

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 25 LIPCA 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 sytuacja na rynku pracy, perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz kształtowanie się kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że w II kw. br. tempo wzrostu płac w przedsiębiorstwach przyspieszyło i pozostaje wyższe niż tempo wzrostu wydajności pracy, przez co rosną jednostkowe koszty pracy w tym sektorze. Członkowie ci zwracali uwagę, że od kilku lat obniżał się udział kosztów pracy w kosztach przedsiębiorstw, a teraz ta tendencja mogła się odwrócić. Ich zdaniem, jeśli wzrostowi jednostkowych kosztów pracy nie będzie towarzyszył wzrost cen dóbr produkowanych przez przedsiębiorstwa, doprowadzi to do pogorszenia ich wyników finansowych, co obniżyłoby ich skłonność do inwestowania w większym stopniu niż uczyniłby to wzrost kosztu kredytu związany ze wzrostem stóp procentowych. Jeśli natomiast wzrost kosztów pracy zostanie przerzucony na ceny, doprowadzi to do wzrostu inflacji. Szybki wzrost płac w przedsiębiorstwach może także doprowadzić do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym, w którym wzrost wydajności jest niewielki, co będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji.

Inni członkowie Rady argumentowali, że oprócz dynamiki jednostkowych kosztów pracy ważny jest także ich poziom. Ich zdaniem, poziom jednostkowych kosztów pracy w Polsce jest obecnie relatywnie niski, czego efektem są bardzo dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw, które pozwalają na absorbowanie rosnących kosztów pracy bez konieczności podnoszenia cen. Członkowie ci wskazywali również, że wyniki badań przedsiębiorstw nie sygnalizują silnego zwiększenia presji płacowej w najbliższej przyszłości oraz że w badaniach tych tylko bardzo niewielki odsetek przedsiębiorstw sygnalizuje wzrost cen swoich produktów w reakcji na rosnące płace. Członkowie ci podkreślali także, że podejmowane przez rząd decyzje zwiększające dostępność polskiego rynku pracy dla pracowników zza wschodniej granicy oraz zwiększona mobilność przestrzenna Polaków powinny oddziaływać w kierunku ograniczenia presji płacowej w gospodarce.

Część członków Rady wskazywała, że obserwowany obecnie silny wzrost popytu na rynku produktów doprowadzi – przy ograniczeniu dynamiki krajowej podaży – do wzrostu inflacji. Na silną presję popytową wskazuje, w ocenie tych członków, m.in. utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

Inni członkowie wskazywali, że obecnie obserwuje się obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego, które powinno zmniejszać presję popytową w gospodarce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na to, że we wzroście PKB znaczny udział mają inwestycje, które zwiększają zasób kapitału, a więc przyczyniają się do wzrostu produktu potencjalnego i wydajności pracy. Korzystnie na produkt potencjalny wpływa także znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Podkreślali oni również, że obserwowany wzrost płac oraz obniżenie składki rentowej mogą przyczynić się do zwiększenia podaży pracy. W sumie, wzrost zasobu kapitału oraz podaży pracy powinny – zdaniem

tych członków – zwiększać produkt potencjalny i przez to ograniczać presję inflacyjną. Twierdzili oni także, że szybki wzrost popytu krajowego będzie częściowo absorbowany przez wzrost importu, co ograniczy presję na wzrost cen. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że szybki wzrost sprzedaży detalicznej dotyczy głównie dóbr trwałego użytku o charakterze quasi-inwestycyjnym (samochody, meble, sprzęt RTV i AGD), których ceny nie rosną.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były również perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji z modelu ECMOD oraz wynikach pozostałych prac prognostycznych prowadzonych w NBP. Część członków Rady podkreśliła, że prognozy inflacji wykorzystywane w NBP wskazują na wyższą ścieżkę inflacji, niż kwartał wcześniej. Zgodnie z centralną ścieżką projekcji z modelu ECMOD, w 2009 r. inflacja CPI zbliży się do poziomu górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego (3,5%), a inflacja bazowa netto osiągnie ten poziom. W ocenie tych członków, jeśli wystąpiłby jednocześnie negatywny wstrząs na rynku żywności lub paliw, inflacja CPI wzrosłaby w 2009 r. wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Uczestniczący w dyskusji wskazywali ponadto, że w horyzoncie projekcji szacowane prawdopodobieństwo tego, że inflacja przekroczy górną granicę odchyień od celu inflacyjnego istotnie rośnie. Jednocześnie, ich zdaniem antyinflacyjny wpływ dokonanego i planowanego obniżenia składki rentowej nie będzie tak duży jak uwzględniono w projekcji.

Inni członkowie argumentowali, że zgodnie z centralną projekcją z modelu ECMOD inflacja w całym horyzoncie projekcji mieści się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego. Ponadto, podkreślali oni to, że wyniki innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP wskazują na niższą ścieżkę inflacji niż projekcja z modelu ECMOD, a jedna z prognoz wskazuje na obniżenie inflacji w końcu horyzontu prognozy.

Członkowie Rady dyskutowali na temat poziomu stóp procentowych oraz wpływu zacieśnienia polityki pieniężnej na tempo wzrostu gospodarczego. Część członków stwierdziła, że podwyższenie stóp procentowych w Polsce do poziomu istotnie wyższego niż w strefie euro jest uzasadnione wyższym poziomem neutralnej stopy procentowej w Polsce niż w strefie euro, co wynika z różnicy w tempie wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci twierdzili także, że wzrost stóp procentowych w Polsce nie powinien ograniczyć dynamiki inwestycji, bowiem obecnie inwestycje w większym stopniu zależą od optymistycznych oczekiwań przedsiębiorców dotyczących utrzymania silnego wzrostu gospodarczego, niż od poziomu stóp procentowych. Dodatkowo stwierdzili oni, że wysoki poziom indeksów giełdowych w Polsce obniża koszt inwestycji w relacji do wartości rynkowej przedsiębiorstw, co sprzyja inwestowaniu przez przedsiębiorstwa. Według tych członków niewielkie podwyższenie stóp procentowych nie powinno obniżyć tempa wzrostu gospodarczego. Świadczyć może o tym – ich zdaniem – m.in. to, że mimo wzrostu podstawowych stóp procentowych NBP w kwietniu br., dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w czerwcu br. nadal przyspieszała.

Członkowie Rady poświęcili dużo uwagi problematyce kursu złotego. W tym kontekście wskazywano zarówno na oddziaływanie czynników fundamentalnych, jak i tendencji na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym m.in. na dysparytet stóp procentowych, kształtowanie się salda na rachunku obrotów bieżących, zmiany aktywów zagranicznych netto sektora bankowego, zakupy funduszy inwestycyjnych za granicą, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, napływ funduszy unijnych oraz transferów z emigracji zarobkowej. Część członków Rady wskazywała, że podniesienie stóp procentowych NBP będzie prowadzić do presji aprecjacyjnej. Inni członkowie nie podzielali tej opinii. Członkowie Rady nie byli zgodni co do wpływu kwietniowej i czerwcowej podwyżki stóp na kurs złotego.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat perspektyw inflacji w kontekście zmian realnego efektywnego kursu złotego i jego wpływu na konkurencyjność polskiej gospodarki. Część członków wskazywała na przykłady niektórych krajów UE, które przy stabilnym nominalnym

kursie walutowym doświadczyły wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności pracy, co doprowadziło do silnej aprecjacji realnego efektywnego kursu ich walut i utraty konkurencyjności przez te kraje. Zdaniem tych członków, dopuszczenie do wzrostu płac przekraczającego dynamikę wydajności mogłoby obniżyć konkurencyjność polskiej gospodarki. W efekcie obniżyłoby się tempo wzrostu gospodarczego, zmniejszając atrakcyjność inwestycyjną polskiej gospodarki i doprowadzając do zmniejszenia napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Członkowie Rady zwracali uwagę na korzystne wyniki budżetu państwa w II kw. br. Część członków Rady wskazywała także, że obniżenie składki rentowej będzie oznaczać przeniesienie części środków z sektora publicznego do sektora prywatnego, który ma wyższą niż sektor publiczny skłonność do oszczędzania, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia popytu, a przez to ograniczać presję inflacyjną. Członkowie Rady wskazywali także, że inflacja nadal jest ograniczana przez spadek cen towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Przedmiotem dyskusji były także perspektywy kształtowania się cen żywności i energii. Członkowie Rady zwrócili również uwagę, że kolejny miesiąc z rzędu obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Część członków była zdania, że perspektywy inflacji zarysowane w projekcji inflacji oraz dane makroekonomiczne wskazują, iż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej celu jest wciąż istotnie wyższe niż prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu, co – w ich ocenie – uzasadniało podwyżkę stóp procentowych. Dodatkowo członkowie ci wskazywali, że jest prawdopodobne, że w 2010 r. Polska przystąpi do systemu ERM II. Gdyby wówczas inflacja przekraczała poziomu celu inflacyjnego, mogłoby to utrudnić stabilizację kursu walutowego w ERM II.

Rada dyskutowała na temat odpowiedniego momentu ewentualnego dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Część członków była zdania, że decyzja o podwyżce stóp powinna być podjęta na lipcowym posiedzeniu, bo do takiej decyzji skłaniały wyniki publikowanej w lipcu projekcji inflacji z modelu ECMOD. Postulowano także, że dla lepszej oceny ryzyka przekroczenia przez inflację celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej niezbędne są dane makroekonomiczne, które miały zostać opublikowane przed kolejnym posiedzeniem. Stąd postulowano wstrzymanie się z decyzją o podwyższeniu stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę wyniki pozostałych prac prognostycznych prowadzonych w NBP, które nie wskazywały na ryzyko wzrostu inflacji ponad poziom celu inflacyjnego, inni członkowie Rady uznali, że nie ma przesłanek do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wskazywali oni także, że obecnie nie jest przesądzone, kiedy Polska przystąpi do systemu ERM II, więc uwarunkowania dotyczące uczestnictwa w ERM II nie powinny być brane pod uwagę w bieżących decyzjach o stopach procentowych. Dodatkowo zwracali oni uwagę na to, że zacieśnienie polityki pieniężnej może doprowadzić do aprecjacji złotego, zwiększyć oczekiwania na dalsze podwyżki stóp, a przez to obniżyć tempo wzrostu gospodarczego.

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