

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 9 STYCZNIA 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.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje słaba, choć niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższym okresie zmniejszyła się, przede wszystkim z uwagi na częściowe uzgodnienie skali zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r., prace nad reformami instytucjonalnymi w strefie euro oraz dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Czynniki te przyczyniały się również do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Wskazywano jednocześnie na utrzymującą się recesję w większości krajów strefy euro oraz na kontynuację zacieśnienia fiskalnego w wielu z nich. Zwracano przy tym uwagę, że dążenie do zmniejszania nierównowagi w sektorze finansów publicznych może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB i dalszego wzrostu stopy bezrobocia w części krajów strefy euro. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że w 2013 r. dynamika PKB w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, najprawdopodobniej będzie kształtowała się na wyższym poziomie w porównaniu z pozostałymi krajami strefy euro. Inni członkowie Rady oceniali, że choć w perspektywie kilku kwartałów można oczekiwać pewnej poprawy globalnej koniunktury, to wzrost gospodarczy za granicą będzie nadal utrzymywał się na stosunkowo niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zgodzili się, że napływające dane potwierdzają dalsze spowolnienie aktywności w gospodarce w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że spowolnienie wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale i wewnętrznych. Oceniano, że wzrost gospodarczy w IV kw. najprawdopodobniej kształtował się poniżej poziomu przewidywanego w projekcji listopadowej.

Zdaniem części członków Rady, napływające dane, w tym informacje o sprzedaży detalicznej, sugerują, że dynamika konsumpcji w IV kw. najprawdopodobniej kształtowała się blisko zera. Analizując źródła spowolnienia dynamiki konsumpcji członkowie Rady wskazywali na spadek realnych dochodów do dyspozycji, związany w szczególności z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy. Podkreślano, że spowolnieniu dynamiki wydatków konsumpcyjnych towarzyszy obniżanie się stopy oszczędności do historycznie niskich poziomów.

Odnosząc się do dynamiki inwestycji, wyrażono opinię, że w IV kw. pozostała ona najprawdopodobniej ujemna. Zwracano uwagę na znaczne ograniczenie wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych pod koniec 2012 r., w tym zwłaszcza samorządów, związane z koniecznością ograniczania nierównowagi fiskalnej. W odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w poprzednich latach silny wzrost inwestycji był wspierany przez nadmiernie optymistyczne oczekiwania firm i fundusze unijne.

Omawiając bieżącą sytuację w sektorze bankowym, niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na utrzymującą się restrykcyjność warunków udzielania kredytów przez banki i spowolnienie wzrostu depozytów. W tym kontekście wskazali oni również na znacząco silniejsze zmniejszenie oprocentowania depozytów niż kredytów dla sektora prywatnego po obniżkach stóp procentowych NBP dokonanych na poprzednich posiedzeniach.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że w najbliższych kwartałach wzrost PKB pozostanie niski. W kierunku niższej konsumpcji będzie oddziaływać niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związana z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, a także wzrost efektywnej stawki podatku dochodowego od osób fizycznych w 2013 r. W odniesieniu do sytuacji na rynku pracy część członków Rady była zdania, że można oczekiwać dalszego jej pogorszenia, czego odzwierciedleniem będzie prawdopodobny dalszy wzrost stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że podwyższenie składki rentowej w 2012 r. oraz relatywnie wysoka w stosunku do średniego wynagrodzenia płaca minimalna mogą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu na pracę. Ponadto, negatywnie na konsumpcję nadal będą wpływać ograniczone możliwości dalszego obniżania stopy oszczędności. Analizując perspektywy inwestycji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji wciąż będzie ujemna, na co w szczególności wskazuje dalszy spadek wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Zwracano uwagę, że jednym z czynników osłabiających inwestycje w gospodarce pozostanie ograniczanie inwestycji publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych samorządów współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Równocześnie oceniano, że wzrost gospodarczy w dalszym ciągu będzie wspierany głównie przez eksport netto. Z tego też powodu czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce są perspektywy kształtowania się popytu strefy euro. Część członków Rady była przy tym zdania, że wraz z możliwą poprawą sytuacji gospodarczej za granicą w II połowie 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może przyspieszyć.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach inflacja CPI istotnie się obniżyła i w listopadzie znalazła się w pobliżu celu inflacyjnego. Podkreślano, że spadek inflacji CPI wynikał w znacznym stopniu ze spowolnienia wzrostu cen surowców, w tym żywności i energii, które we wcześniejszym okresie były ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki cen. Do obniżenia inflacji CPI przyczynił się również dalszy spadek inflacji bazowej, co wskazuje na brak presji popytowej. W tym kontekście podkreślano, że obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Równocześnie większość członków Rady uważała, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się nadal obniżać, a następnie ustabilizuje się, pozostając poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie co najmniej roku. Według członków Rady spadek inflacji będzie wynikał zarówno z obniżek cen nośników energii od stycznia 2013 r., jak i z utrzymywania się ujemnej luki popytowej i braku presji płacowej w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na niepewność związaną z kształtowaniem się inflacji w dalszej perspektywie. Niepewność ta wynika w szczególności z możliwych istotnych zmian cen surowców na rynkach światowych, a także cen usług komunalnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, iż mimo oczekiwanego dalszego obniżenia się inflacji bazowej, w 2013 r. może ona utrzymać się na podwyższonym – jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego – poziomie.

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

Większość członków Rady wskazywała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i postępujące spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także – zdaniem tych członków Rady – ryzyko związane z kształtowaniem się dynamiki cen, w szczególności cen surowców. Niektórzy z nich wskazywali przy tym, że silne obniżenie stóp procentowych może prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania.

Z kolei zdaniem niektórych członków Rady, ze względu na prawdopodobne kształtowanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP 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.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady nie wykluczyła dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym dane o PKB za 2012 r., potwierdzałyby trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostałoby ograniczone. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że dotychczas dokonane obniżki stóp procentowych są wystarczające dla ograniczenia ryzyka utrzymywania się inflacji znacznie poniżej celu w średnim okresie, a wpływ ewentualnych dalszych obniżek stóp NBP na aktywność gospodarczą byłby ograniczony. Jednocześnie, zdaniem niektórych z tych członków Rady, dalsze łagodzenie polityki pieniężnej mogłoby w dłuższym okresie przyczynić się do narastania nierównowag w polskiej gospodarce.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,25 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 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, stopa redyskonta weksli 4,25%.

*Data publikacji: 24 stycznia 2013 r.*