

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 CZERWCA 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: sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz kształtowaniu się kursu walutowego. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji CPI w Polsce w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady wskazywała, że w świetle czerwcowej projekcji inflacji z modelu NECMOD od I kw. 2009 r. prognozowana inflacja będzie się stopniowo obniżać i – zgodnie z centralną ścieżką projekcji – będzie się zbliżać do celu inflacyjnego szybciej, niż oczekiwano w lutowej projekcji. Członkowie ci podkreślali, że podwyższona inflacja wynikająca ze wzrostu cen żywności i paliw na rynkach światowych obserwowana jest w wielu innych krajach, w tym również w strefie euro. Oceniali oni, że – podobnie jak w wielu innych krajach – okres utrzymywania się podwyższonej inflacji może być dłuższy, niż dotychczas oczekiwano. Zwracali jednocześnie uwagę, że w maju, pomimo wzrostu cen kontrolowanych, inflacja w Polsce była wciąż najniższa spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, co jest m.in. efektem polityki pieniężnej prowadzonej w Polsce we wcześniejszym okresie.

Członkowie Rady wskazywali, że w maju inflacja CPI wzrosła do 4,4% i że w najbliższych miesiącach może być ona jeszcze wyższa m.in. ze względu na statystyczny efekt bazy. Podkreślali oni, że czynnikiem podwyższającym inflację CPI na początku 2009 r. może być dalszy wzrost cen energii elektrycznej w wyniku uwolnienia tych cen. Część członków Rady wskazywała, że zgodnie z czerwcową projekcją inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii będzie stopniowo wzrastać i w latach 2009-2010 będzie kształtować się na poziomie powyżej 2,5%, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o narastaniu presji popytowej w gospodarce.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w maju dynamika produkcji przemysłowej była znacząco niższa od oczekiwań, co sygnalizowały wcześniej wskaźniki koniunktury. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować obniżenie aktywności w gospodarce polskiej w najbliższym okresie. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce przyczyniać się będzie obniżenie aktywności w gospodarce światowej, w szczególności w strefie euro, a także obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że w świetle czerwcowej projekcji z modelu NECMOD w II poł. 2008 r. prognozowane tempo wzrostu PKB będzie niższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku zmniejszania presji inflacyjnej. Ponadto argumentowali, że struktura PKB w I kw. 2008 r. była korzystna z punktu widzenia perspektyw inflacji, gdyż spożycie indywidualne rosło wolniej, a inwestycje szybciej niż PKB. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w I kw. 2008 r. było wyższe od oczekiwań oraz prawdopodobnie wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego, wskazywali oni, że dane o produkcji przemysłowej za maj są trudne do interpretacji ze względu na odmienny niż w 2007 r. układ dni wolnych od pracy oraz, że dynamika sprzedaży

detalicznej w maju była relatywnie wysoka. Członkowie ci byli zdania, że spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce nie będzie prawdopodobnie znaczące. Argumentowali oni, że w nadchodzącym okresie dynamika konsumpcji nie zmniejszy się istotnie m.in. ze względu na utrzymujące się wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń oraz kredytów dla gospodarstw domowych, a także zwiększanie się udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem.

Omawiając sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz niekorzystnej relacji między dynamiką wynagrodzeń a wydajności pracy. Zwracano uwagę, że w maju jednostkowe koszty pracy w przemyśle silnie wzrosły ze względu na spadek dynamiki produkcji przemysłowej oraz wysoką dynamikę wynagrodzeń. Podkreślano, że zgodnie z czerwcową projekcją z modelu NECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowane tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce będzie wyższe od dynamiki wydajności pracy, a zatem jednostkowe koszty pracy będą nadal rosły. Część członków Rady wskazywała, że w I kw. 2008 r. zwiększył się udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem przedsiębiorstw, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Członkowie ci oceniali, że zwiększona presja na wzrost wynagrodzeń w części przedsiębiorstw sektora publicznego może w nadchodzącym okresie doprowadzić do wzrostu wynagrodzeń, a w konsekwencji także wzrostu cen wytwarzanych przez te przedsiębiorstwa produktów. Ponadto argumentowali, że podwyższona bieżąca inflacja jest jednym z czynników przyczyniających się do zwiększenia presji płacowej w sektorze finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady zwiększa to ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy w nadchodzącym okresie.

Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że wysoka dynamika wynagrodzeń oraz podwyższona inflacja CPI poprzez mechanizm waloryzacji rent i emerytur zwiększą wydatki budżetu państwa w 2009 r. i kolejnych latach, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia deficytu sektora finansów publicznych. W tym kontekście wskazywano, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dynamiki dochodów podatkowych budżetu będzie również oddziaływać w kierunku zwiększenia deficytu budżetowego.

Inni członkowie Rady oceniali, że wysoka dynamika wynagrodzeń jest w znacznej mierze związana z procesem konwergencji polskiej gospodarki względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Wskazywali oni, że koszty wynagrodzeń mają nadal relatywnie niewielki udział w kosztach ogółem przedsiębiorstw, i podkreślali, że w świetle badań koniunktury odsetek przedsiębiorstw, w których wzrost kosztów wynagrodzeń stanowi istotną przyczynę wzrostu cen oferowanych produktów, utrzymuje się na niskim poziomie. W ocenie tych członków Rady ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest obecnie znacznie mniejsze niż w latach 70. minionego stulecia. Ponadto argumentowali oni, że zwiększenie zatrudnienia w sytuacji napięć na rynku pracy – przynajmniej w krótkim okresie – powoduje obniżenie przeciętnej wydajności pracy ze względu na: obniżenie relacji kapitału do pracy, zatrudnianie osób o kwalifikacjach niższych od kwalifikacji pracowników już zatrudnionych oraz wysoki udział sektora usług (w którym wzrost wydajności jest relatywnie niski) we wzroście zatrudnienia, co łącznie oddziałuje w kierunku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Oceniali oni, że spodziewane spowolnienie aktywności w gospodarce polskiej powinno z pewnym opóźnieniem doprowadzić do obniżenia dynamiki wynagrodzeń. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, żądania znaczących podwyżek wynagrodzeń w sektorze finansów publicznych nie zostaną w najbliższym okresie spełnione.

Analizując kształtowanie się kursu walutowego i jego wpływ na gospodarke, wskazywano na znaczące umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie. Podkreślano, że aprecjacja kursu zwiększa stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce i oddziałuje w kierunku obniżenia presji inflacyjnej, gdyż zmniejszają się wyrażone w złotych ceny produktów importowanych. W tym kontekście zwracano uwagę, że bieżący kurs złotego jest mocniejszy niż w czerwcowej projekcji z modelu NECMOD, a zatem przyszła inflacja może być niższa, niż wynika z projekcji. Jednocześnie

argumentowano, że obserwowana obecnie aprecjacja kursu złotego będzie z pewnym opóźnieniem prowadziła do narastania deficytu rachunku obrotów bieżących. Część członków Rady była zdania, że wzrost deficytu powinien ograniczać presję inflacyjną ze względu na zwiększenie dynamiki popytu na dobra importowane kosztem popytu na dobra krajowe. Z drugiej strony niektórzy członkowie oceniali, że oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia deficytu rachunku obrotów bieżących.

Część członków Rady wskazywała, że aprecjacja kursu złotego oraz wzrost jednostkowych kosztów pracy prowadzi do pogorszenia wyników finansowych eksporterów. Argumentowali oni, że może to doprowadzić do ograniczenia skali inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa eksportujące, a w konsekwencji obniżenia tempa wzrostu potencjalnego PKB. W ocenie tych członków, wobec zmniejszenia aktywności w gospodarkach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, a przez to spadku popytu zagranicą na polskie produkty, przedsiębiorstwa będą reagować na pogorszenie wyników finansowych podwyższeniem cen produktów przeznaczonych na rynek krajowy, co będzie zwiększało krajową presję inflacyjną.

Odnosząc się do zmian w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na niepewność dotyczącą sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Zwracano uwagę, że obniżenie wskaźników koniunktury gospodarczej w Niemczech sygnalizuje pogorszenie sytuacji w tej gospodarce. Oceniano, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro może się przesunąć w czasie, ale jednak nastąpi. Wskazywano, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych najprawdopodobniej dobiegł końca, a w strefie euro pojawiły się sygnały zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym okresie. Zwracano uwagę, że w razie zacieśnienia polityki pieniężnej w strefie euro lub w Stanach Zjednoczonych podwyższenie stóp procentowych NBP nie skutkowałoby dalszym wzrostem dysparytetu stóp procentowych między Polską a tymi gospodarkami. Część członków Rady oceniała, że globalny poziom stóp procentowych jest obecnie zbyt niski, wobec czego do obniżenia inflacji niezbędne jest zacieśnienie polityki pieniężnej zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i gospodarkach rozwijających się. W tym kontekście zwracano uwagę na dylematy banków centralnych wobec ryzyka stagflacji, czyli sytuacji, w której obniżeniu aktywności gospodarczej towarzyszy podwyższona inflacja, oraz dyskutowano na temat właściwej reakcji polityki pieniężnej na wzrost inflacji wywołany czynnikami niezależnymi od krajowej polityki pieniężnej.

Członkowie Rady zwracali uwagę na brak reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, mających istotne znaczenie dla kształtowania się długofalowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. W ocenie członków Rady zaniechanie reformy finansów publicznych może prowadzić do nieoptymalnej *policy mix*. Podkreślano również, że brak jasno określonej ścieżki dostosowań stawek podatków pośrednich do wymogów Unii Europejskiej oraz szczegółowego programu liberalizacji rynku energii utrudnia ocenę przyszłego kształtowania się dynamiki cen, w szczególności cen regulowanych.

Rada dyskutowała także na temat optymalnej polityki komunikacyjnej członków ciała decyzyjnego banku centralnego z otoczeniem pod kątem oddziaływania na oczekiwania rynków finansowych co do przyszłego kształtu polityki pieniężnej. Podkreślano przy tym duże znaczenie komunikacji banku centralnego dla kształtowania oczekiwań inflacyjnych w sytuacji, gdy na skutek silnych i uporczywych szoków cenowych na rynkach surowców inflacja przez dłuższy czas może utrzymywać się na podwyższonym poziomie. W tym kontekście Rada zwracała uwagę, że brak jednoznacznych deklaracji rządu na temat planowanego terminu przystąpienia Polski do strefy euro może w obecnej sytuacji stanowić czynnik utrudniający prowadzenie optymalnej polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, uznano, że prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się poniżej celu. Za taką oceną przemawiały perspektywy

inflacji zarysowane w czerwcowej projekcji, a także bieżące dane dotyczące inflacji oraz wysokiej dynamiki wynagrodzeń przewyższającej tempo wzrostu wydajności pracy. Taka ocena uzasadniała podwyżkę stóp na bieżącym posiedzeniu. Rada dyskutowała również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych NBP. Zdaniem części członków Rady, obniżenie inflacji do celu w średnim okresie może wymagać dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Inni członkowie Rady argumentowali, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej może skutkować nadmiernym umocnieniem kursu złotego. Zwracali oni uwagę, że podwyższona bieżąca inflacja wynika w znacznej mierze z czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej i wskazywali, że spodziewane obniżenie tempa wzrostu gospodarczego powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Data publikacji: 24 lipca 2008 r.