

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 26 WRZEŚNIA 2007 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: wpływie zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego, sytuacji na rynku pracy w Polsce, nierównowadze zewnętrznej oraz sytuacji finansów publicznych. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Członkowie Rady poświęcili wiele uwagi sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych oraz dyskutowali na temat wpływu zwiększonej niepewności na perspektywy wzrostu w gospodarce światowej i polskiej. Część uczestników dyskusji zwracała uwagę, że polskiemu sektorowi finansowemu nie grożą zaburzenia podobne do tych, jakie w sierpniu i wrześniu br. miały miejsce na rynkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej. Wskazywali oni, że w Polsce, w odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych, kredytów hipotecznych udzielają wyłącznie instytucje objęte nadzorem bankowym, oraz, że krajowy rynek nie oferuje tak skomplikowanych instrumentów finansowych, jak te dostępne na rynkach, na których wystąpiły zaburzenia.

Inni uczestnicy dyskusji wskazywali, że zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych wykroczyły poza amerykański rynek kredytów *subprime*, czego przykładem były problemy na niemieckim i brytyjskim rynku finansowym. Wskazywali oni również, że jeśli problemy na amerykańskim rynku nieruchomości się pogłębią, to taka sytuacja w połączeniu z aprecjacją euro może stać się przyczyną osłabienia wzrostu w strefie euro. Oceniali oni również, że zwiększona niepewność może utrzymać się przez kilka najbliższych miesięcy, gdyż niezbędne dostosowanie struktury aktywów i pasywów międzynarodowych instytucji finansowych będzie następowało stopniowo. Wskazywano także, że w obliczu zaburzeń część banków centralnych zdecydowała się na złagodzenie lub wstrzymanie dalszego zacieśniania polityki pieniężnej, przyjmując postawę wyczekiwania i obserwacji rozwoju sytuacji zarówno na rynkach finansowych, jak i w realnej sferze gospodarki.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że na skutek zaburzeń na globalnych rynkach finansowych zostały obniżone prognozy wzrostu gospodarczego dla Stanów Zjednoczonych, zaś w Europie odnotowano spadek wskaźników koniunktury. Argumentowano, że jeśli wzrost gospodarczy w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki będzie niższy niż wcześniej oceniano, wówczas można oczekiwać obniżenia dynamiki eksportu Polski, a przez to niższego wzrostu gospodarczego i niższej presji inflacyjnej. Wskazywano ponadto, że dynamika PKB zbliża się do dynamiki produktu potencjalnego, zaś struktura wzrostu gospodarczego jest nadal bardzo korzystna z punktu widzenia perspektyw inflacji dzięki zwiększonej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw.

Inni członkowie Rady wskazywali, że spadek aktywności gospodarczej w Europie nie musi prowadzić do obniżenia dynamiki eksportu Polski, gdyż w przeszłości w okresie niskiego wzrostu gospodarczego kraje Europy Zachodniej – szczególnie Niemcy, na które przypada znaczna część polskiego eksportu – zgłaszały zwiększone zapotrzebowanie na relatywnie tanie produkty z Polski.

W ocenie tych członków bieżące dane wskazują, że gospodarka polska jest nadal w okresie szybkiego wzrostu, zaś luka popytowa jest dodatnia, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Dyskutując o stabilności sektora finansowego, część uczestników dyskusji wskazywała, że finansowanie gospodarki w Polsce jest w większym stopniu oparte na rynku bankowym, niż na rynku kapitałowym, zaś w strukturze własności banków dominuje kapitał zagraniczny. Wskazywano, że nie można wykluczyć, iż ewentualne problemy międzynarodowych instytucji finansowych powiązanych kapitałowo z polskimi bankami wpłyną na kondycję polskiego sektora finansowego. W tym kontekście zwrócono uwagę na problem wydzielenia nadzoru bankowego z banku centralnego, co w przypadku zaburzeń na rynku finansowym może utrudnić koordynację działań banku centralnego i nadzoru bankowego.

Część uczestników dyskusji zwracała także uwagę na wysoką dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych, a także na wzrost udziału kredytów konsumpcyjnych w kredytach dla gospodarstw domowych ogółem. W ocenie tych uczestników, szybki wzrost akcji kredytowej połączony z łagodzeniem warunków udzielania kredytów może prowadzić do pogorszenia portfela kredytowego banków, co może stanowić dodatkowe – obok ryzyk płynących z międzynarodowych rynków finansowych – zagrożenie dla stabilności systemu finansowego w Polsce. Ponadto, wysoka dynamika kredytów wskazuje, że wzrost popytu krajowego może być szybszy niż wzrost potencjalnego PKB, co zwiększałoby presję inflacyjną. Zdaniem tych uczestników, polityka pieniężna powinna przeciwdziałać nadmiernemu wzrostowi akcji kredytowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wysoka dynamika kredytów nie musi prowadzić do pogorszenia jakości portfela kredytowego banków, gdyż jest ona skutkiem poprawy zdolności kredytowej gospodarstw domowych, związanej ze wzrostem ich dochodu do dyspozycji, wzrostem zatrudnienia i spadkiem bezrobocia.

W trakcie posiedzenia wskazywano, że w sierpniu inflacja w ujęciu rocznym ukształtowała się wyraźnie poniżej celu. Niektórzy członkowie podkreślali, że spadek inflacji w sierpniu był głębszy niż prognozowano. Inni członkowie wskazywali, że obniżenie inflacji było związane z obniżką cen usług internetowych w tym miesiącu i że efekty tej obniżki wygasną na początku 2008 r. Zwracano także uwagę na rosnącą dynamikę cen żywności. Dyskutowano również na temat ewentualnego wpływu corocznej, planowanej na początek 2008 r. zmiany koszyka będącego podstawą do obliczania inflacji na wskaźnik CPI.

Omawiając sytuację na rynku pracy wskazywano, że pogarsza się relacja między dynamiką wynagrodzeń i dynamiką wydajności pracy. Część członków Rady wskazywała, że wzrost jednostkowych kosztów pracy, a zatem i kosztów przedsiębiorstw, może prowadzić do pogorszenia ich rentowności oraz spadku międzynarodowej konkurencyjności gospodarki. Członkowie ci wskazywali, że tempo wzrostu płac w Polsce jest bardzo wysokie w porównaniu z większością krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Zdaniem tych członków Rady, w najbliższej przyszłości nie należy oczekiwać obniżenia dynamiki płac, gdyż mimo wciąż relatywnie wysokiej stopy bezrobocia rejestrowanego w Polsce przedsiębiorstwa mają coraz większe trudności z pozyskaniem pracowników. Członkowie ci oceniali, że dane z rynku pracy sygnalizują narastanie presji inflacyjnej w polskiej gospodarce. Argumentowali oni także, że nawet w sytuacji spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce dynamika wynagrodzeń może utrzymać się na wysokim poziomie, oddziałując w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady byli zdania, że wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy nie będzie trwały, ponieważ po pewnym czasie wpłynie negatywnie na wyniki finansowe firm. Zwracano uwagę, że udział kosztów wynagrodzeń w kosztach ogółem pozostaje na niskim i stabilnym poziomie, w związku z czym przedsiębiorstwa nie muszą podnosić cen w reakcji na przyspieszenie wzrostu płac. Wskazywano, że w przedsiębiorstwach w ostatnich latach zachodziły intensywne procesy restrukturyzacyjne, które przyczyniły się do obserwowanej poprawy wyników

finansowych i płynności finansowej tego sektora. Dodatkowo wskazywano, że na tle sąsiadujących z Polską krajów znajdujących się na podobnym poziomie rozwoju skumulowany wzrost płac w ostatnich latach był w Polsce znacząco niższy. Zwracano też uwagę, że szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce nie prowadził dotychczas do znaczącego wzrostu inflacji. Do przyczyn tego stanu rzeczy zaliczono dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, pozwalające im absorbować rosnące koszty wynagrodzeń, silną konkurencję cenową związaną z procesem globalizacji oraz zwiększoną elastyczność podaży, wynikającą z obniżenia kosztów uruchamiania nowych mocy wytwórczych. Wskazywano, że w kierunku ograniczania presji inflacyjnej oddziałuje także wzrost oszczędności krajowych (o czym świadczy napływ środków do funduszy inwestycyjnych), wzrost importu przyczyniający się do zwiększenia deficytu obrotów bieżących, a także aprecjacja złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także o bilansie płatniczym Polski. Zwracano uwagę na to, że przyjęta na posiedzeniu *Prognoza bilansu płatniczego Rzeczypospolitej Polskiej na 2008 r.* wskazuje na narastanie nierównowagi zewnętrznej Polski. Podkreślano, że istnienie umiarkowanego deficytu w obrotach bieżących jest typowe dla gospodarek znajdujących się w okresie realnej konwergencji, jednak niepokojące jest, że prognozowana relacja tego deficytu do PKB szybko rośnie. Wskazywano, że w razie dalszego pogarszania się relacji między dynamiką płac a dynamiką wydajności pracy międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki ulegnie pogorszeniu, co będzie oddziaływało w kierunku narastania nierównowagi zewnętrznej. Inni członkowie Rady oceniali, że wzrost tego deficytu w najbliższej przyszłości nie będzie znacząco zwiększać ryzyka makroekonomicznego polskiej gospodarki, gdyż globalizacja umożliwi finansowanie większych niż w przeszłości deficytów w obrotach bieżących, a członkostwo Polski w Unii Europejskiej istotnie przyczynia się do ograniczenia ryzyka kraju.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja finansów publicznych. Część członków Rady wskazywała, że mimo przyspieszonych wyborów parlamentarnych i związanego z tym wzrostu niektórych wydatków budżetu w 2008 r., utrzymana została tzw. kotwica budżetowa. Inni członkowie oceniali jednak, że wydatki całego sektora finansów publicznych wzrosły znacząco w 2007 r., zaś ich struktura została usztywniona. Podkreślano również, że wprowadzone ostatnio zmiany w finansach publicznych będą pogarszały sytuację tego sektora nie tylko w roku 2008, lecz przede wszystkim w latach następnych. Dodatkowo wskazywano na możliwość znaczącego pogorszenia sytuacji sektora finansów publicznych w przypadku spowolnienia gospodarczego.

Członkowie Rady byli zgodni, iż obecnie trudno ocenić, jak długo utrzyma się zwiększona niepewność na międzynarodowych rynkach finansowych oraz, jaki będzie jej wpływ na realną sferę światowej, a w konsekwencji także polskiej gospodarki. Uznali też, że należy szczególnie uważnie analizować napływające w najbliższej przyszłości dane, zarówno te dotyczące gospodarki krajowej, jak i te napływające z rynków międzynarodowych. Rada uznała, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, dzięki czemu zmiana stóp procentowych nie była na bieżącym posiedzeniu konieczna.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,75%, stopa lombardowa 6,25%, stopa depozytowa 3,25%, a stopa redyskonta weksli 5,00%.