

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 23 GRUDNIA 2008 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 i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku kredytowym oraz kształtowaniu się kursu złotego.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, w tym na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Podkreślano, że zmiany zachodzące w gospodarce światowej prowadzą do szybszego niż wcześniej oczekiwano obniżania się inflacji w wielu gospodarkach, m.in. w wyniku spadku cen surowców, w tym ropy naftowej. Wskazywano, że skłoniło to wiele banków centralnych, w szczególności banki krajów znajdujących się w recesji, do dalszego znacznego łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom krajowego wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że niekorzystne zmiany w otoczeniu zewnętrznym przyczyniają się do silniejszego niż wcześniej oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce polskiej, co potwierdzają gorsze od oczekiwań dane za listopad o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Wśród najważniejszych kanałów oddziaływania światowego kryzysu na gospodarkę polską wymieniano: obniżenie popytu zewnętrznego, pogorszenie oczekiwań podmiotów co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju oraz zaostrzenie polityki kredytowej banków. Wskazywano, że w nadchodzącym okresie można spodziewać się silnego obniżenia inwestycji przedsiębiorstw przede wszystkim w wyniku spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia perspektyw zbytu na rynkach krajowym i zagranicznym, a także utrudnionego dostępu przedsiębiorstw do kredytów zarówno w złotych, jak i walutach obcych. Do znaczącego zmniejszenia popytu inwestycyjnego przyczyniać się będą także: pogarszające się wyniki finansowe przedsiębiorstw, ograniczone możliwości finansowania działalności za pośrednictwem rynku kapitałowego oraz prawdopodobne zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Ponadto zwracano uwagę, że w wyniku zaostrzenia polityki kredytowej banków małe i średnie przedsiębiorstwa mogą mieć trudności z wykorzystaniem funduszy unijnych przeznaczonych na inwestycje ze względu na konieczność wniesienia wkładu własnego. Podkreślano, że dane o PKB w III kw. 2008 r. wskazują na znacznie silniejsze niż oczekiwano obniżenie dynamiki inwestycji. Zwracano przy tym uwagę, że roczna dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw była w III kw. 2008 r. ujemna, a wzrost inwestycji w gospodarce wynikał z nadal relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydatków majątkowych sektora finansów publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych. Oceniano, że w IV kw. 2008 r. wkład inwestycji do wzrostu PKB może być bliski zera, a w I poł. 2009 r. ujemny.

Dyskutując na temat przyszłej sytuacji gospodarczej oceniano, że do spowolnienia wzrostu przyczyni się także obniżenie dynamiki konsumpcji i eksportu, a wzrost PKB w IV kw. 2008 r. oraz w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej niższy, niż to wynika z październikowej projekcji NBP. Wskazywano, że spadek dynamiki polskiego eksportu może być silniejszy, niż to miało miejsce we wcześniejszych okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego w otoczeniu

zewnątrznym, gdyż w ostatnich latach wzrosła skala powiązań kooperacyjnych między podmiotami polskimi i zagranicznymi, a także zwiększył się udział wrażliwych na cykl koniunkturalny towarów wysoko przetworzonych w produkcji eksportowej Polski. Ponadto argumentowano, że wbrew wcześniejszym oczekiwaniom popyt konsumpcyjny może również ulec wyraźniejszemu osłabieniu, na co wskazują gorsze od oczekiwań dane za listopad o sprzedaży detalicznej. Do obniżenia dynamiki spożycia indywidualnego przyczyni się spodziewane pogorszenie sytuacji na rynku pracy, sygnalizowane przez listopadowe dane o obniżającej się dynamice wynagrodzeń i spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wzroście bezrobocia, a także zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych. Argumentowano, że ograniczony dostęp do kredytów będzie silniej oddziaływać na popyt konsumpcyjny, niż w poprzednich okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego, gdyż w ostatnich latach wzrosło znaczenie kredytu w finansowaniu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Ponadto pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym, związane m.in. z zaostrzeniem warunków i kryteriów przyznawania kredytów hipotecznych, przyczyni się do obniżenia popytu na dobra i usługi związane z wyposażeniem mieszkań. Wśród czynników, które negatywnie oddziałują na popyt konsumpcyjny wymieniano ponadto pogarszające się nastroje konsumentów oraz obniżającą się w wyniku podwyżek cen regulowanych siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w nadchodzącym okresie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie się nadal obniżać i znajdzie się w przedziale odchyłeń od celu inflacyjnego, tym samym kształtując się poniżej wielkości prognozowanych w październikowej projekcji inflacji NBP. Do niższej niż prognozowano inflacji w krótkim okresie przyczynią się przede wszystkim niższe niż zakładano ceny surowców na rynkach międzynarodowych, w tym ceny ropy naftowej i gazu. W średnim okresie w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej oddziaływać będą: silniejsze niż wcześniej oczekiwano obniżenie tempa wzrostu w gospodarce światowej i polskiej, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym przekładająca się na spadek dynamiki cen dóbr importowanych oraz szybsze niż przyjęto w projekcji słabnięcie presji płacowej, związane ze spadkiem popytu na pracę oraz zwiększeniem jej podaży m.in. w wyniku nasilonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego obserwowany wcześniej wzrost jednostkowych kosztów pracy jedynie w ograniczonym stopniu przeniesie się na ceny. Zwracano też uwagę na większy od oczekiwań spadek inflacji CPI w listopadzie. Wśród czynników ograniczających proces obniżania się inflacji wymieniono natomiast: dalszy wzrost cen kontrolowanych, podwyżki akcyzy na niektóre wyroby oraz obserwowaną w ostatnich miesiącach deprecjację kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wpływ osłabienia kursu walutowego na ceny w warunkach spowolnienia gospodarczego będzie prawdopodobnie ograniczony.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowane w ostatnich miesiącach znaczące osłabienie złotego wobec euro i dolara amerykańskiego oraz wzrost zmienności kursu wynikają przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że aprecjacja kursu złotego w I poł. 2008 r. oraz jego późniejsza deprecjacja mogły być wzmacniane przez zawieranie przez polskie przedsiębiorstwa strukturyzowanych kontraktów walutowych. W tym kontekście wskazywano, że deprecjacja kursu w II poł. 2008 r. przyczyniła się do pogorszenia sytuacji finansowej niektórych przedsiębiorstw, co może dodatkowo ograniczać inwestycje tych przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że w wyniku deprecjacji kursu zwiększa się wyrażona w złotych wartość długu publicznego denominowanego w walutach obcych, a w konsekwencji także relacja długu do PKB, co ze względu na ograniczenia ustawowe może spowodować konieczność ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach. Inni członkowie wskazywali jednak, że udział zadłużenia denominowanego w walutach obcych w całkowitym długu publicznym jest znacznie niższy od udziału długu w złotych. Jako korzystny skutek osłabienia kursu złotego wskazywano jednak, iż zwiększa ono

konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych, co będzie ograniczać negatywny wpływ recesji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski na dynamikę polskiego eksportu.

Analizując sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że zaostrzenie polityki kredytowej banków oraz utrzymujące się podwyższone w stosunku do stóp NBP rynkowe stopy procentowe są związane z zaburzeniami płynnościowymi w systemie bankowym, będącymi efektem kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych. Argumentowano, że działania banków komercyjnych ukierunkowane na zwiększenie płynności – zmniejszanie akcji kredytowej i oferowanie wysokiego oprocentowania depozytów – przyczynią się do ograniczania popytu krajowego w nadchodzącym okresie. Zwracano także uwagę, że zbyt wysokie oprocentowanie depozytów może prowadzić do pogorszenia wyników finansowych banków i w konsekwencji stanowić czynnik ograniczający przyszłą akcję kredytową. Wskazywano, że efekt ten nie jest jeszcze widoczny w danych monetarnych, w świetle których w listopadzie kredyty nadal relatywnie szybko rosły. Część członków Rady argumentowała, że utrzymujący się wzrost kredytów dla przedsiębiorstw w listopadzie może wynikać z faktu, iż przedsiębiorstwa starają się wykorzystać dostępne linie kredytowe, obawiając się dalszego zaostrzenia polityki kredytowej banków.

Rada dyskutowała także na temat działań NBP oraz rządu, które mogłyby przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej przez banki. Argumentowano, że celowi temu sprzyjać będzie system rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych, obejmujący w szczególności kredyty dla przedsiębiorstw, w tym kredyty zaciągane w związku z realizacją projektów finansowanych ze środków unijnych. Zwracano uwagę, że wobec problemów płynnościowych banków ewentualne obniżki stóp procentowych NBP mogą nie w pełni przełożyć się na spadek rynkowych stóp procentowych. W ocenie części uczestników dyskusji stanowi to argument przemawiający za koniecznością znaczących obniżek stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że nawet silne obniżki stóp procentowych nie zwiększą dostępności ani nie obniżą kosztu kredytu, gdyż te są uzależnione od sytuacji płynnościowej banków oraz oczekiwań gospodarstw domowych i przedsiębiorców co do przyszłej sytuacji gospodarki polskiej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniała, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu ze znacznym obniżeniem presji inflacyjnej w średnim okresie przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo m.in. ze względu na wysoki poziom niepewności co do perspektyw gospodarki światowej i polskiej, a także co do siły oddziaływania obniżek stóp NBP na wysokość rynkowych stóp procentowych i popyt krajowy. Argumentowali oni, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania uczestników rynków finansowych odnośnie do perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy jest ograniczony. Większość członków Rady uznała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz podwyższony koszt kredytu wynikający z utrzymywania się rynkowych stóp procentowych na poziomie istotnie wyższym od poziomu stopy referencyjnej NBP przy jednoczesnym wyraźnym osłabieniu presji inflacyjnej uzasadniają znaczące złagodzenie polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że zbyt słaba reakcja polityki pieniężnej na niekorzystne procesy zachodzące w polskiej gospodarce może przyczynić się do ich nasilenia, a w konsekwencji – poprzez pogorszenie oczekiwań uczestników rynków finansowych – oddziaływać w kierunku osłabienia i wzrostu zmienności kursu złotego. Oceniali oni, że bardziej znaczące obniżenie stóp procentowych NBP będzie przeciwdziałać ograniczeniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego, a także obniży koszt kredytu, w tym także koszt obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów; co dodatkowo mogłoby zmniejszyć odsetek tzw. złych długów, oddziałując w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Wskazywali

również, że deklarowane przez przedstawicieli rządu utrzymanie dyscypliny finansów publicznych pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego, stanowi dodatkowy czynnik sprzyjający łagodzeniu polityki pieniężnej. Rada dyskutowała także na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych, a także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie był przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

*Data publikacji: 22 stycznia 2009 r.*