

# Komentarz po Radzie

## Bilans ryzyk bez zmian

7 grudnia 2011

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Wg prezesa NBP bilans ryzyk dla przyszłej inflacji również nie uległ zmianie od ostatniego posiedzenia, co znalazło odzwierciedlenie w zbliżonej treści komunikatu. Podtrzymujemy opinię, że w 2012 r. RPP zdecyduje się na dwie obniżki stóp procentowych, każda po 25 pb. Jednak ze względu na pogorszenie perspektyw dla złotego, co wpłynie na spowolnienie tempa powrotu inflacji do celu w przyszłym roku, naszym zdaniem pierwsza redukcja stóp nastąpi dopiero pod koniec II kwartału 2012.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w grudniu stopy procentowe bez zmian, co było zgodne z oczekiwaniami. Stopa referencyjna NBP od czerwca br. pozostaje na poziomie 4,50%. Ogólny wydźwięk komunikatu RPP nie zmienił się istotnie w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Ponownie zwrócono uwagę na pogarszającą się koniunkturę na świecie i ryzyko dalszego spowolnienia gospodarczego w strefie euro, a także na utrzymujące się napięcia na światowych rynkach finansowych. W odniesieniu do polskiej gospodarki, Rada odnotowała relatywnie dobre ostatnie dane makroekonomiczne, dostrzegając jednocześnie ryzyko „pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach”, głównie za sprawą spowolnienia wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski.

Podobnie jak przed miesiącem, Rada oczekuje, że inflacja pozostanie na podwyższonym poziomie w najbliższym czasie (m.in. ze względu na efekt osłabienia złotego), chociaż na początku 2012 r. wygasanie wpływu podwyżki VAT i mocnych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r. będą oddziaływały w kierunku obniżenia dynamiki CPI. Utrzymano również ocenę, że w średnim okresie inflacja powinna powrócić do celu dzięki dokonaniu wcześniej zacieśnieniu polityki pieniężnej.

W czasie konferencji prasowej po posiedzeniu RPP Marek Belka powiedział, że w ocenie Rady bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się od ostatniego posiedzenia, ponieważ pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą i efekt osłabienia złotego mniej więcej się kompensują.

Zapytany o interwencje walutowe, prezes NBP powiedział, że bank centralny zamierza kontynuować je według tych samych zasad jak do tej pory, interweniując w momentach, gdy uzna, że na rynku występuje destabilizacja. Według Marka Belki w działaniach NBP chodzi o to, aby uspokajać rynek i „aby w bilansie ryzyk uczestników rynków ryzyko zderzenia z NBP było obecne”. Wypowiedź prezesa Belki, podobnie jak wcześniejsze komentarze wiceprezesa Kozińskiego, wskazują, że należy się liczyć z aktywnością NBP na rynku walutowym (zapewne w większej skali niż w listopadzie), w przypadku ponownego wzrostu zmienności kursu złotego. Wg naszych wyliczeń na podstawie danych NBP o stanie oficjalnych rezerw walutowych, w listopadzie bank centralny przeznaczył na „ostrzegawczą” interwencję ok. 300 mln euro (wobec ok. 1,5 mld € we wrześniu).

Wynik dzisiejszego posiedzenia RPP i jej komunikat nie zmieniają naszej oceny perspektyw polityki pieniężnej. Nadal spodziewamy się, że w 2012 r. Rada zdecyduje się na dwie obniżki stóp procentowych, każda po 25 pb. Jednak ze względu na pogorszenie perspektyw dla złotego (wyższa przewidywana ścieżka EURPLN w I półroczu 2012), co wpłynie na spowolnienie tempa powrotu inflacji do celu w przyszłym roku, naszym zdaniem pierwsza redukcja stóp nastąpi dopiero pod koniec II kwartału 2012.

## Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z listopadem)

W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, w tym w szczególności w strefie euro i Stanach Zjednoczonych **wzrost gospodarczy w strefie euro ukształtował się na niskim poziomie. Równocześnie** napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w III kw. w Stanach Zjednoczonych, nie potwierdziły jednak jak dotychczas dalszego spowolnienia aktywności w tych gospodarkach **wskazują na możliwe dalsze pogorszenie się koniunktury w strefie euro. Nadal** obniżane były natomiast prognozy wzrostu gospodarczego na 2012 r., a inflacja pozostała na podwyższonym poziomie. **W kierunku osłabienia aktywności gospodarczej mogą oddziaływać bardziej pesymistyczne oczekiwania podmiotów, wzrost kosztów finansowania oraz możliwe zacieśnienie polityki kredytowej przez banki. Utrzymuje się podwyższona niepewność co do rozwoju koniunktury światowej w najbliższych kwartałach, w tym co do skali spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. nieznacznie przyspieszył, choć wskaźniki koniunktury – mimo pewnej poprawy w ostatnim okresie – nadal znajdują się na historycznie niskim poziomie. Zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych inflacja pozostaje podwyższona, do czego przyczynia się wcześniejszy wzrost cen surowców. Pojawiają się natomiast sygnały osłabiania presji inflacyjnej w krajach rozwijających się. Ryzyko spowolnienia Spowolnienie** aktywności gospodarczej na świecie wraz z problemami fiskalnymi niektórych krajów **strefy euro** powodują utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. Ustalenia ze szczytu państw strefy euro sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach finansowych, jednak wobec wciąż niepewnej sytuacji w Grecji, awersja **Awersja** do ryzyka pozostaje podwyższona, co **podtrzymuje zwiększoną wpływa na wzrost zmienności** zmienności cen aktywów, w tym kursów walutowych. Do zwiększonej zmienności cen aktywów nadal przyczynia się także duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych, związana z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych.

Napływające informacje dotyczące Polski – w tym korzystne dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej – wskazują, że w III kw. wzrost PKB był nadal relatywnie wysoki i prawdopodobnie zbliżony do odnotowanego w II kw. br. **W Polsce, dane o PKB w III kw. potwierdziły, że w okresie tym utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego, zbliżone do odnotowanego w II kw. br. Do zwiększenia PKB przyczyniał się głównie wzrost popytu krajowego, wynikający zarówno z rosnącego spożycia indywidualnego, jak i pewnego przyspieszenia wzrostu inwestycji, jednak w porównaniu z poprzednimi kwartałami istotnie zwiększył się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. W październiku utrzymał się wysoki wzrost sprzedaży detalicznej, przy niewielkim spowolnieniu tempa wzrostu produkcji przemysłowej i większym – produkcji budowlano-montażowej. Jednocześnie, większość wskaźników Wskaźniki** koniunktury **sygnalizuje nadal sygnalizują** możliwość pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, co **w dużej mierze** związane jest w znacznym stopniu z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym dalszym obniżaniu się zatrudnienia. Stopa bezrobocia pozostaje na podwyższonym poziomie. **Dane BAEL** wskazują, że w III kw. nadal spowalniał wzrost liczby pracujących w gospodarce, a stopa bezrobocia utrzymała się na podwyższonym poziomie. W październiku w dalszym ciągu obniżało się też zatrudnienie w przedsiębiorstwach, a dynamika płac pozostała na umiarkowanym poziomie. **Rośnie akcja Akcja** kredytowa dla przedsiębiorstw w październiku **nadal rosła., utrzymuje Utrzymał** się też relatywnie szybki wzrost **złotowych** kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych przy wciąż ujemnej rocznej dynamice kredytów konsumpcyjnych.

We wrześniu **Roczna** inflacja CPI **obniżyła się wzrosła w październiku** do poziomu 3,9% 4,3% pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Obniżenie Wzrost** inflacji byłoby związane **ze wzrostem dalszym spadkiem** cen żywności i **paliw, mimo wciąż silnie rosnących cen energii., choć zwiększyła się również** Inflacja bazowa **po wyłączeniu cen żywności i energii** nieznacznie się obniżyła. Jednocześnie nadal silnie rosły **Utrzymała się wysoka dynamika cen** ceny **produkcyjnej** produkcji sprzedanej przemysłu, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych **nieco wzrosły pozostały na podwyższonym poziomie.**

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych oraz **występującym w ostatnich miesiącach** osłabieniem kursu złotego **w ostatnich miesiącach.** Wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r., będzie oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r.

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez **nieco niższą stopniowo malejącą** dynamikę **popytu** krajowego **wzrostu gospodarczego** w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych NBP oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane w I połowie br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.