

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 30 STYCZNIA 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, w tym cen żywności, sytuacji na rynku pracy, perspektywach wzrostu gospodarczego oraz poziomie stóp procentowych w Polsce i za granicą. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w grudniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych zwiększyło się i pozostało powyżej zarówno celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jak i górnej granicy odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w grudniu wynikał w dużym stopniu z dalszego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności i paliw, związanego ze zjawiskami globalnymi. Podkreślano, że zjawiska te pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej oraz, że wzrost inflacji wywołany przyspieszeniem dynamiki cen żywności i paliw obserwowany jest również w wielu innych krajach. Wskazywano, że w grudniu inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Jednocześnie zwracano uwagę, że w grudniu wzrosły również pozostałe cztery miary inflacji bazowej. Część członków Rady oceniała, że obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r. przyspieszenie inflacji bazowej netto świadczy o narastaniu w gospodarce presji popytowej. Wskazywano również, że wzrost inflacji w grudniu wynikał również m.in. z utrzymującej się wysokiej dynamiki cen niektórych usług.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, część członków Rady wskazywała, że skala wzrostu cen żywności i związanego z tym wzrostu inflacji CPI w Polsce i wielu innych krajach okazała się znacząco większa od oczekiwań. Wskazywano, że przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności było wywołane czynnikami zewnętrznymi, przede wszystkim wzrostem popytu na żywność ze strony szybko rozwijających się gospodarek wschodzących oraz zwiększoną produkcją biopaliw. Część członków Rady oceniała, że podwyższona dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie m.in. ze względu na trwałe zwiększenie popytu na żywność oraz ograniczoną możliwość zwiększenia podaży żywności w krótkim okresie. Zwracali oni uwagę, że zmiany dynamiki cen żywności dotychczas traktowane były jako przejściowe wstrząsy. W obecnej sytuacji mogą się one okazać relatywnie trwałe i oddziaływać asymetrycznie, tj. w kierunku utrzymania inflacji na relatywnie wysokim poziomie. Członkowie ci oceniali, że obecnie przydatność wskaźnika inflacji bazowej netto w ocenie presji inflacyjnej jest mniejsza niż w sytuacji, gdy szoki na rynkach żywności są relatywnie krótkotrwałe i symetryczne. Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno obecnie ocenić, jak długo utrzyma się podwyższone tempo wzrostu cen żywności.

Odnosząc się do przyszłej inflacji, część członków Rady oceniała, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać wzrostu inflacji bazowej netto i będzie to w dużej mierze wynikać ze wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii, a także przyspieszenia dynamiki cen części usług. Członkowie ci wskazywali, że wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności sprawią, że w 2008 r. inflacja CPI będzie prawdopodobnie kształtować się powyżej celu

inflacyjnego. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że przyspieszenie inflacji wynikające z podwyższonej dynamiki cen żywności oraz wzrostu cen kontrolowanych pozostaje poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wzrost inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Ponadto wskazywali oni, że już nastąpiło pewne pogorszenie oczekiwań inflacyjnych. Zwracali oni uwagę, że pogorszenie oczekiwań inflacyjnych następuje w warunkach niskiej stopy bezrobocia i napięć na rynku pracy, co może zwiększyć prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w niedługim czasie Polska może przestać spełniać kryterium inflacyjne z Maastricht. Inni członkowie z kolei zwracali uwagę, że spełnienie kryterium inflacyjnego nabierze znaczenia dopiero wówczas, gdy zostanie określona planowana data przystąpienia Polski do strefy euro.

Dyskutując na temat sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę, że wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu był niższy niż w poprzednich miesiącach, a jego spadek w stosunku do listopada jest głębszy, niż wynikałoby to ze statystycznego efektu odmiennych niż w 2006 r. terminów wypłat premii w niektórych sektorach. Zdaniem części członków Rady może to wskazywać, że presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw może się zmniejszać. Ponadto członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie dynamika wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw powinna wzrosnąć dzięki inwestycjom dokonany w przeszłości oraz mniejszej niż w 2007 r. dynamice zatrudnienia, co prowadziłoby do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. Argumentowali oni także, że wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do wzrostu presji inflacyjnej ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw. W tym kontekście zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami badań ankietowych przedsiębiorstw skala planowanych na I kw. 2008 r. podwyżek płac w sektorze przedsiębiorstw jest umiarkowana oraz, że wzrost płac będzie przyczyną wzrostu cen jedynie w niewielkiej części ankietowanych firm. Ponadto oceniali oni, że znaczące podwyżki płac w sferze budżetowej w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zmiany ustawy budżetowej na 2008 r.

Inni członkowie Rady wskazywali, że w grudniu roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw była nadal wyższa niż dynamika wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku wzrostu popytu konsumpcyjnego i presji inflacyjnej. Ponadto część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie nasiliły się żądania płacowe w sektorze finansów publicznych. Podkreślali oni, że znaczący wzrost płac w tym sektorze prowadziłby do wzrostu popytu krajowego, a także do żądań podwyżek płac w innych sektorach gospodarki, co oddziaływałoby w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej.

Część członków Rady była zdania, że napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia i dynamicznym wzroście popytu na pracę, nie zmniejszą się znacząco w nadchodzącym okresie ze względu na emigrację zarobkową Polaków oraz utrzymujące się różnice w poziomie płac między Polską a krajami Europy Zachodniej. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach Europy Zachodniej może doprowadzić do powrotu części emigrantów do Polski, co będzie oddziaływało w kierunku zmniejszenia presji na wzrost wynagrodzeń.

Dyskutując o zmianach w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych. Wskazywano, że zwiększa to prawdopodobieństwo spowolnienia w gospodarce światowej, w szczególności w Wielkiej Brytanii, a w dalszej kolejności w strefie euro. Podkreślano, że jednocześnie zwiększyła się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej. Argumentowano także, że obserwowane w styczniu br. znaczne spadki cen akcji na globalnych rynkach finansowych mogą – podobnie jak w 2001 r. – być jednym z czynników, które przyczynią się do pogorszenia oczekiwań inwestorów oraz osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w Europie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za grudzień dotyczące produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej były istotnie niższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady dane te mogą sygnalizować stopniowe obniżanie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, co łagodziłoby presję popytową, a w konsekwencji presję inflacyjną. Członkowie ci wskazywali, że do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce może przyczynić się prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej. Zwracali uwagę, że zawirowania na globalnych rynkach finansowych w styczniu 2008 r. objęły także Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz podkreślali, że związane z tym ewentualne pogorszenie oczekiwań inwestorów może także przyczynić się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

Inni członkowie Rady byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane za grudzień sygnalizują obniżenie aktywności gospodarczej w Polsce oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą ocenić, czy następuje obniżenie dynamiki PKB. Członkowie ci zwracali uwagę, że w III kw. 2007 r. popyt krajowy nadal rósł w wyższym tempie niż PKB, co wskazuje na wzrost presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów. Ponadto oceniali oni, że wysokie tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw wskazuje, że dynamika inwestycji może utrzymać się na wysokim poziomie, co będzie oddziaływało w kierunku utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego. Niektórzy uczestnicy dyskusji wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów oraz wzrostem presji popytowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych będzie oddziaływało na aktywność gospodarczą w strefie euro, a w konsekwencji także w Polsce, dopiero po pewnym czasie. Członkowie ci oceniali, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w gospodarkach wschodzących będzie miało mniejszą skalę niż w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz, że spowolnienie gospodarcze w Polsce nie zmniejszy znacząco napięcie na rynku pracy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, część członków Rady wskazywała, że w 2007 r. kurs złotego umocnił się zarówno wobec dolara amerykańskiego, jak i wobec euro, zaś w styczniu 2008 r. nominalny efektywny kurs walutowy był mocniejszy niż założono w październikowej projekcji, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Podkreślano, że mimo obserwowanych w styczniu zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny. Z drugiej strony część uczestników dyskusji wskazywała, że aprecjacja złotego może wynikać z aprecjacji realnego kursu równowagi, związanej z procesem konwergencji. Ponadto wskazywano, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie. Argumentowano także, że dekonunktura na globalnych rynkach finansowych może zwiększać prawdopodobieństwo odpływu kapitału z rynków wschodzących, co mogłoby oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, zwracano uwagę, że w Stanach Zjednoczonych w styczniu br. znacząco obniżono stopy procentowe i oczekiwane są dalsze ich obniżki oraz, że w strefie euro zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe prawdopodobnie również zostaną obniżone. Część członków Rady wskazywała, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji.

Część członków Rady zwracała uwagę, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że podwyżkom stóp procentowych NBP w 2007 r. towarzyszyło umocnienie kursu złotego. Wskazywali oni, że w styczniu br. kurs złotego był nadal znacznie mocniejszy niż uwzględniono w październikowej projekcji inflacji. Zdaniem tych członków Rady, w porównaniu z innymi krajami regionu restrykcyjność polityki monetarnej w Polsce utrzymuje się na wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie polityki pieniężnej zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a Stanami Zjednoczonymi oraz strefą euro, co może zwiększać napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku

aprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków osłabiłoby to konkurencyjność polskiej gospodarki oraz spowodowało narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie prowadzić do wzrostu udziału kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy. Inni członkowie Rady argumentowali, że na tle krajów regionu udział kredytów walutowych w kredytach ogółem jest w Polsce wciąż stosunkowo niski.

Z drugiej strony uczestnicy dyskusji wskazywali, że w 2007 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Niektórzy podkreślali także, że w części krajów realne stopy procentowe są obecnie wyższe niż w Polsce. Równocześnie wskazywano, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zawirowania na rynkach finansowych w styczniu 2008 r.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że należy przeciwdziałać ryzyku utrzymania podwyższonej inflacji CPI oraz oczekiwanemu wzrostowi inflacji bazowej netto, a także wzrostowi oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady perspektywy inflacji uzasadniały znaczące podwyższenie stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na zwiększoną niepewność dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, a także niepewność co do potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego. W tym kontekście dyskutowano również na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych w Polsce.

Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,25%, stopa lombardowa 6,75%, stopa depozytowa 3,75%, a stopa redyskonta weksli 5,50%.

*Data publikacji: 21 lutego 2008 r.*