

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 28 PAŹDZIERNIKA 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 gospodarce polskiej, kształtowaniu się bieżących procesów inflacyjnych w Polsce oraz sytuacji na rynku kredytowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Oceniając sytuację w gospodarce światowej, część członków Rady zwracała uwagę, że skala poprawy koniunktury w gospodarce strefy euro jest stosunkowo nieznaczna, a prognozowany wzrost gospodarczy w tym regionie jest nadal znacznie niższy od potencjalnego. Członkowie ci wskazywali także, że poprawa koniunktury w Stanach Zjednoczonych i Chinach jest w dużym stopniu oparta na działaniach pakietów stymulacyjnych, a perspektywa stopniowego ograniczania tych działań powoduje utrzymywanie się niepewności co do trwałości ożywienia w gospodarce światowej. W szczególności członkowie ci zwracali uwagę na niepewność dotyczącą ożywienia konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych w warunkach nadal pogarszającej się sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że spadek konsumpcji prywatnej w Stanach Zjednoczonych związany m.in. z ograniczonymi możliwościami zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe, w tym finansowania konsumpcji przez kredyty hipoteczne, nie zostanie prawdopodobnie zrekompensowany przez wzrost spożycia indywidualnego w krajach wschodzących, nawet gdyby ożywienie wzrostu w tych gospodarkach okazało się trwałe. W tym kontekście członkowie ci wskazywali na ryzyko utrzymania się niskiej dynamiki wzrostu w gospodarce światowej.

Inni członkowie Rady oceniali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w tym przede wszystkim w krajach azjatyckich, może być istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku ożywienia w całej gospodarce światowej. Członkowie ci wskazywali, że przyspieszenie wzrostu w gospodarkach wschodzących będzie przekładać się na sytuację w gospodarce światowej głównie poprzez wzrost popytu tych krajów na dobra inwestycyjne, eksportowane w dużej mierze przez kraje rozwinięte Europy Zachodniej. Zdaniem tych członków Rady obecne ożywienie w krajach azjatyckich może oznaczać początek powrotu tych gospodarek na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu, które w związku z dokonującym się w nich procesem realnej konwergencji może kształtować się na relatywnie wysokim poziomie.

Dyskutując na temat perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady oceniała, że polska gospodarka weszła już w fazę ożywienia, choć niektórzy z nich podkreślali, że ożywienie może być stosunkowo powolne. Wskazywano przy tym, że w październikowej projekcji prognozowane jest jedynie nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu w 2010 r. Zwracano uwagę, że w kierunku utrzymania relatywnie niskiej dynamiki wzrostu PKB oddziaływać będzie spadek realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związany ze wzrostem bezrobocia i spadkiem płac realnych oraz utrudniony dostęp do kredytu. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że

ostatnie dane makroekonomiczne, w tym dane dotyczące eksportu, produkcji i sprzedaży detalicznej, nie wskazują jednoznacznie na początek trwałego ożywienia w polskiej gospodarce.

Omawiając zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że chociaż we wrześniu br. inflacja obniżyła się do 3,4%, tj. poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%), to w najbliższym okresie może się ona utrzymać na podwyższonym poziomie. Przyczynić się do tego będzie przede wszystkim dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw pod koniec 2008 r. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiego poziomu inflacji bazowej, w tym na nadal wysoką dynamikę cen usług. Zwracano uwagę, że Polska jest jednym z trzech krajów z najwyższą inflacją w Unii Europejskiej. Inni członkowie Rady wskazywali, że różnica w poziomach inflacji między Polską a innymi krajami Unii Europejskiej jest związana z mniejszą skalą osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce oraz z procesem konwergencji cen w polskiej gospodarce do poziomu cen w rozwiniętych gospodarkach Europy Zachodniej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji w Polsce, odnoszono się do projekcji oraz krótkookresowych prognoz inflacji NBP, które wskazują na jej spadek poniżej celu inflacyjnego 2,5% w połowie 2010 r. Zdaniem części członków Rady taki przebieg przyszłej inflacji będzie wynikał z osłabienia popytu konsumpcyjnego, utrzymującej się niskiej presji płacowej oraz dotychczasowej aprecjacji nominalnego kursu złotego. Członkowie ci zwracali także uwagę, że projekcja październikowa wskazuje na większe ryzyko spadku inflacji w 2010 r. poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (1,5%) niż projekcja czerwcową.

Inni członkowie Rady wskazywali, że rozbieżność między krótkookresowymi prognozami inflacji bazowej, cen żywności i energii a prognozami tych wielkości w projekcji październikowej wskazuje na znaczącą niepewność co do kształtowania się inflacji w najbliższych kwartałach. W szczególności część członków Rady oceniała, że dynamika cen żywności w najbliższym okresie może być wyższa niż w projekcji październikowej. Członkowie ci zwracali również uwagę na wzrost cen ropy na rynkach światowych w ostatnim okresie i niepewność co do kształtowania się cen gazu w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że ożywienie w gospodarkach wschodzących, w których wzrost gospodarczy powoduje wzrost popytu na surowce, może oddziaływać w kierunku ponownego wzrostu cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, szczególnie w sytuacji braku limitów na otwarte pozycje inwestycyjne na niektórych terminowych rynkach surowcowych. Zdaniem tych członków Rady może to oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie i w Polsce. Na posiedzeniu wskazywano także na ryzyko podwyżek cen regulowanych w 2010 r., w tym cen pozostających w gestii samorządów, w związku z niekorzystną sytuacją sektora finansów publicznych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w 2011 r., część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z październikową projekcją pod koniec horyzontu projekcji prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że po spadku inflacji do niskiego poziomu w połowie 2010 r., do końca horyzontu prognozy inflacja systematycznie rośnie. Inni członkowie Rady podkreślali, że przez większą część horyzontu projekcji prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu jest większe niż prawdopodobieństwo, że ukształtuje się ona powyżej celu. Członkowie ci wskazywali, że wyższa inflacja w 2011 r. w projekcji październikowej w porównaniu z projekcją czerwcową wynika częściowo z dodatniego efektu bazy związanego z prognozowanym głębszym spadkiem cen żywności w 2010 r. Członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię optymalnego horyzontu prognozowania w bankach centralnych prowadzących politykę pieniężną opartą na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, podkreślając, że ograniczony horyzont projekcji zwiększa niepewność dotyczącą trwałości zmian inflacji w końcowym horyzoncie prognozy.

Dyskutując na temat przyszłego kursu walutowego i jego wpływu na inflację w Polsce, wskazywano, że w projekcji przyjmowana jest stopniowa deprecjacja kursu złotego, co jest związane z malejącym dysparytetem realnych stóp procentowych oraz z utrzymującym się

wysokim deficytem budżetowym i narastaniem długu publicznego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na możliwość aprecjacji kursu złotego, której sprzyjać mogą relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza Polski na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej oraz utrzymująca się duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych. Ponadto zdaniem tych członków Rady w przypadku szybszego ożywienia w gospodarkach wschodzących niż w gospodarkach rozwiniętych można oczekiwać aprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego. Członkowie ci podkreślali, że ewentualna aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku niższego wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce niż w październikowej projekcji.

Inni członkowie Rady oceniali, że aprecjacja kursu złotego, znacząco przekraczająca aprecjację kursu równowagi, jest mało prawdopodobna w przypadku utrzymania się dynamiki wzrostu w gospodarce polskiej na poziomie zbliżonym do październikowej projekcji PKB. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku deprecjacji kursu złotego może oddziaływać możliwy wzrost premii za ryzyko, do którego może przyczynić się niekorzystna sytuacja sektora finansów publicznych, brak reform strukturalnych w polskiej gospodarce oraz odsunięcie w czasie perspektywy przystąpienia przez Polskę do strefy euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady oceniała, że sytuacja ta nadal się pogarsza, na co wskazuje między innymi dalszy spadek dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych oraz bardzo niska dynamika kredytu dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że po raz pierwszy od pięciu miesięcy wartość udzielonych kredytów w ujęciu miesięcznym wzrosła we wrześniu br. zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Ponadto niektórzy członkowie Rady podkreślali, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z relatywnie dobrymi wynikami finansowymi tych podmiotów oraz ograniczeniem ich działalności inwestycyjnej, a ponowne ożywienie akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw może nastąpić dopiero w momencie znaczącej poprawy perspektyw wzrostu w polskiej gospodarce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ograniczenie akcji kredytowej jest z jednej strony związane ze zwiększoną ostrożnością gospodarstw domowych w zaciąganiu zobowiązań w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego oraz rosnącego bezrobocia, a z drugiej strony ze wzrostem postrzeganego przez banki ryzyka kredytowego, na co wskazuje między innymi dokonane w III kw. br. oraz planowane dalsze zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

Dyskutując na temat realnych stóp procentowych w kontekście sytuacji na rynku kredytowym, część członków Rady wskazywała, że kształtowanie się przez zbyt długi okres realnych stóp procentowych na relatywnie niskim poziomie w kraju przechodzącym proces realnej konwergencji może zwiększać ryzyko wystąpienia boomu kredytowego w średnim okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe są obecnie niższe od poziomu stopy równowagi dla polskiej gospodarki. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że oczekiwany spadek inflacji powinien przełożyć się na wzrost realnych stóp procentowych, co powinno sprzyjać wzrostowi oszczędności gospodarstw domowych po ich silnym spadku w I kw. 2009 r. oraz oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka zbyt silnego wzrostu akcji kredytowej.

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 w warunkach utrzymującej się niepewności dotyczącej ożywienia w gospodarce światowej i perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce oraz w świetle październikowej projekcji inflacji wskazującej na utrzymywanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP przez większość horyzontu projekcji uzasadniona jest ocena, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Inni członkowie argumentowali, że ożywienie w gospodarce światowej i polskiej oraz ryzyko wzrostu cen

surowców na rynkach światowych i podwyżek cen regulowanych w Polsce, a także wyrównane prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego pod koniec horyzontu październikowej projekcji uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. Większość członków Rady uznała, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego są zbliżone. W ocenie części członków Rady sformułowanie zrównoważonego bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji powinno sygnalizować, że stopy procentowe w najbliższych miesiącach pozostaną na niezmiennym poziomie, co nie wyklucza możliwości ich dostosowania w razie wystąpienia zmian istotnie wpływających na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego.

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: 19 listopada 2009 r.*