

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 27 LUTEGO 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 kontrolowanych i 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 na tle lutowej projekcji inflacji.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, Rada analizowała przyczyny tego, że w styczniu – według wstępnych informacji GUS – roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ponownie zwiększyło się i pozostało zarówno powyżej celu inflacyjnego równego 2,5%, jak i powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, która jest określona na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wysoki poziom inflacji CPI w styczniu był w dużym stopniu skutkiem wzrostu dynamiki cen kontrolowanych, w tym cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz cen nośników energii. Do wzrostu inflacji przyczynił się również wzrost dynamiki cen innych usług oraz dalszy wzrost cen żywności i paliw, związany ze zjawiskami globalnymi, co przyczynia się do podwyższonej inflacji obserwowanej również w wielu innych krajach. Podkreślano, że wzrost inflacji wynikający ze wzrostu dynamiki cen kontrolowanych oraz wzrostu cen żywności i paliw pozostaje w dużej części poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Jednocześnie zwracano uwagę, że inflacja bazowa netto w styczniu prawdopodobnie wzrosła silniej niż inflacja CPI, co było spowodowane wzrostem cen kontrolowanych oraz cen usług.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Wskazywano, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać dalszego wzrostu inflacji bazowej netto m.in. w wyniku wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii i gazu. Podkreślano, że jednorazowy wzrost tych cen będzie podwyższał roczny wskaźnik inflacji CPI przez dwanaście kolejnych miesięcy. Zwracano uwagę, że w świetle lutowej projekcji inflacji z modelu ECMOD prognozowane tempo wzrostu cen konsumpcyjnych utrzyma się w pobliżu lub powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP w całym horyzoncie projekcji, tj. do 2010 r. Jednocześnie podkreślano, że oczekiwane utrzymanie się inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego w nadchodzącym okresie wynika w znacznym stopniu z czynników niezależnych od polityki pieniężnej: wzrostu cen kontrolowanych oraz wysokiej dynamiki cen żywności. Wskazywano także, że wysoka inflacja utrzyma się prawdopodobnie także w innych gospodarkach regionu, a także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat optymalnej polityki pieniężnej w sytuacji, gdy uwarunkowania zewnętrzne oddziałują w kierunku podwyższonej inflacji.

Omawiając prawdopodobne kształtowanie się cen żywności w latach 2008-2009, część członków Rady oceniała, że szybkie zwiększenie globalnej podaży żywności jest trudne, wobec czego w 2009 r. tempo wzrostu cen żywności, a zatem i inflacja CPI, może okazać się wyższe niż przyjęto w lutowej projekcji inflacji. Inni członkowie byli zdania, że tempo wzrostu cen żywności w nadchodzącym okresie powinno się obniżyć, na co wskazują ceny kontraktów terminowych na

rynkach żywności. Argumentowali oni, że wzrost cen żywności w 2007 r. wynikał nie tylko ze zmian w strukturze geograficznej globalnego popytu, ale również ze znaczących szoków podażyowych na rynkach światowych, zaś w 2008 r. podaż żywności może istotnie wzrosnąć.

Część członków Rady wskazywała, że mimo wzrostu inflacji CPI w lutym zmniejszył się odsetek respondentów w badaniach oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, którzy oczekiwali przyspieszenia tempa wzrostu cen. Zdaniem tych członków może to zmniejszać prawdopodobieństwo pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Członkowie ci wskazywali, że obecnie struktura oczekiwań inflacyjnych jest korzystniejsza niż w okresie wzrostu inflacji w 2004 r. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle wspomnianych danych utrzymuje się wysoki odsetek badanych, którzy oczekują stabilizacji inflacji CPI na bieżącym, wysokim poziomie.

Wskazywano, że choć Polska nadal spełnia kryterium inflacyjne z Maastricht, istnieje ryzyko, że w nadchodzącym okresie przestanie je spełniać. Równocześnie podkreślano, że za wyjątkiem Polski i Słowacji wszystkie nowe kraje Unii Europejskiej pozostające poza strefą euro nie spełniają tego kryterium. Zwracano uwagę, że możliwe niespełnienie kryterium inflacyjnego przez Polskę w nadchodzącym okresie wynikałoby w części z oczekiwanego wzrostu cen kontrolowanych, który pozostaje poza wpływem polityki pieniężnej. W tym kontekście część członków Rady wskazywała na potrzebę odpowiedniej koordynacji polityki fiskalnej i polityki monetarnej w okresie poprzedzającym przystąpienie Polski do strefy euro.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, wskazywano, że dynamika zatrudnienia oraz płac w sektorze przedsiębiorstw w styczniu była wyższa od oczekiwań. Zwracano uwagę, że zgodnie ze ścieżką centralną lutowej projekcji inflacji i PKB z modelu ECMOD, w całym horyzoncie projekcji prognozowana dynamika płac będzie przewyższać dynamikę wydajności pracy. Wskazywano, że obserwowany dotychczas oraz oczekiwany wzrost jednostkowych kosztów pracy oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnące jednostkowe koszty pracy będą prowadzić do zmniejszenia konkurencyjności polskiej gospodarki, powodując narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto wskazywali oni, że obserwowane w ostatnim okresie żądania płacowe w sektorze finansów publicznych mogą prowadzić do żądań podwyżek płac w prywatnym sektorze gospodarki.

Inni członkowie Rady byli zdania, że dane styczniowe dotyczące płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw są trudne do zinterpretowania ze względu na zmianę próby statystycznej przedsiębiorstw na początku każdego roku. Członkowie ci argumentowali także, że ze względu na dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw wysoka dynamika płac nie musi prowadzić do nasilenia presji inflacyjnej. Ponadto wskazywali, że znaczące podwyżki płac w sektorze finansów publicznych w 2008 r. są mało prawdopodobne, gdyż wymagałyby zwiększenia deficytu budżetowego powyżej wielkości założonej w ustawie budżetowej na 2008 r.

Dyskutując o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, w szczególności Stanów Zjednoczonych i strefy euro. Część członków Rady oceniała, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może okazać się głębsze i bardziej trwałe m.in. ze względu na utrudnienia w dostępie do kredytów dla przedsiębiorstw. Członkowie ci podkreślali, że spadek dynamiki wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych może doprowadzić do spowolnienia w gospodarce światowej, w tym także w strefie euro i gospodarkach wschodzących. Ponadto wskazywali oni, że niezależnie od perspektyw wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych, w części krajów Europy Zachodniej występują czynniki, które mogą prowadzić do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w tych krajach w nadchodzącym okresie. Inni członkowie Rady argumentowali, że obniżenie aktywności w Stanach Zjednoczonych może być krótkotrwałe i mieć niewielką skalę m.in. ze względu na osłabienie kursu dolara przy rosnącej otwartości gospodarki

amerykańskiej, nadal relatywnie wysoką rentowność przedsiębiorstw w tym kraju, a także znaczący udział sektora usług w PKB.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że dane za styczeń dotyczące sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej były istotnie wyższe od oczekiwań. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować utrzymanie się wysokiej aktywności w gospodarce polskiej w I kw. 2008 r. Członkowie ci oceniali, że tempo wzrostu PKB w gospodarkach wschodzących, w tym także w gospodarce polskiej, może w nadchodzącym okresie pozostać na wysokim poziomie mimo spowolnienia w rozwiniętych gospodarkach. Podkreślali oni, że zgodnie ze ścieżką centralną lutowej projekcji z modelu ECMOD w całym horyzoncie projekcji popyt krajowy będzie wzrastał w tempie wyższym niż PKB, a rzeczywisty PKB utrzyma się powyżej PKB potencjalnego, co będzie oddziaływało w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Wskazywali oni również, że do wzrostu popytu krajowego przyczynia się wysoka dynamika kredytów, zwłaszcza konsumpcyjnych, która nie zmniejszyła się istotnie pomimo podwyżek stóp procentowych NBP. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że obserwowany w ostatnim okresie szybki wzrost depozytów sektora bankowego może potencjalnie skutkować zwiększeniem dynamiki kredytów.

Inni członkowie byli zdania, że obecnie trudno ocenić, czy dane styczniowe wskazują na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższym okresie oraz, że dopiero dane za kolejne miesiące pozwolą na pełniejszą ocenę perspektyw wzrostu PKB. Ponadto wskazywali oni, że prawdopodobne obniżenie aktywności w gospodarce światowej może przyczynić się do spowolnienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano, że mimo utrzymywania się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych kurs złotego był stabilny, zaś w ostatnich dniach lutego nastąpiło jego istotne umocnienie. Część członków była zdania, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że oczekiwane są dalsze obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz, że zgodnie z oczekiwaniami rynków finansowych stopy procentowe w strefie euro prawdopodobnie również zostaną obniżone w 2008 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez niektóre banki centralne następuje pomimo obserwowanej w tych krajach wysokiej inflacji. Wskazywali oni również, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu oraz, że w wyniku aprecjacji realnego kursu złotego restrykcyjność polityki pieniężnej w Polsce utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Argumentowali oni, że zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce zwiększyłoby 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. Wskazywali oni, że w Polsce w latach 2006-2007 – inaczej niż w niektórych innych krajach regionu – pogłębiło się niekorzystne saldo wymiany handlowej, a eksport wzrastał wolniej niż import. Ponadto część członków Rady oceniała, że powiększenie dysparytetu stóp procentowych będzie zwiększać udział kredytów denominowanych w walutach obcych w kredytach ogółem, co mogłoby osłabić siłę oddziaływania krajowej polityki pieniężnej na popyt krajowy.

Inni członkowie Rady wskazywali, że przyczyną łagodzenia polityki monetarnej przez niektóre banki centralne jest oczekiwane spowolnienie aktywności gospodarczej oraz zaburzenia na rynkach finansowych. Członkowie ci zwracali uwagę, że poziom nominalnych stóp procentowych niezbędny do utrzymania inflacji na poziomie celu jest w Polsce, podobnie jak w wielu innych krajach regionu, wyższy niż w strefie euro m.in. ze względu na wyższe tempo wzrostu gospodarczego, wynikające z wyższego tempa wzrostu wydajności pracy. Wskazywali oni, że w 2007 r. i na początku 2008 r. inflacja CPI w Polsce wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp

procentowych, a zatem obniżył się poziom realnej stopy procentowej. Argumentowali oni także, że znacząca część kredytów walutowych dla przedsiębiorstw jest skoncentrowana w stosunkowo niewielkiej liczbie dużych przedsiębiorstw, a zatem zmiany krajowych stóp procentowych powinny mieć zauważalny wpływ na dynamikę kredytów dla pozostałych przedsiębiorstw oraz popyt krajowy. Ponadto wskazywali, że w części krajów następuje zacieśnianie polityki pieniężnej.

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 zarysowane w lutowej projekcji przemawiały za znaczącym podwyższeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na niepewność dotyczącą potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie. 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 5,50%, stopa lombardowa 7,00%, stopa depozytowa 4,00%, a stopa redyskonta weksli 5,75%.

*Data publikacji: 20 marca 2008 r.*