

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIEŻNEJ W DNIU 27 CZERWCA 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.

Głównym przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były perspektywy wzrostu gospodarczego oraz ich wpływ na inflację.

Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu PKB w Polsce nadal przekracza tempo wzrostu produktu potencjalnego, prowadząc do wzrostu luki popytowej i presji inflacyjnej. Oceniali oni, że w nadchodzącym okresie będzie się utrzymywać szybkie tempo wzrostu popytu krajowego. Do dynamicznego wzrostu popytu będzie się przyczyniać znaczny wzrost płac nominalnych oraz zatrudnienia, napływ transferów od osób pracujących za granicą, silny wzrost akcji kredytowej, w tym coraz szybszy wzrost kredytów na cele konsumpcyjne, a także zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych z tytułu obniżenia składki rentowej. Członkowie ci oceniali, że w warunkach obecnego wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych, dynamiczny wzrost popytu krajowego rodzi istotne ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego w średnim okresie.

Inni członkowie Rady podkreślali, że obecny wzrost gospodarczy ma wciąż korzystną strukturę, charakteryzującą się rosnącym udziałem inwestycji, przy czym do wzrostu inwestycji przyczynia się m. in. napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych typu *greenfield* zwiększających innowacyjność gospodarki. Powinno to prowadzić do wzrostu wydajności pracy oraz potencjału produkcyjnego gospodarki, a tym samym ograniczać presję inflacyjną związaną z szybkim wzrostem gospodarczym. Członkowie ci wskazywali, że wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie musi prowadzić do wzrostu konsumpcji, jeśli towarzyszyć mu będzie wzrost oszczędności tego sektora. Oceniali oni również, że część wzrostu popytu krajowego zostanie zaabsorbowana przez rosnący import, co będzie ograniczać presję na wzrost cen. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zanotowany w maju spadek dynamiki produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej świadczy o obniżeniu dynamiki PKB w II kw. br. Niektórzy członkowie Rady ocenili ponadto, że w warunkach oczekiwanego obniżenia tempa wzrostu gospodarczego oraz silnego wzrostu potencjału, w nadchodzącym okresie dynamika PKB nie powinna przekraczać dynamiki produktu potencjalnego.

W czasie posiedzenia Rada dyskutowała także na temat sytuacji na rynku pracy.

Część członków Rady wskazywała na utrzymywanie się wysokiego tempa wzrostu płac, a także na bardzo szybki spadek bezrobocia sprzyjający dalszemu silnemu wzrostowi wynagrodzeń. Zwracali oni uwagę, że dynamicznemu wzrostowi płac w przedsiębiorstwach towarzyszy nasilenie presji płacowej w sektorze publicznym, którego wyrazem są pojawiające się akcje strajkowe. Członkowie ci wskazywali, że mimo niepewności dotyczącej kształtowania się jednostkowych kosztów pracy, wszystkie dostępne szacunki tych kosztów, uzyskane przy wykorzystaniu różnych metod ich obliczania, wskazują na pogorszenie się relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy, co może prowadzić do wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku przyspieszenia

tempa wzrostu cen będzie również oddziaływać związane ze wzrostem płac zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, które będzie sprzyjać wzrostowi popytu konsumpcyjnego. Zwracali oni uwagę, że w nadchodzącym okresie wzrost dochodów gospodarstw domowych wynikający ze wzrostu funduszu płac zostanie wzmocniony poprzez obniżenie składki rentowej, które dodatkowo przyczyni się do wzrostu wynagrodzeń netto, umożliwiając relatywnie większy wzrost konsumpcji.

Podczas dyskusji wskazywano, że obniżenie składki rentowej, prowadząc do wzrostu wynagrodzeń netto, w dłuższym okresie powinno ograniczać presję na dalszy wzrost płac brutto i kosztów pracy. Część członków Rady wskazywała, że mimo znacznego spadku, stopa bezrobocia w Polsce jest wciąż wysoka, co również powinno ograniczać wzrost wynagrodzeń. Ponadto oceniali oni, że w kierunku ograniczenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy powinno oddziaływać utrzymanie się wysokiego wzrostu wydajności związane ze zwiększeniem nakładów inwestycyjnych, procesami restrukturyzacyjnymi w przedsiębiorstwach oraz z poprawą jakości zasobów pracy. Zdaniem tych członków Rady trudno obecnie ocenić, czy zanotowane w maju spowolnienie wzrostu wydajności pracy w przemyśle będzie miało charakter trwały. Ponadto, członkowie ci podkreślali, że wzrost jednostkowych kosztów pracy nie musi prowadzić do wzrostu inflacji, gdyż zwiększenie konkurencji, związane m.in. z procesem globalizacji, powoduje zmniejszenie zdolności przedsiębiorstw do kształtowania cen swoich produktów, a tym samym przenoszenia wzrostu kosztów na konsumentów. Wskazywali oni ponadto, że obecny szybki wzrost płac tworzy bodźce do podejmowania pracy przez osoby nieaktywne, co może się przyczyniać do wzrostu podaży pracy oraz produktu potencjalnego. Członkowie ci zwracali również uwagę, że rosnące koszty pracy w warunkach utrzymującego się nadal wysokiego popytu mogą zachęcać przedsiębiorstwa do podejmowania inwestycji mających na celu zastępowanie technik pracochłonnych przez kapitałochłonne. Oceniali oni, że m.in. dzięki bardzo dobrej sytuacji finansowej, przedsiębiorstwa mają znaczną zdolność do podejmowania tego rodzaju działań restrukturyzacyjnych.

Przedmiotem dyskusji była również sytuacja w finansach publicznych.

Część członków Rady wskazywała, że jednym z istotnych czynników ryzyka dla wzrostu inflacji jest procykliczna polityka fiskalna, która przejawia się m.in. obniżeniem składki rentowej. Oceniali oni, że wzrost presji płacowej w sektorze publicznym stanowi ryzyko dla utrzymania kotwicy budżetowej. Członkowie ci podkreślali, że nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna w warunkach rosnącej presji inflacyjnej może prowadzić do ukształtowania się układu polityki pieniężnej i fiskalnej, który jest niekorzystny z punktu widzenia długofalowego wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że sytuacja budżetu państwa kształtuje się obecnie bardzo korzystnie, a przyszły kształt polityki fiskalnej charakteryzuje się dużą niepewnością dotyczącą m.in. reakcji rządu na nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym. Wskazywali oni, że pomimo istotnego ryzyka wzrostu stopnia ekspansywności polityki fiskalnej, trudno obecnie oceniać wpływ tej polityki na inflację w średnim okresie.

Odwołując się do bieżących wskaźników inflacji, część członków Rady zwracała uwagę, że mimo szybkiego wzrostu gospodarczego, od długiego czasu inflacja bazowa utrzymuje się na niskim poziomie, co może świadczyć o niskiej presji inflacyjnej. Wskazywano także, że w horyzoncie najbliższych miesięcy inflacja najprawdopodobniej obniży się. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że pomiędzy wzrostem aktywności gospodarczej a wzrostem inflacji występują opóźnienia. Ponadto zwracali oni uwagę, że utrzymanie inflacji CPI na poziomie celu inflacyjnego może wymagać kształtowania się inflacji bazowej na niższym poziomie.

Podczas posiedzenia omawiano również procesy zachodzące w sferze monetarnej. Część członków Rady wskazywała, że bardzo szybki wzrost kredytów może przyczyniać się do dalszego wzrostu popytu krajowego oraz kumulowania się presji inflacyjnej, m. in. na rynku aktywów. Inni członkowie Rady oceniali, że relacja kredytu do PKB jest w Polsce nadal niska, a obserwowany

szybki wzrost akcji kredytowej w znacznym stopniu wynika z procesu nadrobienia dystansu wobec krajów znajdujących się na wyższym poziomie rozwoju.

Jednym z tematów będących przedmiotem dyskusji w czasie posiedzenia był wpływ kursu złotego na inflację. W tym kontekście omawiano zarówno oddziaływanie czynników fundamentalnych jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. dysparytetu stóp procentowych, salda na rachunku obrotów bieżących, perspektyw wzrostu gospodarczego, napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej, a także globalnej płynności, oraz strategii inwestycyjnych uczestników światowych rynków finansowych. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP mogłoby prowadzić do presji aprecjacyjnej, co mogłoby się przyczynić do osłabienia eksportu i pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym. Inni członkowie nie zgadzali się z tą opinią, wskazując na niski dysparytet stóp w stosunku do stopy EBC. Na poparcie tej tezy wskazywano, że kwietniowa podwyżka nie spowodowała presji aprecjacyjnej.

Część uczestników dyskusji wskazywała, że jednym z czynników, które będą sprzyjać stabilizowaniu inflacji w Polsce są dobre perspektywy kształtowania się inflacji globalnej, dzięki wiarygodnej polityce pieniężnej największych banków centralnych. Jednocześnie wskazywali oni, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu inflacji globalnej jest wzrost cen surowców oraz żywności na rynkach światowych spowodowany oddziaływaniem czynników o charakterze strukturalnym.

W ocenie części członków Rady, obecna stopa procentowa NBP znajduje się najprawdopodobniej na poziomie niższym od stopy naturalnej i w związku z tym nie przeciwdziała narastaniu presji inflacyjnej. Wskazali oni, że wiele banków centralnych podnosi obecnie stopy procentowe. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że szacunki naturalnej stopy procentowej obarczone są znaczną niepewnością.

Wśród członków Rady dominował pogląd, że w wyniku kumulowania się w gospodarce zjawisk prowadzących do wzrostu presji inflacyjnej, utrzymanie inflacji na poziomie zbliżonym do celu w średnim okresie wymaga zaostrzenia polityki pieniężnej w nadchodzącym czasie. Członkowie Rady nie byli jednak zgodni co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych. Część członków Rady wskazywała, że ocena bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację nie daje jednoznacznych przesłanek do zaostrzenia polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem, pomocnym narzędziem w ocenie perspektyw inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie publikowana w lipcu br. projekcja inflacji NBP. Wskazywano ponadto, że wcześniejsza w stosunku do oczekiwań rynkowych podwyżka stóp procentowych NBP mogłaby wywołać oczekiwania na szybsze i większe podwyżki tych stóp, co mogłoby prowadzić do silniejszego ograniczenia dynamiki wzrostu gospodarczego niż tego wymaga stabilizowanie inflacji na poziomie celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że potencjalne koszty opóźnienia podwyżki stóp procentowych przewyższają ewentualne korzyści związane z odsunięciem w czasie decyzji o zmianie parametrów polityki pieniężnej. W szczególności zwracano uwagę, że w warunkach towarzyszącego globalizacji osłabienia krótkookresowego związku między krajową aktywnością gospodarczą i krajową inflacją oraz adaptacyjnego charakteru oczekiwań inflacyjnych w Polsce, koszt zaostrzenia polityki pieniężnej zapewniającego powrót inflacji do celu byłby znacznie większy niż koszt przeciwdziałania wzrostowi inflacji. Ponadto, część członków Rady oceniała, że zacieśnienie polityki pieniężnej w obliczu niepokojących sygnałów z sektora finansów publicznych wzmocniłoby wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada podwyższyła stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, a stopa redyskonta weksli 4,75%.