

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 8 MAJA 2013 R.**

---

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali 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 w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Wskazywano na niższy od oczekiwań rynkowych wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. i na pogorszenie nastrojów tamtejszych podmiotów gospodarczych. Argumentowano ponadto, że w kolejnych kwartałach czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może być kontynuowanie tam działań mających na celu zmniejszenie nierównowagi finansów publicznych. Z kolei w strefie euro najprawdopodobniej utrzymała się recesja, a ponowne pogorszenie wyprzedzających wskaźników koniunktury w większości jej krajów członkowskich, w tym w Niemczech, może wskazywać, że perspektywa ożywienia w tej gospodarce oddala się. Niektórzy członkowie Rady wskazali przy tym jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, zgodnie z prognozami ośrodków zewnętrznych koniunktura ma się stopniowo poprawiać w II połowie br. Odnosząc się do bieżących danych dotyczących aktywności gospodarczej za granicą, wskazywano również, że pogorszenie koniunktury w krajach rozwiniętych przekłada się na osłabienie wzrostu gospodarczego w największych krajach wschodzących.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, zwrócono uwagę na obniżenie się inflacji w wielu krajach, w tym w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja bazowa w strefie euro pozostaje stabilna, a obniżenie dynamiki cen w tym regionie, podobnie jak w innych gospodarkach, wynika w znacznym stopniu ze spadku cen surowców, w tym żywności i energii, obserwowanego w ostatnich miesiącach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, zwrócono uwagę na obniżenie stóp procentowych dokonane w maju przez Europejski Bank Centralny, które zwiększyło dysparytet stóp procentowych w Polsce wobec strefy euro. Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne może nadal przyczyniać się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych.

Omawiając bieżące dane z polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie szacunku PKB w IV kw. 2012 r., w tym w zakresie wydatków inwestycyjnych. Oceniano, że w I kw. br. wzrost gospodarczy pozostał najprawdopodobniej niski, na co wskazuje spadek produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz zbliżona do zera dynamika realnej sprzedaży detalicznej. Członkowie Rady podkreślali ponadto, że w kwietniu wskaźniki koniunktury – po przejściowej poprawie w poprzednich miesiącach – ponownie się osłabiły.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy nie sprzyja przyspieszeniu wzrostu popytu konsumpcyjnego. W szczególności, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal się obniża, a stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) wzrasta, co przekłada się na słaby wzrost płac. W tym kontekście wskazywano na niską dynamikę wynagrodzeń w sektorze

przedsiębiorstw i spadek realnego funduszu płac. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek inflacji, zwłaszcza w części wynikającej z obniżenia dynamiki cen energii, oddziałuje w kierunku wzmocnienia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Omawiając kształtowanie się agregatów monetarnych, część członków Rady zwracała uwagę, że nadal osłabia się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednocześnie wskazywano na wzrost dynamiki depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w marcu. Czynnikiem zwiększającym dynamikę depozytów gospodarstw domowych może być – w opinii części członków Rady – zwiększona skłonność do oszczędzania w warunkach spowolnienia gospodarczego i wzrostu obaw związanych z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy. W takiej sytuacji skłonności do oszczędzania nie ogranicza spadek oprocentowania depozytów. W tym kontekście zauważono, że dotychczasowe obniżki stóp procentowych NBP wpłynęły w większym stopniu na oprocentowanie depozytów niż kredytów, w tym zwłaszcza kredytów konsumpcyjnych.

Oceniając perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady uznała, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca oczekiwanego tempa i momentu ożywienia gospodarczego. Wynika to w szczególności z pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą, co może przełożyć się na zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, będącego w poprzednich kwartałach głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego. Ponadto część członków Rady podkreślała brak sygnałów wskazujących na możliwość istotnego wzrostu popytu krajowego w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady zwracała także uwagę, że – wobec wyższego od planowanego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB w 2012 r. i prawdopodobnego utrzymania przez UE procedury nadmiernego deficytu wobec Polski – w najbliższych latach należy oczekiwać kontynuacji zacieśnienia fiskalnego, co będzie nadal ograniczało dynamikę popytu. W kierunku niższej aktywności gospodarczej będzie nadal oddziaływać również przejściowe zmniejszenie inwestycji współfinansowanych z funduszy unijnych. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że prognozowana poprawa koniunktury w Niemczech w II połowie br. powinna przełożyć się na ożywienie w polskim sektorze eksportowym. Wskazywano ponadto, że w I kw. 2013 r. wzrosło wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce, a – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost PKB nie powinien się już dalej obniżać i w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać jego stopniowego przyspieszenia.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, większość członków Rady podkreślała dalsze obniżenie się wskaźnika inflacji CPI, który od lutego 2013 r. kształtuje się poniżej dolnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP. Tym samym wskaźnik CPI znalazł się poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywano przy tym na dalsze obniżenie się inflacji bazowej, co potwierdza ograniczoną presję popytową w gospodarce. Jednocześnie wskazywano, że do obniżenia się inflacji w ostatnich miesiącach w istotnej mierze przyczynił się spadek dynamiki cen żywności i energii.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że inflacja CPI w kolejnych kwartałach prawdopodobnie pozostanie niższa od poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji, co – wraz z niepewnością dotyczącą tempa ożywienia gospodarczego w Polsce – zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Niższej inflacji będzie także sprzyjać spadek cen surowców na rynkach światowych obserwowany w ostatnim okresie. Brak ryzyka wyraźnego przyspieszenia inflacji sygnalizują także niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Część członków Rady zwróciła jednak uwagę, że wobec oczekiwanego ożywienia w gospodarce światowej w II połowie br., w horyzoncie roku dynamika cen surowców na rynkach światowych może ponownie wzrosnąć. Członkowie ci wskazywali również na brak uwzględnienia w projekcji marcowej wpływu utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. na kształtowanie się inflacji w przyszłym roku. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że nawet uwzględniając brak obniżki stawek VAT inflacja powinna utrzymać się poniżej poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji.

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

Większość członków Rady była zdania, że uzasadniona jest korekta cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ napływające dane wskazują na brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski i jej otoczeniu, a spadek inflacji jest silniejszy od oczekiwanego w projekcji, co stwarza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Ponadto – mimo dotychczasowego obniżenia stóp – szybszy od prognoz spadek inflacji i oczekiwań inflacyjnych przełożył się na wzrost realnych stóp procentowych. Równocześnie część członków Rady wskazywała, że – w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach – relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nadmiernie nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski. Zdaniem niektórych członków Rady dostosowanie stóp procentowych NBP powinno nastąpić jak najszybciej, co przemawia za większą skalą ich obniżenia na bieżącym posiedzeniu.

Inni członkowie Rady uważali jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także czynniki ryzyka mogące oddziaływać w kierunku wyższej inflacji, stopy procentowe NBP nie powinny być obniżone na bieżącym posiedzeniu, a zdaniem niektórych z tych członków Rady cykl łagodzenia polityki pieniężnej powinien być zakończony. W ich opinii, stopy procentowe NBP znajdują się już obecnie na historycznie niskim poziomie i ich dalsze obniżanie nie przełożyłoby się na istotne wsparcie popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, dalsze obniżanie stóp procentowych mogłoby negatywnie wpłynąć na natężenie restrukturyzacji przedsiębiorstw w polskiej gospodarce, od którego zależy jej wzrost w dłuższej perspektywie. Może ono także stwarzać bodźce do podejmowania nadmiernie ryzykownych projektów inwestycyjnych.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady była zdania, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Zdaniem niektórych członków Rady, ocena zasadności ewentualnego obniżenia stóp procentowych powinna uwzględniać wyniki kolejnej projekcji inflacji.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski 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 3,00%, stopa lombardowa 4,50%, stopa depozytowa 1,50%, stopa redyskonta weksli 3,25%.

*Data publikacji: 23 maja 2013 r.*