

## **OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 27 SIERPNIĄ 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 kursu walutowego oraz jego wpływie na wzrost gospodarczy, równowagę zewnętrzną i inflację, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie, sytuacji na rynku pracy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Analizując wpływ kursu walutowego na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce, zwracano uwagę na obserwowaną w sierpniu deprecjację kursu złotego, a także innych walut regionu, zarówno względem dolara amerykańskiego, jak i względem euro. Wskazywano, że obecnie trudno ocenić, czy obserwowane osłabienie złotego będzie miało trwały charakter. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na ryzyko osłabienia kursu złotego w kontekście oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto, wskazywali oni, że istotne dla kształtowania się kursu złotego w przyszłości mogą być zmiany kursu euro względem dolara amerykańskiego. Członkowie ci podkreślali, że w przypadku dalszej deprecjacji złotego kurs walutowy przestanie być czynnikiem ograniczającym inflację w Polsce. Jednocześnie wskazywano jednak, że spowolnienie w gospodarce światowej, w tym w gospodarkach Unii Europejskiej, może zmniejszyć popyt na polski eksport, co oddziaływałoby w kierunku osłabienia kursu równowagi. Inni członkowie Rady zwracali również uwagę, że mimo obserwowanej ostatnio deprecjacji kurs złotego był nadal istotnie mocniejszy niż w poprzednich kwartałach. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu jest wprawdzie czynnikiem zmniejszającym importowaną inflację, jednak dalsze podwyżki stóp procentowych mogłyby oddziaływać w kierunku ponownego umocnienia kursu złotego, co mogłoby mieć negatywne skutki dla konkurencyjności polskich producentów i w konsekwencji dla aktywności gospodarczej w Polsce.

Omawiając kształtowanie się kursu złotego, dyskutowano o wpływie aprecjacji na równowagę zewnętrzną polskiej gospodarki. Wskazywano, że według wstępnych danych w I poł. 2008 r. nastąpiło pogłębienie ujemnego salda obrotów handlu zagranicznego. Zwracano jednocześnie uwagę, że wstępne dane sygnalizują zmianę w strukturze finansowania deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego, wyrażającą się w spadku w II kw. 2008 r. bezpośrednich inwestycji zagranicznych i wzroście inwestycji portfelowych. Część członków Rady argumentowała, że przyczyną wzrostu deficytu w handlu zagranicznym była prawdopodobnie silna aprecjacja kursu złotego, zmniejszająca konkurencyjność polskich producentów zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że szybszy wzrost importu niż eksportu mógł być związany z wysoką dynamiką popytu krajowego, stąd biorąc pod uwagę spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce można oczekiwać, że dynamika importu ulegnie obniżeniu. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że w dłuższej perspektywie ważniejszym czynnikiem zmniejszającym konkurencyjność polskiego eksportu może być wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Odnosząc się do zmian w zewnętrznym otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na utrzymywanie się, mimo stosunkowo wysokiej dynamiki PKB w II kw. 2008 r., niekorzystnych

perspektyw wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, a także na głębsze niż wcześniej oczekiwano pogorszenie koniunktury w części gospodarek Unii Europejskiej. Szczególną uwagę zwracano na silne osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego, obniżenie wskaźników koniunktury oraz na dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów w gospodarkach będących głównymi odbiorcami polskiego eksportu – Niemczech, Francji, Włoszech i Wielkiej Brytanii. Wskazywano także na pogorszenie się perspektyw eksportu strefy euro, w tym przede wszystkim eksportu Niemiec, co ze względu na silne powiązania handlowe między polskimi i niemieckimi eksporterami może przełożyć się na ograniczenie polskiego eksportu.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na obserwowany od początku lipca br. znaczny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych, zaznaczając jednocześnie, że obecnie trudno ocenić, czy ma on charakter trwały. Część członków Rady argumentowała, że ze względu na oczekiwane dalsze osłabienie koniunktury w krajach rozwiniętych zmniejszyło się ryzyko ponownego silnego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że wolniejszy wzrost popytu globalnego może przełożyć się także na wyhamowanie wzrostu cen innych surowców, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia inflacji na świecie.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na sygnały osłabienia aktywności gospodarczej tj. niższy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej i dalszy spadek zamówień w przemyśle przetwórczym w lipcu br., pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw i wzrost udziału półproduktów i produktów w toku oraz towarów i produktów gotowych w strukturze zapasów w I poł. 2008 r. oraz obniżenie się większości wskaźników koniunktury. Część członków Rady zwracała uwagę, że w kierunku dalszego obniżania dynamiki PKB może oddziaływać ograniczenie inwestycji, do którego przyczyniać się będzie spadek rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, argumentowali oni, że dalsze pogorszenie koniunktury w Unii Europejskiej może – poprzez spadek popytu na polski eksport – prowadzić do głębszego, niż obecnie oczekiwane, osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika PKB w II kw. 2008 r. była prawdopodobnie wyższa od oczekiwanej w czerwcowej projekcji, co sygnalizuje, że dalsze obniżenie tempa wzrostu gospodarczego może być mniejsze niż prognozowano. Wskazywali oni także, że wnioskowanie o zmianach aktywności gospodarczej w Polsce na podstawie miesięcznych danych o produkcji przemysłowej jest obciążone niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę rosnący udział usług w strukturze polskiej gospodarki.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy, które kształtują się na poziomie istotnie wyższym niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Część członków Rady argumentowała, że relacja między wzrostem płac a wzrostem wydajności pracy może ulec w najbliższym okresie dalszemu pogorszeniu ze względu na spodziewane osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie dynamiki wydajności pracy. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego wpłynie na zmniejszenie popytu na pracę, a przez to z pewnym opóźnieniem na ograniczenie presji płacowej, a wysoka wciąż relatywnie dynamika inwestycji będzie oddziaływała w kierunku wzrostu wydajności pracy. Zwracali oni także uwagę na spadek znaczenia presji płacowej jako bariery rozwoju wskazywanej przez przedsiębiorstwa w badaniach koniunktury NBP oraz na malejącą stopniowo dynamikę zatrudnienia przy utrzymującym się wzroście aktywności zawodowej ludności. Ponadto, członkowie ci argumentowali, że do łagodzenia napięć na rynku pracy przyczyniać się będzie zmniejszenie skali emigracji, między innymi ze względu na pogorszenie koniunktury gospodarczej w Wielkiej Brytanii i innych krajach Unii Europejskiej. Wskazywano również, że wysoka dynamika wynagrodzeń związana jest w części z procesem konwergencji gospodarki polskiej względem zamożniejszych krajów Unii Europejskiej.

Oceniając wpływ utrzymującej się wysokiej dynamiki płac na procesy inflacyjne, część członków Rady argumentowała, że w warunkach nadal szybkiego wzrostu popytu przedsiębiorcy mogą

częściowo przerzucać wzrost kosztów pracy na ceny. Ponadto, zwracano uwagę, że rosący skutek zwiększających się dochodów ludności popyt konsumpcyjny oddziałuje w kierunku wzrostu presji inflacyjnej, o czym świadczy trwający od kilku kwartałów wzrost inflacji bazowej, w tym dynamiki cen usług. Członkowie ci wskazywali ponadto, że oczekiwany wzrost wskaźnika CPI w sierpniu br. rodzi ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Z drugiej strony, część członków Rady wskazywała, że w ostatnim miesiącu oczekiwania inflacyjne ustabilizowały się, a osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce będzie ograniczało ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Zwracali oni także uwagę, że wpływ szybkiego wzrostu płac na inflację może być osłabiany przez obserwowane w poprzednich latach zmniejszanie się udziału kosztów pracy w całkowitych kosztach przedsiębiorstw.

Część członków Rady wskazywała, że utrzymaniu presji popytowej, oprócz szybkiego wzrostu wynagrodzeń, sprzyjać może nadal wysoka, choć obniżająca się, dynamika kredytów, w tym wysoki wzrost kredytów konsumpcyjnych. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że skutek spadku wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz wzrostu akcji kredytowej rośnie obciążenie aktywów zobowiązaniami, co powinno ograniczać możliwość dalszego zaciągania kredytów bankowych przez te podmioty. Podkreślali oni również, że w tym samym kierunku oddziaływać może spowolnienie wzrostu gospodarczego. Jednocześnie wskazywano, że ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych może mieć ograniczony wpływ na dynamikę agregatów kredytowych ze względu na możliwość substytucji kredytów złotych kredytami denominowanymi w walutach obcych. Z drugiej strony argumentowano, że podwyżka stóp procentowych powinna oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki kredytów m.in. poprzez wpływ na oczekiwania dotyczące przyszłych dochodów gospodarstw domowych.

Na posiedzeniu omawiano również kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że w lipcu inflacja bazowa z wyłączeniem cen żywności i energii utrzymała się na poziomie z czerwca br., a przyspieszenie inflacji CPI w stosunku do poprzedniego miesiąca wynikało ze wzrostu dynamiki cen żywności, nośników energii i paliw. Zwracano także uwagę, że Polska, obok Słowacji, ma nadal najniższą inflację w regionie oraz że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych część członków Rady wskazywała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, zahamowanie aprecjacji złotego wraz z ryzykiem deprecjacji kursu związanym z oczekiwanym spadkiem aktywności w polskiej gospodarce, obniżające się realne stopy procentowe – mimo dotychczas dokonanych podwyżek – oraz ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie uzasadniały, ich zdaniem, podwyżkę stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie tych członków Rady odsuwanie w czasie dalszych podwyżek stóp procentowych może zwiększyć koszty obniżenia inflacji do celu. Zdaniem innych członków Rady, znaczne osłabienie aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych, a także oczekiwany spadek presji płacowej będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Członkowie ci wskazywali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby oddziaływać w kierunku ponownej aprecjacji kursu złotego, co stwarzałoby ryzyko głębszego osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, argumentowali oni, że pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji w średnim okresie na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych miesiącach.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na

niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

*Data publikacji: 18 września 2008 r.*