znaczącego osłabienia popytu ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w wyniku deprecjacji kursu złotego jest nieznaczące. Członkowie ci oceniali, że – mimo silnego osłabienia kursu złotego – inflacja bazowa w I kw. br. może być niższa niż to wynika z lutowej projekcji inflacji i PKB. Ponadto zwracali oni uwagę, że w lutym br. obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i analityków bankowych. W trakcie posiedzenia wskazywano również na niepewność odnośnie do kształtowania się inflacji w najbliższym okresie, związaną z uwzględnieniem przez GUS zmian w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Rada omawiała również perspektywy spełniania przez Polskę kryterium stabilności cen z Maastricht. Część członków Rady wskazywała, że w wyniku szybszego spadku wskaźników bieżącej inflacji w większości krajów Unii Europejskiej niż w polskiej gospodarce, w najbliższym okresie dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen, może nadal przekraczać wartość referencyjną. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że zgodnie z lutową projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD można oczekiwać, że inflacja CPI obniży się do niskiego poziomu w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej, a tym samym, że Polska będzie spełniać kryterium stabilności cen w średnim okresie.

Analizując wpływ polityki fiskalnej na gospodarkę, część członków Rady wskazywała, że skala zapowiadanego przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych w 2009 r. jest większa od zakładanej w lutowej projekcji inflacji i PKB. Członkowie ci wskazywali również, że zmiana w sposobie finansowania części wydatków infrastrukturalnych, która przesuwając wydatki ponoszone na ten cel z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, może – przy pojawieniu się trudności z pozyskaniem odpowiednich środków finansowych na rynku – prowadzić do zaniechania części tych wydatków. Podkreślali oni także, że głębsze od zakładanego obecnie przez rząd spowolnienie wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji niższe od zakładanych dochody budżetowe mogą prowadzić do dalszego ograniczania wydatków budżetowych. Członkowie ci argumentowali, że restrykcyjna polityka fiskalna skłania do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na zapowiadane przez rząd działania zmierzające do łagodzenia skutków kryzysu, m.in. w postaci pomocy w spłacie kredytów hipotecznych osobom bezrobotnym, co będzie ograniczać restrykcyjność polityki fiskalnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że szybko pogarszająca się sytuacja gospodarcza na świecie i w Polsce, oczekiwany w lutowej projekcji inflacji i PKB spadek inflacji poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie projekcji oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za dalszym istotnym obniżeniem stóp procentowych NBP. Członkowie ci oceniali, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na zmiany kursu walutowego, a tym samym ryzyko dalszej deprecjacji kursu złotego w wyniku obniżek stóp procentowych, są ograniczone. Zdaniem innych członków Rady ryzyko istotnego pogłębienia się deprecjacji kursu złotego, mogącego prowadzić do znaczącego pogorszenia aktywności w gospodarce polskiej, oraz niepewność dotycząca siły oddziaływania obniżek stóp procentowych na popyt krajowy uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie. Większość Rady była zdania, że w warunkach znaczącej deprecjacji złotego skala obniżki stóp procentowych NBP na lutowym posiedzeniu Rady powinna być umiarkowana.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 oraz o 50 punktów bazowych. Wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie został przyjęty. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Rada uznała także, że sytuacja na rynku walutowym może uzasadniać zastosowanie instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs złotego.

Data publikacji: 19 marca 2009 r.