

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

---

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście danych makroekonomicznych oraz marcowej projekcji inflacji i PKB.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę na wyhamowanie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i brak poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że PKB w większości krajów strefy euro, w tym w największych gospodarkach strefy, tj. we Francji i w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, obniżył się w tym okresie. Jednocześnie wskazywano na pojawiające się sygnały pewnej poprawy wskaźników koniunktury w niektórych krajach strefy euro w pierwszych miesiącach 2013 r., choć wyrażano przy tym wątpliwość, czy jest to wystarczający sygnał poprawy koniunktury gospodarczej w tych krajach. Część członków Rady oceniała, że wychodzenie strefy euro z recesji będzie powolne. W tym kontekście zwrócono także uwagę na wzrost niepewności dotyczącej sytuacji politycznej we Włoszech, co mogłoby przyczynić się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych w strefie euro oraz na rynkach finansowych.

Omawiając kształtowanie się sytuacji w polskiej gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że dane o PKB za IV kw. 2012 r. potwierdziły silne spowolnienie gospodarki w tym okresie. Wskazywano na utrzymanie się spadku popytu krajowego, na który złożył się zarówno dalszy spadek inwestycji, jak i obniżenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że dane miesięczne, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia, sugerują, że również na początku 2013 r. aktywność gospodarcza pozostała niska. Jednocześnie zwrócono uwagę na nieco lepsze od oczekiwań dane miesięczne o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz na poprawę niektórych wskaźników koniunktury, które mogą sugerować wzrost aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady była zdania, że czynnikiem ograniczającym dynamikę popytu w Polsce, w szczególności popytu konsumpcyjnego, jest wciąż pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niska dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. W tym kontekście część członków Rady zwróciła uwagę na utrzymanie się obserwowanego od kilku lat stopniowego wzrostu stopy bezrobocia, który ogranicza presję płacową w gospodarce oraz wpływa negatywnie na dynamikę konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wzrost stopy bezrobocia w ostatnich latach był w znacznym stopniu związany ze zwiększeniem podaży pracy, a w mniejszym – ze spadkiem zatrudnienia.

Dyskutując na temat akcji kredytowej, wyrażano opinię, że w kierunku jej osłabienia oddziałuje w dużym stopniu zaostrzenie polityki kredytowej przez banki. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że nawet jeśli nastąpi pewne złagodzenie tej polityki w odniesieniu do sektora gospodarstw domowych, to nie przyczyni się to do wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych ze względu na obniżanie się popytu na kredyt tego sektora. Zwracano uwagę, że czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia dynamiki akcji kredytowej jest obniżenie stóp procentowych NBP. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dotychczasowe obniżenie stóp procentowych NBP wpłynęło w większym stopniu na obniżenie oprocentowania depozytów w bankach niż kredytów, a – pomimo złagodzenia polityki pieniężnej – dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtuje się

na niskim poziomie, do czego przyczynia się obniżenie popytu na kredyt. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania depozytów w sektorze bankowym może wpływać na obniżenie skłonności do oszczędzania przez gospodarstwa domowe.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w kontekście projekcji marcowej, większość członków Rady podkreślała, że w świetle projekcji w najbliższych kwartałach dynamika PKB – pomimo prawdopodobnego stopniowego przyspieszenia – pozostanie niska. Zwracano przy tym uwagę, że zgodnie z projekcją także dynamika popytu krajowego w bieżącym roku będzie nadal bardzo niska, a luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Wskazuje to na ograniczone ryzyko nasilenia się presji popytowej w najbliższych latach. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że wzrost PKB może kształtować się na nieco wyższym poziomie od przewidywanego w projekcji. Członkowie ci argumentowali w szczególności, że założona w projekcji poprawa koniunktury za granicą powinna przełożyć się w większym stopniu na przyspieszenie dynamiki PKB w Polsce. Odwołując się do danych na temat restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce, poddawali oni także w wątpliwość założoną w projekcji dynamikę całkowitej produktywności czynników wytwórczych. W ich opinii dynamika ta może być niższa, co będzie skutkowało niższą dynamiką produktu potencjalnego i w efekcie szybszym domykaniem się ujemnej luki popytowej.

Omawiając kształtowanie się inflacji CPI, zwrócono uwagę na jej spadek w styczniu 2013 r. w okolice dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego NBP. Podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja pozostanie w okolicy dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji. Takie kształtowanie się inflacji CPI ma w świetle projekcji wynikać z niskiej dynamiki cen energii w kolejnych latach i obniżenia się inflacji bazowej. Przewidywany spadek inflacji bazowej oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy sugeruje utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w nadchodzących latach.

Zdaniem części członków Rady, inflacja może kształtować się powyżej poziomu przewidywanego w projekcji. Członkowie ci zwracali uwagę, że sytuacja geopolityczna na świecie pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższego, niż założono w projekcji, poziomu cen surowców energetycznych. Argumentowali oni, że – przy założeniu wyższej dynamiki cen surowców energetycznych – inflacja może kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach, a więc wyżej niż wskazuje projekcja. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że przyspieszenie dynamiki wydajności pracy wynikające z projekcji nie będzie sprzyjać utrzymywaniu się dynamiki płac na poziomach bliskich historycznemu minimum. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy może być – w ich ocenie – wyższa niż w projekcji, co przyczyniałoby się do wyższej inflacji. W tym samym kierunku może oddziaływać szybszy niż oczekiwano w projekcji wzrost konsumpcji indywidualnej. Ponadto zwrócono uwagę, że dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższego – w stosunku do ścieżki centralnej z projekcji – wskaźnika CPI może być utrzymanie w kolejnych latach podwyższonej stawki VAT, co jest prawdopodobne w przypadku silniejszego od obecnie zakładanego wpływu spowolnienia gospodarczego na sytuację sektora finansów publicznych.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na marcowym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Część członków Rady oceniała natomiast, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady uznała, że – wobec przewidywanego w projekcji marcowej utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP i ujemnej luki popytowej w nadchodzących latach – uzasadnione jest dalsze obniżenie stóp procentowych NBP. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że nawet po obniżeniu stóp procentowych, ich realny poziom

pozostanie wyraźnie dodatni i bezpieczny z punktu widzenia ograniczenia ryzyka narastania nierównowag w gospodarce.

Zdaniem większości członków Rady, napływające dane oraz scenariusz zarysowany w projekcji uzasadniały większe niż dotychczas obniżenie stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że skala obniżki stóp na marcowym posiedzeniu nie powinna być większa niż na poprzednich posiedzeniach. Za utrzymaniem dotychczasowego tempa łagodzenia polityki pieniężnej przemawia zdaniem tych członków Rady obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Niektórzy członkowie Rady oceniali z kolei, że obecny poziom stóp procentowych jest niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekonjunktury i dalsze łagodzenie polityki pieniężnej nie jest uzasadnione. Wobec znacznego – ich zdaniem – ryzyka kształtowania się inflacji powyżej ścieżki zakładanej w projekcji w średnim okresie, obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, by umożliwić powrót inflacji do celu w takim horyzoncie. W ich ocenie, nadmierne obniżenie stóp procentowych miałyby negatywny wpływ na podaźową stronę gospodarki, w tym natężenie restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw, a w efekcie na wzrost PKB w dłuższym okresie.

Zdaniem większości członków Rady, obniżenie stóp procentowych zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i na poprzednich posiedzeniach, przyczyni się do złagodzenia warunków monetarnych i będzie oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego, a przez to powrotu inflacji w okolice celu w średnim okresie. Większość członków Rady uznała, że decyzja o obniżeniu stóp na bieżącym posiedzeniu stanowi dopełnienie cyklu obniżek stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady nie wykluczyli jednak ponownego dostosowania stóp procentowych, jeśli napływające dane wskazywałyby na niższą aktywność gospodarczą lub niższą inflację niż przewiduje marcowa projekcja.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Złożono również wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Z powodu przyjęcia wniosku o obniżenie podstawowych stóp procentowych o 0,50 pkt proc. wniosek ten nie był głosowany. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%.

*Data publikacji: 21 marca 2013 r.*