

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 6 LUTEGO 2013 R.**

---

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych podkreślano, że aktywność w gospodarce światowej pozostaje słaba, na co wskazuje w szczególności obniżenie się tempa wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2012 r. oraz utrzymanie się recesji w strefie euro. Jednocześnie zwracano uwagę na pewną poprawę niektórych wskaźników koniunktury w największych gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że nie wygasły czynniki przyczyniające się do zmienności sentymentu na rynkach finansowych oraz nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury za granicą, niektórzy członkowie Rady wskazywali na dalszą rewizję w dół prognoz wzrostu PKB na 2013 r. dla głównych partnerów handlowych Polski, tj. dla strefy euro, w tym dla Niemiec. Inni członkowie Rady wskazywali, że – choć aktywność gospodarcza na świecie w nadchodzących kwartałach będzie najprawdopodobniej utrzymywała się na stosunkowo niskim poziomie – to w II połowie 2013 r. oczekuje się jej stopniowej poprawy. Biorąc pod uwagę znaczącą rolę eksportu netto we wzroście krajowego PKB w ostatnich kwartałach, część członków Rady oceniała, że kształtowanie się koniunktury za granicą może mieć w 2013 r. silniejszy wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce niż w okresie spowolnienia wzrostu w 2009 r.

Omawiając dane o wzroście gospodarczym w Polsce w IV kw. 2012 r. (implikowane ze wstępnego szacunku PKB w 2012 r.) członkowie Rady wskazywali na dalsze osłabienie się popytu krajowego będące w szczególności wynikiem spadku popytu konsumpcyjnego oraz dalszego obniżania się inwestycji. Część członków Rady podkreślała przy tym, że we wcześniejszych okresach dekoniunktury konsumpcja była zawsze czynnikiem podtrzymującym wzrost gospodarczy, i jej obecny spadek sygnalizuje możliwość głębszego spowolnienia popytu krajowego w kolejnych kwartałach, zwłaszcza uwzględniając słabe perspektywy dla inwestycji firm i ograniczone możliwości wzrostu inwestycji sektora publicznego. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że fundamenty polskiej gospodarki są nadal dobre, o czym świadczy brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi, w kolejnych kwartałach można oczekiwać pewnego wzrostu dynamiki PKB.

W odniesieniu do spadku konsumpcji część członków Rady wskazywała, że jest on w znacznym stopniu związany z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, w tym z niskim wzrostem płac oraz zwiększeniem obaw o utratę pracy w warunkach podwyższonego bezrobocia. Obniżanie się konsumpcji było także w części związane z wyhamowaniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że niski stosunek kredytu do PKB w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej świadczy o ograniczonej możliwości stymulowania popytu konsumpcyjnego poprzez akcję kredytową. Zwracali oni przy tym uwagę, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w których napływ oszczędności krajowych do systemu bankowego był ograniczony, zmniejszenie roli kapitału zagranicznego jako źródła finansowania akcji kredytowej banków, przełożyło się na silniejsze wyhamowanie kredytu. Członkowie ci wskazywali,

że w Polsce w 2012 r. przyrost depozytów gospodarstw domowych w systemie bankowym był istotnie mniejszy niż w 2011 r., co mogło być czynnikiem wpływającym na politykę kredytową banków. Część członków Rady oceniała, że większe znaczenie dla wielkości akcji kredytowej banków mogły mieć działania nadzorcze oraz malejący popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego.

Omawiając kształtowanie się depozytów gospodarstw domowych w 2012 r. część członków Rady wskazywała, że choć zmniejszenie ich przyrostu było w pewnym stopniu związane ze zwiększeniem napływu środków do funduszy inwestycyjnych, to świadczy ono także o mniejszej skłonności do oszczędności gospodarstw domowych zwłaszcza w sytuacji obniżenia oprocentowania depozytów pod koniec 2012 r. Inni członkowie Rady oceniali, że o skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych decydują obecnie w większym stopniu czynniki koniunkturalne, co oznacza, że ich obecny niski poziom jest typowy dla fazy osłabienia koniunktury, a wysokość oprocentowania depozytów ma na nią ograniczony wpływ.

W odniesieniu do kształtowania się inwestycji część członków Rady oceniała, że obecnie nie ma czynników, które pozwalałyby oczekiwać znaczącego wzrostu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, co w połączeniu z ograniczeniem inwestycji sektora publicznego, może przełożyć się na utrzymanie w kolejnych kwartałach ujemnej dynamiki tego komponentu popytu krajowego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w IV kw. 2012 r. spadek inwestycji był nieco mniejszy niż w III kw. i – zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi – również w 2013 r. dynamika inwestycji, choć może pozostać ujemna, to będzie wzrastała.

Członkowie Rady omawiali także wpływ polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą w 2013 r. Część członków Rady wskazywała, że dalszy spadek inwestycji sektora publicznego będzie w krótkim okresie ograniczał tempo wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zmniejszeniu inwestycji publicznych będzie towarzyszył wzrost spożycia publicznego (również z uwagi na działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury), i w efekcie polityka fiskalna nie będzie czynnikiem silnie spowalniającym wzrost PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy spadek inflacji CPI, która w grudniu 2012 r. obniżyła się do 2,4%, tj. ukształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5%). Nadal obniżały się również miary inflacji bazowej, a wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu po raz kolejny był ujemny, co w opinii Rady sygnalizuje brak presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Spadkowi inflacji towarzyszyło obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Część członków Rady wskazywała, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać obniżenia się inflacji w okolice dolnej granicy odchyień od celu, a uwzględniając prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, istnieje ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady podkreślali, że obecne obniżenie się inflacji jest w znacznym stopniu wynikiem osłabienia się dynamiki cen energii i żywności do jednych z najniższych poziomów w ostatnich kilkunastu latach. Członkowie ci argumentowali, że zwłaszcza w przypadku cen energii, pozostających pod wpływem kształtowania się światowych cen surowców, osłabienie ich dynamiki może być zjawiskiem przejściowym.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP większość członków Rady uznała, że – podobnie jak na poprzednich posiedzeniach – powinny one zostać ponownie obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i w efekcie ograniczy ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego obecnego cyklu.

Podobnie jak na styczniowym posiedzeniu, większość członków Rady uznała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i wyraźne spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem niektórych członków Rady

za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Zdaniem części członków Rady, ze względu na ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP już w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe – a nawet znacznie większe – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji. Członkowie ci wskazywali także na relatywnie wysoki poziom realnych stóp procentowych w Polsce na tle największych gospodarek rozwiniętych.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecny poziom stóp procentowych jest relatywnie niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekoniunktury i nie jest uzasadnione dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Członkowie ci argumentowali ponadto, że nadmierne obniżenie stóp procentowych byłoby czynnikiem, który zmniejszałby bodźce do wzmacniania popytowej strony gospodarki, co biorąc pod uwagę głębokość obecnych dostosowań np. w zakresie jednostkowych kosztów pracy w części krajów Unii Europejskiej miałyby negatywne konsekwencje dla wzrostu PKB w dłuższej perspektywie.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała, że ocena zasadności ewentualnego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie zależała od wniosków płynących z analizy napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP. Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali przy tym, że biorąc pod uwagę dokonane złagodzenie polityki pieniężnej i oczekiwaną stopniową poprawę koniunktury w II połowie 2013 r., być może zbliża się moment przerwy lub zakończenia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, stopa redyskonta weksli 4,00%.

*Data publikacji: 21 lutego 2013 r.*