

**OPIS DYSKUSJI NA POSIEDZENIU DECYZYJNYM
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ W DNIU 19 GRUDNIA 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.

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: kształtowaniu się bieżącej inflacji, w tym 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.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, analizowano przyczyny tego, że w listopadzie roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych ukształtowało się powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, oraz przekroczyło górną granicę odchyień od celu, która określona jest na poziomie 3,5%. Wskazywano, że wzrost inflacji CPI w listopadzie wynikał w dużym stopniu z przyspieszenia dynamiki cen żywności oraz paliw, zaś inflacja bazowa netto wzrosła nieznacznie i pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Zdaniem części członków Rady, niska inflacja bazowa netto wskazuje na niską presję inflacyjną wynikającą z czynników popytowych. Jednocześnie podkreślano, że wysokie tempo wzrostu cen żywności i paliw oraz wynikający z tego wzrost inflacji CPI są związane ze zjawiskami globalnymi, które pozostają poza wpływem krajowej polityki pieniężnej. Z kolei niektórzy uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że utrzymuje się wzrost cen niektórych usług oraz zmniejsza się deflacyjne oddziaływanie spadku cen dóbr importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

Omawiając kształtowanie się cen żywności, Rada dyskutowała o trwałości ich podwyższonej dynamiki. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wysokie tempo wzrostu cen żywności jest zjawiskiem przejściowym, gdyż wynika w dużej mierze z szoków podażyowych na globalnych rynkach. Wskazywano również, że do ukształtowania się cen części surowców rolnych na wysokim poziomie mogła przyczynić się spekulacja instytucji finansowych na rynkach terminowych oraz, że pojawiają się już sygnały spadku cen niektórych surowców rolnych. Inni uczestnicy dyskusji oceniali, że wysoka dynamika cen żywności może utrzymać się w dłuższym okresie, ponieważ jest w znacznym stopniu determinowana trwałym wzrostem światowego popytu na żywność, zaś niedobory podaży w skali globalnej mogą występować częściej niż dotychczas m.in. ze względu na zmiany klimatyczne. Dyskutowano także o możliwym wpływie zniesienia rosyjskiego embarga na polski eksport żywności na dynamikę cen żywności w Polsce.

Część uczestników dyskusji oceniała, że prognozowany wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności i paliw sprawią, że pod koniec 2008 r. inflacja CPI będzie nadal kształtować się powyżej celu inflacyjnego. Jednocześnie wskazywali oni, że ze względu na specyficzny charakter szoków powodujących wzrost cen inflacja CPI może przez dłuższy czas utrzymywać się powyżej inflacji bazowej netto. Wskazywano również, że istnieje niepewność co do skali zapowiadanych podwyżek cen energii i gazu w 2008 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że przyszła inflacja może być niższa niż przewiduje październikowa projekcja ze względu na wyższy od uwzględnianego w projekcji poziom kursu złotego.

Zwracano uwagę, że mimo iż Polska w listopadzie 2007 r. nadal spełniała kryterium inflacyjne z Maastricht, wzrost inflacji może stwarzać ryzyko przekroczenia przez inflację wartości referencyjnej w nadchodzącym okresie.

Część członków Rady wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Podkreślali oni, że ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych jest szczególnie wysokie, gdy wzrost inflacji wynika z silnego wzrostu cen żywności, a więc dóbr często nabywanych i mających duży udział w koszyku CPI. Zwracano uwagę, że wzrost oczekiwań inflacyjnych może zwiększyć presję na wzrost płac. Ponadto część uczestników dyskusji wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji – inaczej niż w 2004 r. – następuje w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego oraz napięć na rynku pracy, co zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu oczekiwań inflacyjnych i pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Zdaniem innych członków Rady ryzyko efektów drugiej rundy jest umiarkowane ze względu na zmiany instytucjonalne, które zaszły na rynkach pracy w Polsce i w innych krajach.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę na wyższy niż oczekiwano w październikowej projekcji wzrost płac w gospodarce w III kw. 2007 r., bardzo wysoką dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie oraz utrzymujące się żądania znaczących podwyżek płac w sektorze publicznym. Zwracano uwagę, że wzrost płac pozostaje wyższy od wzrostu wydajności pracy, co oddziałuje w kierunku zwiększenia presji inflacyjnej. Część uczestników dyskusji wskazywała, że wysoka dynamika płac w gospodarce utrzyma się także w nadchodzących miesiącach ze względu na niedobór pracowników na krajowym rynku pracy, a także, że płace będą rosły szybciej niż założono w październikowej projekcji inflacji. Uczestnicy ci oceniali, że spowoduje to dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, co będzie prowadziło do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw i zmniejszenia inwestycji w gospodarce. Zdaniem tych uczestników, napięcia na rynku pracy, odzwierciedlone w szybkim spadku stopy bezrobocia, oraz wzrost bieżącej inflacji sprawiają, iż ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest wyższe niż w 2004 r. Ponadto oceniali oni, że skala emigracji zarobkowej nie zmniejszy się znacząco w najbliższych latach ze względu na wciąż duże różnice w poziomie dochodów między Polską a krajami Europy Zachodniej.

Inni członkowie Rady byli zdania, że mogą wystąpić czynniki, które będą ograniczały dynamikę wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy. Uważali oni, że wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw może być hamowany przez obawy o pogorszenie wyników finansowych. Członkowie ci wskazywali także, że znaczące podwyżki płac w sektorze publicznym są mało prawdopodobne, gdyż nie przewidziano ich w projekcie ustawy budżetowej na 2008 r. Zwracano również uwagę, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce poza rolnictwem w III kw. 2007 r. była niższa niż zakładano w październikowej projekcji. Ponadto wskazywano, że stopa bezrobocia w Polsce jest nadal wyższa niż w innych krajach, a napięcia na rynku pracy mogą się wkrótce zmniejszyć, ponieważ wzrost wynagrodzeń w kraju oraz aprecjacja złotego powinny doprowadzić do zmniejszenia skali emigracji polskich pracowników.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wskazywała, że dynamika PKB w III kw. 2007 r. była wyższa od zakładanej w październikowej projekcji, a wzrost gospodarczy w IV kw. utrzymał się prawdopodobnie na wysokim poziomie. Ponadto wskazywano, że w kierunku utrzymania wzrostu popytu będzie oddziaływać szybki wzrost kredytów. Inni członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie, co może zmniejszyć dynamikę polskiego eksportu oraz napływ inwestycji bezpośrednich i w efekcie obniżyć tempo wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo wysokiej dynamiki PKB oraz wynagrodzeń struktura wzrostu PKB nie wskazuje na wzrost presji popytowej: spożycie ogółem, spożycie indywidualne oraz import rosły w III kw. 2007 r. wolniej niż zakładano w projekcji, natomiast eksport rósł szybciej niż prognozowano. Podkreślano także, że szybszy od założonego w projekcji

wzrost inwestycji w III kw. 2007 r. wskazuje na możliwość szybszego wzrostu produktu potencjalnego i osłabienia presji inflacyjnej w średnim okresie.

Rada poświęciła wiele uwagi ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w Polsce. Część członków Rady wskazywała, że podwyżki stóp procentowych NBP w 2007 r. w połączeniu z umocnieniem kursu złotego sprawiły, że restrykcyjność polityki pieniężnej utrzymuje się na wysokim poziomie. Członkowie ci wskazywali ponadto, że poziom realnej stopy procentowej w Polsce jest stosunkowo wysoki na tle innych krajów regionu. Inni uczestnicy dyskusji zwracali uwagę, że poziom realnej stopy procentowej obniżył się w 2007 r. ze względu na to, że inflacja CPI wzrosła silniej niż poziom nominalnych stóp procentowych. Argumentowali oni, że różnice w poziomie realnych stóp procentowych między krajami wynikają m.in. z różnic w poziomie naturalnej stopy procentowej. Uczestnicy ci wskazywali również, że przy ocenie zmian stopnia restrykcyjności polityki monetarnej należy uwzględnić aprecjację realnego kursu równowagi, związaną z procesem konwergencji. Wskazywano także, że obecnie trudno ocenić trwałość czynników, które doprowadziły do aprecjacji złotego w ostatnim okresie.

Część członków Rady wskazywała, że w ostatnim okresie część banków centralnych na świecie obniżyła stopy procentowe. Inni członkowie zwracali uwagę, że obniżki stóp miały miejsce głównie w krajach bezpośrednio dotkniętych zaburzeniami na rynkach finansowych oraz, że niektóre banki zaostrzyły politykę pieniężną w tym czasie.

Większość członków Rady oceniała, że wysoka bieżąca inflacja i związane z tym ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a także napięcia na rynku pracy stanowią istotne czynniki ryzyka dla stabilności cen. Część członków Rady była zdania, że przeciwdziałanie wzrostowi inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej wymaga podwyższenia stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że procesy globalizacji doprowadziły w ostatnich latach do obniżenia siły oddziaływania polityki pieniężnej na krajową inflację, wobec czego reakcja banków centralnych na rosnącą presję inflacyjną powinna być odpowiednio silniejsza. Oceniali oni, że podniesienie stóp procentowych nie powinno przyczynić się do znaczącego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce, natomiast pozwoli ustabilizować je na poziomie potencjalnego tempa wzrostu.

Inni członkowie Rady wskazywali, że trudno jest oszacować siłę inercji procesów inflacyjnych. Zwracali oni także uwagę, że zacieśnianie polityki pieniężnej zwiększy dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi. Mogłoby to zwiększyć napływ krótkoterminowego kapitału do Polski oraz oddziaływać w kierunku aprecjacji kursu złotego, co osłabiłoby konkurencyjność polskiej gospodarki i spowodowało dalsze narastanie nierównowagi zewnętrznej. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że dotychczasowe tempo zacieśniania polityki pieniężnej jest wystarczające z punktu widzenia stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie. Argumentowano, że na grudniowym posiedzeniu Rada dysponowała mniejszą niż zwykle ilością informacji na temat procesów gospodarczych, a pełniejsza ocena ryzyka utrzymania się inflacji na wysokim poziomie będzie możliwa na kolejnym 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 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

Data publikacji: 24 stycznia 2008 r.