

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 30 WRZEŚNIA 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, średniookresowych perspektywach inflacji, polityce fiskalnej oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Podkreślano, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych, w tym wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz dalszy wzrost wskaźników koniunktury, sygnalizują ożywienie aktywności w tej gospodarce. Odnosząc się do sytuacji w strefie euro zwracano uwagę, że mimo poprawy wskaźników koniunktury, dane dotyczące sfery realnej wskazują, że ożywienie w strefie euro nastąpi prawdopodobnie z pewnym opóźnieniem w stosunku do gospodarki amerykańskiej.

Część członków Rady argumentowała, że czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w gospodarce światowej pozostaje wzrost bezrobocia w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. W tym kontekście zwracano uwagę na niekorzystne perspektywy ożywienia konsumpcji prywatnej w warunkach pogarszającej się sytuacji na rynku pracy w tych gospodarkach oraz oczekiwanego wygasania pod koniec 2010 r. fiskalnych pakietów stymulacyjnych i możliwości rozpoczęcia przez banki centralne realizacji tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowymi czynnikami wpływającymi negatywnie na perspektywy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych są wzrost oszczędności gospodarstw domowych oraz ograniczenie możliwości zaciągania kredytów hipotecznych przez sektor prywatny w związku ze znacznym spadkiem cen nieruchomości na rynku amerykańskim, który zapoczątkował kryzys w sektorze bankowym. Z kolei omawiając sytuację w strefie euro, członkowie ci podkreślali, że do wyhamowania zjawisk recesyjnych w tej gospodarce w II kw. 2009 r. prawdopodobnie w istotnym stopniu przyczynił się wzrost importu dóbr inwestycyjnych ze strony Chin. Zdaniem tych członków Rady, możliwe osłabienie popytu zewnętrznego po wygaśnięciu pakietu stymulacyjnego w gospodarce chińskiej jest źródłem ryzyka dla trwałości ożywienia w strefie euro.

Odnosząc się do perspektyw światowego wzrostu gospodarczego część członków Rady wskazywała, że choć konsumpcja prywatna w Stanach Zjednoczonych i strefie euro może okazać się słaba, to wzrost popytu ze strony największych gospodarek wschodzących, w których dokonuje się proces realnej konwergencji i które charakteryzują się istotnie wyższym tempem wzrostu PKB niż kraje rozwinięte, przeloży się na trwałe ożywienie aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali ponadto, że ożywieniu aktywności zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i strefie euro będzie sprzyjał stopniowy wzrost wydajności pracy, którego można oczekiwać biorąc pod uwagę, że źródłem kryzysu w obu gospodarkach były głównie problemy sektora finansowego, a nie zjawiska dotyczące sfery realnej. Zdaniem tych członków Rady, wzrost PKB najważniejszych gospodarek światowych może relatywnie szybko powrócić do poziomu ich wzrostu potencjalnego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji na świecie, część członków Rady podkreślała, że trudna sytuacja na rynku pracy w największych gospodarkach rozwiniętych i relatywnie niska presja popytowa, w połączeniu z zahamowaniem w sierpniu 2009 r. wzrostowej tendencji cen ropy naftowej, będą ograniczały wzrost inflacji na świecie w najbliższych kwartałach.

Omawiając sytuację w polskiej gospodarce wskazywano, że dane o PKB w II kw. 2009 r. okazały się trochę lepsze od oczekiwań. Równocześnie podkreślano, że wzrost PKB wynikał głównie z dodatniego – wskutek mniejszego spadku eksportu niż importu – wkładu eksportu netto, przy spadku popytu krajowego, na który złożyło się dalsze wyhamowanie konsumpcji oraz spadek inwestycji i zapasów. Odnosząc się do danych za sierpień 2009 r., z jednej strony zwracano uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a z drugiej strony – na dalszą poprawę wskaźników koniunktury.

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika eksportu jest nadal ujemna, a oczekiwane nieznaczne ożywienie aktywności w strefie euro prawdopodobnie nie od razu przełoży się na istotny wzrost popytu zewnętrznego na polskie produkty. Argumentowano, że ewentualne dalsze umocnienie się kursu złotego, poprzez pogorszenie cenowej konkurencyjności dóbr krajowych, może przyczynić się do osłabienia dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali również na utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy jako na czynnik oddziałujący w kierunku niższej konsumpcji i w konsekwencji słabszej aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, przy wciąż niekorzystnych perspektywach wzrostu inwestycji prywatnych i ryzyku ograniczenia inwestycji publicznych w obliczu pogarszającej się sytuacji sektora finansów publicznych, utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce.

Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej będzie czynnikiem wspierającym krajowy wzrost PKB. Ponadto zdaniem tych członków Rady, skala pogorszenia się sytuacji na rynku pracy nie będzie tak silna jak wcześniej oczekiwano, w szczególności ze względu na fakt, że spadek zatrudnienia będzie ograniczony przez obniżanie się realnych wynagrodzeń. W efekcie – oceniali oni – że wpływ niekorzystnej sytuacji na rynku pracy na kształtowanie się konsumpcji będzie dość ograniczony.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że nieznaczny wzrost inflacji w sierpniu 2009 r. wynikał przede wszystkim ze słabszego sezonowego spadku cen żywności, przy utrzymaniu się na niezmiennym poziomie inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady argumentowała, że zgodnie z większością dostępnych prognoz, w kolejnych miesiącach inflacja może przejściowo utrzymać się na podwyższonym poziomie, ale w 2010 r. można oczekiwać jej obniżenia się nawet poniżej celu inflacyjnego. Do istotnego spadku inflacji w 2010 r. – zdaniem tych członków Rady – przyczynią się opóźnione efekty pogorszenia się sytuacji na rynku pracy powodujące ograniczenie zarówno popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, jak i dynamiki kosztów przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że spadkowi inflacji sprzyjać będą również dotychczasowa aprecjacja kursu, a także stabilizacja cen surowców na rynkach światowych.

Inni członkowie Rady podkreślali, że stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego powinno przekładać się na odbudowę popytu, a domknięcie się ujemnej luki popytowej może nastąpić wcześniej niż oczekiwano. Ponadto podwyższony poziom inflacji, w tym utrzymujący się wzrost cen usług, nie potwierdza – zdaniem tych członków Rady – znaczącego ograniczenia presji popytowej, jakiego można by oczekiwać biorąc pod uwagę silne osłabienie wzrostu PKB. Odnosząc się do prognoz, członkowie ci wskazywali, że inflacja w II i III kw. 2009 r. okazała się istotnie wyższa niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Ponadto zdaniem tych członków Rady można oczekiwać, że prognozowane obniżenie się inflacji poniżej celu w 2010 r. może być krótkotrwałe. Członkowie ci argumentowali, że zgodnie z aktualnymi prognozami krótkookresowymi oczekiwany spadek inflacji w 2010 r. ma w znacznym stopniu wynikać z silnego obniżenia się dynamiki cen

żywności, co biorąc pod uwagę przeciętną dynamikę cen tej grupy towarów w ostatnich latach jest mało prawdopodobne. Ponadto Rada, omawiając perspektywy inflacji, wskazywała na ryzyko wzrostu cen regulowanych i podatków pośrednich w 2010 r., które z jednej strony bezpośrednio przekładają się na podniesienie ogólnego poziomu cen, a z drugiej strony powodują obniżenie siły nabywczej gospodarstw domowych i spadek presji popytowej oddziałując w kierunku niższej inflacji.

Dyskutując o sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost deficytu i długu publicznego w relacji do PKB wynika w dużej mierze z silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wskazywano, że w pozostałych państwach UE również następuje znaczne zwiększenie nierównowagi finansów publicznych i to w większej skali niż w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ważne dla inwestorów zagranicznych będzie porównanie relacji deficytu i długu publicznego do PKB w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, z krajami wschodzącymi, które charakteryzują się mniejszą skalą nierównowagi fiskalnej. W tym kontekście argumentowano, że pogarszająca się sytuacja fiskalna może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Odnosząc się do planowanego zwiększenia w 2010 r. nierównowagi w finansach publicznych, część uczestników dyskusji wskazywała, że silny wzrost deficytu sektora finansów publicznych może uzasadniać zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej. Członkowie ci zwracali równocześnie uwagę, że choć w sytuacji niskiej aktywności gospodarczej wzrost wydatków publicznych wspiera wzrost PKB, to wraz z ożywieniem dominującym efektem może być tzw. efekt wypychania popytu sektora prywatnego wydatkami publicznymi. Inni członkowie Rady argumentowali, że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co nie ogranicza możliwości utrzymywania akomodacyjnej polityki pieniężnej.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja w sektorze bankowym. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że zaostrenie polityki kredytowej banków wobec przedsiębiorstw jest bardzo silne, co może prowadzić do istotnego ograniczenia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście dyskutowano na temat zwiększenia dostępu sektora przedsiębiorstw do kredytu bankowego poprzez wprowadzenie przez bank centralny, podobnie jak czynią to główne banki centralne na świecie, nowych instrumentów polityki pieniężnej. Zdaniem części członków Rady wprowadzenie nowych instrumentów, tj. kredytu wekslowego oraz zakupu przez bank centralny obligacji banków komercyjnych umożliwi bankom zwiększenie akcji kredytowej. Członkowie ci argumentowali, że uruchomienie nowych instrumentów może ułatwić przedsiębiorstwom uzyskanie kredytu zarówno krótkoterminowego, co ograniczyłoby ryzyko utraty przez nie płynności, jak i kredytu długoterminowego, co ograniczyłoby skalę zmniejszania inwestycji. Zdaniem tych członków Rady sposób implementacji i kształt nowych instrumentów, ograniczają ryzyko nadmiernej ingerencji banku centralnego w system zarządzania ryzykiem kredytowym przez banki.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ograniczenie akcji kredytowej jest typowe dla fazy spowolnienia gospodarczego i wynika nie tylko z ograniczenia podaży kredytu oraz wzrostu jego kosztu, ale także ze zmniejszonego zapotrzebowania na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Podczas dyskusji zwracano także uwagę, że skala ograniczenia akcji kredytowej w Polsce jest mniejsza niż w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Odnosząc się do działań innych banków centralnych, członkowie ci wskazywali na lepszą sytuację gospodarczą w Polsce niż w krajach, w których podejmowane są niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej. Równocześnie członkowie ci podkreślali, że wprowadzenie proponowanych instrumentów może oddziaływać w kierunku wzrostu luki finansowania banków (tj. różnicy między wielkością zebranych depozytów a udzielonymi kredytami). Członkowie ci argumentowali także, że ułatwione pozyskiwanie środków w banku centralnym może zmniejszać motywację banków do właściwej wyceny ryzyka

kredytowego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, bank centralny nie powinien zwiększać bazy kapitałowej banków poprzez emisję pieniądza, a inwestycje w gospodarce powinny być finansowane przede wszystkim z oszczędności. W opinii tych członków Rady, wprowadzenie nowych instrumentów stworzyłoby ryzyko nadmiernej emisji pieniądza w gospodarce.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że dostępne dane – w tym wyższy od oczekiwań wzrost PKB w II kw. 2009 r. oraz utrzymywanie się inflacji powyżej celu i czerwcowej projekcji – a także dalsza poprawa perspektyw aktywności gospodarczej uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone. Inni członkowie Rady argumentowali, że niepewność dotycząca skali i trwałości ożywienia w gospodarce światowej i polskiej jest nadal wysoka, a pełniejsza ocena sytuacji makroekonomicznej możliwa będzie po zapoznaniu się Rady z październikową projekcją inflacji i PKB. Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Jednocześnie większość członków Rady uznała, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, a stopa redyskonta weksli 3,75%.

Data publikacji: 22 października 2009 r.