

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 28 MAJA 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: kształtowaniu się bieżącej inflacji, ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Odnosząc się do bieżącej inflacji wskazywano, że w kwietniu inflacja CPI nieznacznie się obniżyła (do 4,0% r/r), do czego przyczynił się spadek rocznej dynamiki cen paliw oraz cen żywności. W kierunku wyższej inflacji oddziaływało natomiast dalsze przyspieszenie dynamiki cen niektórych usług. Podkreślano, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, określonej na poziomie 3,5%, jest w decydującej mierze efektem wcześniejszego wzrostu cen żywności oraz dokonywanych podwyżek cen regulowanych. Wskazywano również, że podwyższona inflacja wpływa negatywnie na sytuację materialną gospodarstw domowych, głównie mniej zamożnych, w szczególności, gdy związana jest ona z wysoką dynamiką cen żywności. Podkreślano jednak, że korzystne prognozy zbiorów w rolnictwie pozwalają oczekiwać dalszego obniżenia dynamiki cen żywności.

Członkowie Rady wiele uwagi poświęcili omówieniu przyczyn utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. Wskazywano, że na kształtowanie inflacji w wielu krajach, w tym w Polsce, w istotnym stopniu wpływają wzrosty cen na światowych rynkach żywności i ropy naftowej prowadzące do zmian cen relatywnych – a więc czynniki pozostające poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Zwracano uwagę, że w porównaniu z pozostałymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej Polska ma najniższą inflację mierzoną wskaźnikiem CPI, a biorąc pod uwagę wskaźnik HICP jedynie na Słowacji inflacja jest niższa niż w Polsce. Część członków Rady podkreślała, że dodatkowymi, w znacznym stopniu niezależnymi od polityki pieniężnej czynnikami oddziałującymi w kierunku wzrostu cen w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej są: proces konwergencji cen i płac oraz ujednocnianie podatków pośrednich.

Omawiając perspektywy kształtowania się inflacji, część członków Rady wskazywała, że biorąc pod uwagę obserwowany ostatnio wzrost cen ropy na rynkach światowych oraz wyniki krótkookresowych prognoz sporządzonych w NBP, można oczekiwać, że w najbliższych kwartałach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu. W średnim okresie w kierunku wyższej inflacji oddziaływać będzie wysoka dynamika wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem podwyższającym inflację w 2009 r. może być dalszy wzrost cen gazu i energii, związany ze wzrostem cen surowców energetycznych i uwolnieniem cen energii elektrycznej w Polsce. W dłuższym okresie w kierunku osłabienia dynamiki cen energii może oddziaływać liberalizacja rynku energii elektrycznej. Z kolei do ograniczenia inflacji powinny przyczyniać się: niższe tempo wzrostu PKB za granicą, obserwowane dotychczas umocnienie kursu walutowego oraz dokonane podwyżki stóp procentowych.

Część Rady zwracała uwagę, że w sytuacji, gdy inflacja przez dłuższy okres utrzymuje się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, wzrasta ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Podwyższona inflacja może bowiem prowadzić do utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, na co wskazuje wysoki odsetek respondentów, którzy w badaniach ankietowych gospodarstw domowych stwierdzają, że oczekują utrzymania się inflacji na obecnym poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na odnotowane w maju obniżenie miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Ponadto, część członków Rady oceniała, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest ograniczone ze względu na czynniki, które będą zniechęcać przedsiębiorstwa do dalszego znacznego podwyższania wynagrodzeń. W tym kontekście wskazywano na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego, odzwierciedlone w pogorszeniu się opublikowanych w maju wskaźników koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, umocnienie kursu złotego oraz obniżenie w I kw. 2008 r. wskaźników rentowności przedsiębiorstw.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady wskazywała, że silny wzrost wynagrodzeń stanowi nadal główny czynnik ryzyka dla stabilności cen. Zdaniem tych członków Rady dane za kwiecień o wynagrodzeniach oraz zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw oraz aktualne szacunki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce za I kw. br. potwierdzały, że presja płacowa pozostaje wysoka. Równocześnie część Rady wskazywała na nasilenie żądań płacowych w sektorze finansów publicznych i związaną z tym niepewność co do kształtu budżetu na 2009 r. Zwracano uwagę, że jednym z czynników, który przyczynia się obecnie do zwiększenia presji płacowej w tej grupie zawodowej jest utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące aktywności gospodarczej cechują się obecnie dużą zmiennością związaną m.in. z odmiennym niż w 2007 r. układem świąt oraz wprowadzeniem ograniczeń w handlu w dni wolne od pracy. Wskazywali oni, że w takiej sytuacji większą wagę należy przykładac do wskaźników koniunktury, które – choć wskazują na pozytywny stan gospodarki – uległy w maju obniżeniu. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w I kw. 2008 r. nastąpił spadek wykorzystania mocy produkcyjnych. Zdaniem tej części Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych kwartałach powinno obniżyć się do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w Polsce jest nadal wyższa od potencjału, a oznaki spowolnienia są zdecydowanie zbyt słabe, żeby móc oczekiwać powrotu inflacji do celu bez dalszego dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady argumentowała, że pogorszenie wskaźników rentowności przedsiębiorstw może negatywnie wpłynąć na dynamikę inwestycji. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego będzie również oddziaływać obniżenie popytu na polski eksport. Obniżenie popytu zewnętrznego, które związane jest z osłabieniem aktywności gospodarczej za granicą, potwierdzają badania koniunktury za I kw. br., w których po raz kolejny obniżył się wskaźnik prognoz eksportu.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała uwagę, że dane o wzroście PKB w I kw. 2008 r. dla Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro okazały się lepsze od oczekiwań. Inni członkowie Rady argumentowali, że większość wskaźników sygnalizuje silne spowolnienie w gospodarce amerykańskiej. Natomiast odnosząc się do sytuacji w strefie euro, część Rady zwracała uwagę na znaczne różnice w tempie wzrostu gospodarczego między poszczególnymi krajami. Podkreślali oni przy tym, że nadal zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego strefy euro jest słaby popyt wewnętrzny oraz ryzyko obniżenia popytu zewnętrznego, związane z umocnieniem kursu euro względem dolara amerykańskiego oraz funta szterlinga, a także osłabieniem aktywności w gospodarkach amerykańskiej i brytyjskiej. Członkowie ci argumentowali, że obawy o pogorszenie się koniunktury widoczne są w podwyższonej premii za ryzyko zawartej w oprocentowaniu kredytów dla przedsiębiorstw oferowanych przez banki w strefie euro. Wskazywano również, że Polska należy

do krajów Unii Europejskiej, których wahania koniunktury są najsilniej skorelowane z wahaniami koniunktury w strefie euro, co oznacza, że spowolnienie wzrostu w strefie euro prawdopodobnie wpłynie negatywnie na wzrost gospodarczy w Polsce. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymująca się w gospodarce światowej niepewność może skutkować mniejszym napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski, co również oddziaływałoby w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego.

Odnosząc się do dylematów banków centralnych, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć wysoka inflacja. W tym kontekście dyskutowano na temat właściwej reakcji władz monetarnych na utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie, w szczególności gdy wynika ona z czynników w dużym stopniu niezależnych od krajowej polityki pieniężnej.

Dyskutując o kształtowaniu się kursu walutowego część członków Rady wskazywała, że umocnienie złotego było istotnym czynnikiem zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej w ostatnim okresie. Równocześnie zwracano uwagę, że dalszy wzrost dysparytetu stóp procentowych może skutkować zwiększonym napływem krótkoterminowego kapitału do Polski, powodując dalszą aprecjację złotego i pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw, co miałoby negatywne konsekwencje dla aktywności inwestycyjnej oraz wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady argumentowali, że zmianie uległy oczekiwania dotyczące przyszłych stóp procentowych Fed oraz EBC, co ma istotne znaczenie dla perspektyw kształtowania się dysparytetu stóp w najbliższym okresie. W przypadku Stanów Zjednoczonych oczekiwano, że pod koniec roku stopy mogą wzrosnąć, natomiast w strefie euro powszechne stało się oczekiwanie utrzymania stóp na dotychczasowym poziomie. Ponadto członkowie ci wskazywali, że trudno obecnie ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się w ostatnim okresie do aprecjacji złotego.

Analizując wpływ zmian kursu na gospodarkę, część członków Rady zwracała uwagę na ryzyko pogłębienia nierównowagi zewnętrznej w przypadku nadmiernej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że trudno ocenić, w jakim stopniu pogłębienie się deficytu na rachunku obrotów bieżących związane jest z aprecjacją kursu, a na ile może wynikać z szybszego od potencjału wzrostu gospodarczego.

Na posiedzeniu członkowie Rady dyskutowali o przydatności tzw. reguły Taylora w polityce pieniężnej. Część członków Rady była zdania, że w prowadzeniu polityki pieniężnej powinna być ona wykorzystywana. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że reguła ta powinna być raczej stosowana do ocen formułowanych *ex post*. W tym kontekście wskazywano na problemy związane z prawidłową specyfikacją tej reguły oraz na niepewność dotyczącą szacunków naturalnej stopy procentowej oraz tempa wzrostu produktu potencjalnego dla Polski.

Rozważając decyzję o stopach procentowych dyskutowano o ewentualnym dalszym zacieśnieniu polityki pieniężnej. W ocenie części członków Rady ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, wysoka dynamika wynagrodzeń i zatrudnienia oraz utrzymywanie się tempa wzrostu PKB powyżej produktu potencjalnego, a także brak wyraźnych oznak spowolnienia aktywności gospodarczej wskazywały na ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Zdaniem tych członków Rady czynniki te przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na majowym posiedzeniu. Ponadto członkowie ci wskazywali, że wstrzymywanie się z decyzją o podwyżce stóp procentowych zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego przez dłuższy okres, co wymagałoby następnie silniejszego ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego koniecznego do obniżenia inflacji do celu. Część członków Rady uznała jednak, że dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych wraz ze znaczącą aprecjacją złotego oraz oczekiwanym obniżeniem tempa wzrostu gospodarczego mogą okazać się wystarczające dla obniżenia inflacji do celu w średnim okresie. Większość członków była zdania, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po zapoznaniu się z

NBP

czerwcową projekcją inflacji NBP. Argumenty te uzasadniały, ich zdaniem, brak zmiany stóp na bieżącym posiedzeniu Rady.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna: 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Data publikacji: 19 czerwca 2008 r.