

# Komentarz po Radzie

## RPP czeka na poprawę perspektyw inflacji

7 marca 2012

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Jednocześnie, Rada zastrzyła ton komunikatu, mimo iż nowa projekcja inflacji nie daje naszym zdaniem ku temu przesłanek. Spodziewamy się stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach, w oczekiwaniu na kolejne dane z gospodarki. Przewidywany przez nas spadek dynamiki CPI oraz potwierdzenie wyraźnego hamowania wzrostu gospodarczego powinny wpłynąć na złagodzenie retoryki RPP w dalszej części roku. Nadal uważamy, że w drugim półroczu możliwe jest lekkie złagodzenie polityki pieniężnej.

Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. W oficjalnym komunikacie Rada odnotowała niskie tempo wzrostu gospodarczego na świecie, ale jednocześnie poprawę niektórych wskaźników wyprzedzających w części gospodarek. Odnośnie polskiej gospodarki, RPP zwróciła uwagę na utrzymywanie „relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego”, ale jednocześnie na ograniczony wzrost płac. W czasie konferencji prasowej ten ostatni czynnik pojawił się kilkakrotnie w wypowiedziach prezesa Belki oraz członka Andrzeja Kaźmierczaka jako istotny argument z punktu widzenia Rady. Wg Belki niska dynamika płac jest czynnikiem, „który naszą skłonność do podwyżek będzie moderować”. Z komunikatu wynika, że RPP podziela naszą ocenę, że mocny wzrost dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w styczniu „wynikał najprawdopodobniej z czynników przejściowych”.

W komunikacie RPP przedstawiono główne konkluzje z projekcji inflacji i PKB przygotowanej przez Instytut Ekonomiczny NBP. Wyniki projekcji wskazują na wyraźnie wyższą ścieżkę centralną inflacji w 2012 r. (4,1% zamiast 3,2%) i jednocześnie zbliżoną do przewidywanej w listopadzie inflację w kolejnym roku. Projekcja zakłada, że inflacja zbliża się do celu pod koniec 2013 r. i pozostaje blisko tego poziomu w roku 2014. Z kolei przewidywane tempo wzrostu PKB w 2012 r. jest zbliżone do tego z poprzedniej projekcji i wyraźnie niższe niż poprzednio w kolejnym roku. Tabelę z porównaniem wyników projekcji zamieściliśmy poniżej. Co ważne, Rada zaznaczyła w komunikacie (i dodatkowo podkreślił to Marek Belka na konferencji), że dane, które pojawiły się po dacie zamknięcia projekcji (czyli po 24 stycznia) dość wyraźnie obniżają prognozowaną inflację w latach 2012-2013 – o 0,3-0,4 pkt. proc. w 2012 r. i 0,2-0,3 pkt. proc. w 2013 r.

Wyniki nowych projekcji NBP, które wg wcześniejszych wypowiedzi RPP miały być kluczowym czynnikiem dla polityki pieniężnej, wskazują więc na poprawę średnioterminowych perspektyw inflacji i pogorszenie prognoz wzrostu w porównaniu z listopadowym raportem. Tymczasem, zmiana w treści końcowego fragmentu komunikatu Rady wskazuje raczej na zaostrenie, a nie złagodzenie jego tonu. RPP stwierdziła, że nie wyklucza zmian w polityce pieniężnej „gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie”. W poprzednich miesiącach warunkiem zaostrenia polityki było pogorszenie, a nie brak poprawy perspektyw inflacji. Tak więc zaostrenie tonu nastąpiło pomimo mniej niepokojących z punktu widzenia perspektyw inflacji wyników projekcji. Marek Belka potwierdził w czasie konferencji, że aktualne jest stwierdzenie, że podwyżki stóp są bardziej prawdopodobne niż obniżki. Zapytany o to, czy RPP głosowała wniosek o podwyżce Prezes NBP odmówił odpowiedzi.

Naszym zdaniem RPP w najbliższych miesiącach pozostanie w fazie oczekiwania, obserwując kolejne publikacje danych makroekonomicznych i ich wpływ na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. Andrzej Kaźmierczak powiedział w trakcie konferencji, że powodem zmiany w końcowym fragmencie komunikatu było m.in. wskazanie projekcji, wg której CPI może być blisko 4% w III kw. br. Niewykluczone, że Rada będzie się wstrzymywać z decyzją aż do tego momentu. Wówczas jednak wg naszych przewidywań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce będzie już na tyle wyraźne, że odsunie groźbę podwyżek stóp, stwarzając wręcz przestrzeń do lekkiego rozluźnienia polityki.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych *Raportach o inflacji*

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Mar 12
<b>2012</b>	2,3-4,8	1,9-4,5	2,0-4,1	2,2-3,8	2,2-3,4	2,1-3,4	2,5-3,9	3,6-4,5
<b>2013</b>	1,7-4,4	1,5-4,3	1,5-4,0	1,1-3,5	2,1-3,7	1,8-3,4	2,2-3,7	2,2-3,6
<b>2014</b>	x	x	x	1,9-4,4	x	x	x	1,2-3,0

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

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

W IV kw. 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie ~~kształtowało nadal kształtuje~~ się na niskim poziomie. Przyspieszeniu dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła ~~najprawdopodobniej stagnacja~~ **recesja** w strefie euro **oraz osłabienie wzrostu w większości największych gospodarek wschodzących**. W większości największych gospodarek wschodzących nastąpiło pewne osłabienie aktywności. **Jednocześnie**, od ostatniego posiedzenia Rady nadal ~~rewidowano w dół prognozy PKB dla większości gospodarek~~. Pojawiły się jednak sygnały wskazujące na **poprawiały się niektóre wskaźniki wyprzedzające, co sygnalizuje** możliwość stabilizacji koniunktury w ~~niektórych gospodarkach części gospodarek~~. Czynnikiem hamującym wzrost aktywności na świecie jest jednak **utrzymujący się proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów rozwiniętych**. Inflacja na świecie pozostaje ~~podwyższona na podwyższony poziomie~~, choć w ostatnim okresie nastąpiło jej pewne obniżenie **stopniowo spada**. Jednym z głównych czynników podwyższających inflację pozostają są wysokie ceny surowców, **w tym ceny ropy**, które w ostatnim okresie ponownie wzrosły **w ostatnim okresie**. Nastąpiła poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych, która przyczyniła się do istotnej aprecjacji walut krajów wschodzących, w tym złotego. Utrzymuje się jednak niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym w niektórych krajach strefy euro, a zmienność cen aktywów, w tym kursów walutowych, pozostaje podwyższona.

W Polsce, wstępne dane o PKB w 2011 r. potwierdziły, że w IV kw. **ub. r., a także dane o produkcji i sprzedaży detalicznej na początku br. wskazują na utrzymywanie** utrzymał się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał ~~najprawdopodobniej popyt krajowy~~. Nastąpiło jednak dalsze osłabienie dynamiki konsumpcji, przy jednoczesnej kontynuacji ożywienia inwestycji. **Możliwość osłabienia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach nadal sygnalizuje** jednak stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników koniunktury. ~~mimo obserwowanej ostatnio poprawy niektórych z nich~~ sygnalizuje jednak możliwość osłabienia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. **W IV kw. 2011 r. zwiększyła się liczba pracujących w gospodarce**. W grudniu stopa bezrobocia utrzymała się na podwyższonym poziomie, a zatrudnienie w przedsiębiorstwach zmniejszyło się. **Równoczesny wzrost liczby osób aktywnych zawodowo przyczynił się jednak do podwyższenia stopy bezrobocia, co wciąż ogranicza wzrost płac w gospodarce**. Dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach pozostała umiarkowana. Istotny wzrost dynamiki płac w przedsiębiorstwach w **styczniu br. wynikał najprawdopodobniej z czynników przejściowych**. Nadal zwiększała się akcja kredytowa dla przedsiębiorstw (w ujęciu rocznym). Utrzymał się też relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecznych **W styczniu zmniejszyła się natomiast akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, choć jego tempo obniżyło się, na co złożył się dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych oraz spowolnienie wzrostu kredytów hipotecznych. Nadal zmniejszały się kredyty konsumpcyjne**.

**Według wstępnych danych GUS, w grudniu styczniu 2012 r. roczna inflacja CPI obniżyła się do 4,6% 4,1%**, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Szacunki NBP wskazują również na istotne obniżenie się inflacji bazowej**. Zmniejszyła się także dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Równocześnie wzrosła inflacja bazowa, a także podwyższeniu uległy Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw **analityków sektora finansowego – mimo pewnej poprawy – utrzymują się natomiast na podwyższonym poziomie. Utrzymuje się także wysoka dynamika cen producentów**.

**W ocenie Rady, W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI pozostanie na podwyższonym poziomie w krótkim okresie inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie powyżej celu inflacyjnego**. Z jednej strony w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r. będzie oddziaływać wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz efektów znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r. Z drugiej strony wciąż wysokie ceny surowców na rynkach światowych oraz efekty **Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyni się wcześniejsze osłabienie kursu złotego będą czynnikiem podtrzymującymi podwyższoną dynamikę cen oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców, które mogą prowadzić do dalszego wzrostu cen energii. W tym samym kierunku oddziaływać będzie utrzymująca się wysoka dynamika cen administrowanych**.

W ocenie Rady, W średnim okresie inflacja będzie **natomiast** ograniczana przez stopniowo malejącą dynamikę popytu krajowego. **oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuowanego zacieśnienia polityki fiskalnej. W kierunku zmniejszenia dynamiki popytu będzie oddziaływał niższy wzrost**

gospodarczy za granicą, zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce, a także dokonane w I połowie 2011 r. podwyższenie stóp procentowych NBP. Czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji pozostaje wpływ sytuacji na globalnych rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego, w szczególności trwałość obserwowanej w ostatnim okresie aprecjacji polskiej waluty. **Spadkowi inflacji sprzyja także aprecjacja złotego obserwowana na początku bieżącego roku.**

W ocenie Rady, dokonane w I połowie 2011 r. zacieśnienie polityki pieniężnej sprzyja powrotowi inflacji do celu w średnim okresie, choć ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji w najbliższych miesiącach pozostaje wysokie. Dotychczasowe kształtowanie się krajowej koniunktury wskazuje przy tym, że skala osłabienia popytu w najbliższych kwartałach może być mniejsza niż dotychczas oceniano. Przy ocenie presji inflacyjnej w średnim okresie pomocna będzie marcową projekcja makroekonomiczna NBP. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu **utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie.**

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.