

OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 30 LIPCA 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, sytuacji na rynku pracy oraz ocenie ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce.

Na posiedzeniu zwracano uwagę, że w efekcie dotychczasowego umocnienia złotego, poziom kursu walutowego jest obecnie istotnie silniejszy niż uwzględniono w czerwcowej projekcji inflacji, co może wpłynąć na obniżenie przyszłej inflacji. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że obserwowane w ostatnim okresie tempo aprecjacji złotego prawdopodobnie przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w kierunku umocnienia kursu złotego, obok utrzymującego się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi, mogły także oddziaływać oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych w Polsce, stymulujące napływ kapitału krótkoterminowego. Przy niskiej premii za ryzyko kraju i korzystnych fundamentach polskiej gospodarki kolejne podwyżki stóp procentowych mogą, zdaniem tych członków, prowadzić do dalszej silnej aprecjacji kursu złotego. Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego. Ponadto, twierdzili oni, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które przyczyniły się do aprecjacji kursu. Członkowie ci wskazywali, że na kształtowanie się kursu walutowego istotny wpływ mają także czynniki niefundamentalne oraz czynniki zewnętrzne, których oddziaływanie na kurs trudno przewidzieć. W związku z tym nie można, ich zdaniem, wykluczyć, że kurs złotego może się osłabić.

Dyskutując o skutkach aprecjacji kursu złotego, wskazywano, że oddziałuje ona w kierunku ograniczenia inflacji poprzez zmniejszenie importowanej inflacji, w tym łagodzenie wpływu wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych na ceny krajowe. Część członków zwracała uwagę, że umocnienie kursu złotego silniejsze niż kursu równowagi z pewnym opóźnieniem wpłynie negatywnie na aktywność gospodarczą w Polsce poprzez zmniejszenie konkurencyjności polskiego eksportu, co będzie oddziaływało w kierunku pogłębienia negatywnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB oraz może ograniczać działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. Ich zdaniem, pogorszenie perspektyw polskiego eksportu sygnalizują wyniki badań koniunktury NBP, które wskazują na wyraźne obniżenie w II kw. 2008 r. marż przedsiębiorstw produkujących na rynek zagraniczny, spadek liczby umów eksportowych oraz silniejsze umocnienie kursu rzeczywistego niż deklarowanego przez przedsiębiorstwa przeciętnego kursu zapewniającego opłacalność eksportu. Zwracano także uwagę na dane GUS o deficycie w handlu zagranicznym w 2007 r., który po rewizji okazał się wyższy niż wcześniej szacowano, co było głównie związane z większym wzrostem importu. Zdaniem części członków Rady oznacza to, że umocnienie kursu złotego może mieć większy wpływ na polski handel zagraniczny niż dotychczas oceniano. Członkowie ci wskazywali, że umocnienie kursu złotego będzie prowadzić do dalszego wzrostu

deficytu w handlu zagranicznym w kolejnych kwartałach, na co wpływ będzie miało także spowolnienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.

Z drugiej strony wskazywano natomiast, że według wstępnych danych o rachunkach narodowych za I kw. 2008 r., dynamika eksportu utrzymuje się na poziomie zbliżonym do dynamiki importu pomimo aprecjacji kursu złotego. Zwracano także uwagę, że wzrost importu może być związany nie tylko z aprecjacją kursu, ale również z wysoką dynamiką popytu krajowego. Argumentowano, że w kierunku pogorszenia się konkurencyjności polskich producentów oddziałuje także wzrost płac przewyższający wzrost wydajności pracy.

Rada poświęciła wiele uwagi roli kursu walutowego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że w małej otwartej gospodarce, takiej jak gospodarka polska, zmiany kursu, w szczególności w relacji do kursu równowagi, wpływają istotnie na restrykcyjność polityki monetarnej i powinny być uwzględniane w decyzjach dotyczących wysokości stóp procentowych. Wskazywali oni, że aprecjacja kursu walutowego jest wprawdzie skutecznym sposobem ograniczenia inflacji, jednak nadmierne umocnienie waluty niesie za sobą ryzyko zbyt silnego osłabienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia równowagi zewnętrznej kraju. Inni członkowie argumentowali, że silne umocnienie kursu złotego w ostatnim okresie może być przejściowe i dlatego przy podejmowaniu decyzji o wysokości stóp procentowych zmiany kursu należy traktować jako czynnik neutralny. Część członków Rady wskazywała, że ze względu na specyfikę rynków walutowych, kurs może jednak długotrwale odchyłać się od kursu równowagi.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego, część członków Rady zwracała uwagę, że dane za czerwiec o niższym niż oczekiwano wzroście produkcji przemysłowej i malejącej dynamice sprzedaży detalicznej, pogarszające się wskaźniki koniunktury w czerwcu i lipcu oraz informacje o niższym wykorzystaniu mocy produkcyjnych w III kw. br. sygnalizują stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Członkowie ci wskazywali, że w kierunku ograniczenia inwestycji, a przez to dynamiki PKB będzie również oddziaływało prawdopodobne pogorszenie się wskaźników rentowności przedsiębiorstw. Ponadto, zdaniem tych członków, można oczekiwać, że w drugiej połowie 2008 r. tempo wzrostu PKB będzie niższe niż dynamika produktu potencjalnego, co powinno oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że skala oczekiwanego spowolnienia jest niewielka i może być niewystarczająca do obniżenia inflacji do celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto, mimo pewnego obniżenia nadal obserwowana jest wysoka dynamika agregatów kredytowych co, zdaniem tych członków, sprzyja utrzymaniu się presji inflacyjnej.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę, że wysoka dynamika wynagrodzeń i wzrost jednostkowych kosztów pracy są nadal głównymi czynnikami ryzyka dla inflacji w średnim okresie. Wskazywano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego nie doprowadziło dotychczas do spadku presji płacowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP w III kw. 2008 r. drugi raz z rzędu pogorszyły się prognozy wzrostu zatrudnienia i płac, a dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach się obniża. Zdaniem tych członków w II poł. 2008 r. można spodziewać się stopniowego łagodzenia napięć na rynku pracy, do czego przyczyni się oczekiwany wzrost aktywności zawodowej oraz mniejsza skala emigracji zarobkowej Polaków za granicę. Część członków podkreślała ponadto, że osłabienie wzrostu gospodarczego i związane z tym zmniejszenie popytu na pracę oraz pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw powinny oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki wynagrodzeń.

W trakcie dyskusji wskazywano, że podwyższona bieżąca inflacja wraz z adaptacyjnym charakterem oczekiwań inflacyjnych rodzi ryzyko utrwalenia się inflacji na relatywnie wysokim poziomie. Podkreślano także, że obserwowana ostatnio wzmożona dyskusja publiczna na temat wzrostu cen oddziałuje w kierunku wyższych oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem części członków Rady siła oddziaływania oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac będzie jednak malała wraz z osłabianiem się koniunktury. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym ryzyko wystąpienia

efektów drugiej rundy jest, zdaniem tych członków, obserwowana w ostatnim okresie silna aprecjacja kursu złotego, która wpływa na obniżenie oczekiwań inflacyjnych.

Na posiedzeniu omawiano także kształtowanie się bieżącej inflacji. Wskazywano, że pomimo wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych w czerwcu (co wynikało głównie ze wzrostu dynamiki cen żywności, paliw oraz niektórych usług), inflacja w Polsce, obok Słowacji, jest najniższa w regionie. Podkreślano także, że dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, mimo wzrostu, nadal nie przekracza wartości referencyjnej, co związane jest z tym, że obserwowany obecnie wzrost inflacji ma charakter globalny.

Jednocześnie wskazywano, że w czerwcu wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, co zdaniem części członków Rady, potwierdza narastanie presji inflacyjnej. Analizując kształtowanie się inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii podkreślano, że od połowy 2006 r. wskaźnik ten systematycznie rośnie, a czerwcową projekcja inflacji wskazuje na jego dalszy wzrost i utrzymanie się na relatywnie wysokim poziomie w 2009 r. Zwracano także uwagę, że w ostatnich latach inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii kształtowała się istotnie poniżej inflacji CPI, co w przypadku utrzymania się takiej relacji może sprawić, że inflacja CPI ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego również w 2009 r., a nawet dłużej. Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że oczekiwany spadek tempa wzrostu gospodarczego, dotychczasowe umocnienie kursu walutowego oraz dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych mogą przyczynić się do obniżenia inflacji w pobliżu celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, jakkolwiek spodziewany wzrost cen regulowanych będzie czynnikiem podwyższającym inflację.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki część członków Rady podkreślała, że utrzymuje się niepewność co do długości trwania spowolnienia w gospodarce światowej oraz siły jego wpływu na wzrost gospodarczy w Polsce. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują, zdaniem tych członków, że wprowadzony tam impuls fiskalny w dużej części został zneutralizowany wzrostem cen paliw i przyczyni się jedynie do krótkotrwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. Zgodnie z najnowszymi prognozami w II poł. 2008 r. należy oczekiwać ponownego obniżenia aktywności w gospodarce amerykańskiej, które może utrzymać się także w 2009 r. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę na pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce europejskiej, w tym w szczególności w Niemczech, gdzie dotychczas wzrost gospodarczy był relatywnie wysoki.

Część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na źródła obecnie podwyższonej inflacji banki centralne realizujące strategię bezpośredniego celu inflacyjnego nie dążą do szybkiego sprowadzenia inflacji do celu, gdyż mogłoby to skutkować nadmiernym obniżeniem wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywano, że w Polsce działaniem, które mogłoby przyczynić się do zmniejszenia presji inflacyjnej i zarazem obniżyłoby koszty sprowadzenia inflacji do celu są reformy strukturalne, w tym reforma finansów publicznych. Reforma finansów publicznych powinna doprowadzić do zmniejszenia procyklicznego wpływu polityki fiskalnej na gospodarkę.

Na posiedzeniu dyskutowano o ewentualnych dalszych podwyżkach stóp procentowych. Część członków Rady akcentowała, że ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, silny wzrost wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy w połączeniu z oczekiwanym jedynie niewielkim spowolnieniem aktywności gospodarczej przemawiały za podwyższeniem stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu. Argumentowano także, że dla perspektyw procesów inflacyjnych kluczowe znaczenie ma kształtowanie się realnych stóp procentowych, a te obniżają się mimo dokonanych podwyżek. Większość Rady uznała jednak, że silna aprecjacja kursu złotego, oczekiwane zmniejszenie napięć na rynku pracy oraz spodziewane spowolnienie wzrostu gospodarczego wraz z dokonanymi dotychczas podwyżkami stóp procentowych będą sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie będzie możliwa po analizie danych napływających w kolejnych

miesiącach. Ponadto członkowie ci wskazywali, że zbyt duża skala podwyżek stóp procentowych może sprzyjać nadmiernej aprecjacji, co w połączeniu z pogorszeniem perspektyw wzrostu za granicą oznaczałoby ryzyko istotnego osłabienia eksportu, a także stwarzałoby ryzyko znacznego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce i dalszego narastania nierównowagi zewnętrznej. Argumenty te, zdaniem większości Rady, uzasadniały brak zmian stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu.

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

Data publikacji: 21 sierpnia 2008 r.