

# Komentarz po Radzie

## Rośnie ryzyko podwyżki stóp

4 kwietnia 2012

RPP nie zmieniła stóp procentowych, jednak ponownie zastrzyła ton komunikatu, sugerując możliwość podwyżki stóp procentowych, nawet na kolejnym posiedzeniu. Można powiedzieć, że warunkiem koniecznym do braku podwyżki stóp byłyby sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie poprawa perspektywy powrotu inflacji do celu. Trudno dokładnie określić te warunki w kontekście publikacji danych. Wydaje nam się jednak, że prognozowane przez nas wyraźne spowolnienie dynamiki płac i produkcji w marcu wciąż czyni scenariusz podwyżek mniej prawdopodobnym. W scenariuszu bazowym zakładamy więc stopy bez zmian do końca roku. Widać jednak wyraźnie wzrost ryzyka podwyżki stóp, bo podwyższona inflacja wystawia na próbę cierpliwość RPP, która chcąc walczyć o swoją antyinflacyjną reputację jest blisko podjęcia decyzji o zacieśnieniu. Decyzji co do której słuszności nie jesteśmy przekonani.

Na kwietniowym posiedzeniu RPP, zgodnie z oczekiwaniami, utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na 4,50%. Parametry polityki monetarnej pozostają stabilne od połowy 2011 r. Odnosząc się do wzrostu gospodarczego na świecie Rada wskazała na recesję w strefie euro oraz umiarkowany wzrost w USA. W komunikacie podkreślono również osłabianie się aktywności gospodarczej w części największych gospodarek wschodzących. Natomiast wskaźniki dla Polski (produkcja przemysłowa, budowlana, sprzedaż detaliczna) wskazują zdaniem RPP, że skala spowolnienia gospodarczego może okazać się mniejsza niż wcześniej oczekiwano.

RPP po raz kolejny wyraziła swoje zniecierpliwienie utrzymywaniem się inflacji na poziomie wyraźnie powyżej celu NBP. W średnim okresie Rada widzi możliwość stopniowego ograniczania inflacji w związku z oczekiwanym osłabieniem wzrostu PKB w warunkach umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuacji zacieśnienia polityki fiskalnej, ale również dzięki umocnieniu złotego na początku roku. W krótkim terminie inflacja może się w opinii Rady lekko obniżyć, jednak pozostanie na podwyższonym poziomie m.in. ze względu na utrzymujące się wysokie ceny surowców na rynkach międzynarodowych oraz wysoką dynamikę cen regulowanych.

Najistotniejsza zmiana dotyczyła końcowego fragmentu komunikatu Rady, w którym napisano, że zwiększyło się prawdopodobieństwo utrzymania inflacji powyżej celu w średnim okresie, w związku z czym Rada „w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie”. Prezes NBP Marek Belka powiedział w czasie konferencji prasowej, że widoczne zaostrenie tonu komunikatu w stosunku do poprzednich miesięcy wynikało z tego, że do tej pory obserwatorzy działań banku centralnego „nie byli w stanie dać wiary” zaniepokojeniu Rady wysoką inflacją, „więc chcieliśmy wyraźnie zakomunikować, że poważnie rozważamy możliwość podniesienia stóp”. Niemniej, decyzja będzie uzależniona od stanu gospodarki i napływających danych. Belka zaznaczył, że w najbliższym czasie miesięczne dane inflacyjne będą miały relatywnie mniejsze znaczenie (spodziewany jest pewien spadek CPI wynikający z efektu wysokiej bazy), natomiast RPP będzie się pilnie przyglądać, co tak naprawdę dzieje się w gospodarce i czy faktycznie realizuje się (i w jakim stopniu) zapowiadane przez niektórych spowolnienie gospodarcze. Prezes NBP wyjaśnił, że część członków Rady perspektywy gospodarki widzi w znacznie bardziej optymistycznym tonie, a zapowiadane spowolnienie wraz z upływem czasu „wydaje się coraz mniej dramatyczne”. Brak podwyżki już na kwietniowym posiedzeniu uzasadnił właśnie pragnieniem Rady, aby upewnić się co do tendencji w gospodarce.

Niewątpliwie po dzisiejszym posiedzeniu Rady zwiększyło się ryzyko podwyżki stóp procentowych, a o łagodzeniu polityki pieniężnej (którego według ankiety Reutersa wciąż oczekuje w tym roku 13 z 26 analityków, a my jesteśmy w mniejszości) można zapomnieć. Trudno określić warunki, które musiałyby wystąpić, aby do podwyżki nie doszło. Wydaje nam się, że prognozowane przez nas wyraźne spowolnienie dynamiki płac i produkcji w marcu wciąż czyni scenariusz podwyżek mniej prawdopodobnym. W scenariuszu bazowym zakładamy więc stopy bez zmian do końca roku.

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

~~Tempo~~ Wzrostu gospodarczego na świecie nadal kształtuje **utrzymuje** się na niskim poziomie. ~~Przyspieszeniu~~ dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszy recesja w strefie euro oraz osłabienie wzrostu w większości największych gospodarek wschodzących. **Strefa euro znajduje się w recesji, natomiast wzrost w Stanach Zjednoczonych pozostaje umiarkowany. Nadal osłabia się aktywność gospodarcza w części największych gospodarek wschodzących.** Jednocześnie od ostatniego posiedzenia Rady nadal poprawiały się niektóre wskaźniki wyprzedzające, co sygnalizuje możliwość stabilizacji koniunktury w części gospodarek. Czynnikiem hamującym wzrost aktywności **gospodarczy** na świecie jest jednak ~~utrzymujący się~~ **może być trwający** proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów rozwiniętych **oraz wysokie ceny paliw.** Inflacja na świecie, **pomimo pewnego obniżenia,** pozostaje na ~~podwyższonym poziomie~~ **podwyższona** choć stopniowo spada. Jednym z głównych czynników podwyższających inflację są, **do czego nadal przyczyniają się** wysokie ceny surowców, w tym ceny ropy, które ponownie wzrosły w ostatnim okresie. ~~Utrzymuje się~~ **niepewność** związana z kryzysem zadłużeniowym w niektórych krajach strefy euro. **Po okresie wcześniejszej aprecjacji kursy walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, ustabilizowały się.**

W Polsce, dane o PKB w IV kw. ub. r., a także dane o produkcji i sprzedaży detalicznej na początku br. wskazują na utrzymywanie się ~~relatywnie~~ wysokiego wzrostu gospodarczego. ~~Możliwość osłabienia się~~ aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach nadal sygnalizuje jednak ~~stosunkowo niski poziom~~ większości wyprzedzających wskaźników koniunktury. **Niektóre wskaźniki dotyczące Polski, w tym dane o produkcji w przemyśle i budownictwie, oraz część wyprzedzających wskaźników koniunktury sygnalizują pewne osłabienie tendencji wzrostowych.** Jednak inne dane, w tym dane o sprzedaży detalicznej, świadczą o tym, że skala spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej nie powinna być duża. W IV kw. 2011 r. zwiększyła się liczba pracujących w gospodarce. Równoczesny wzrost liczby osób aktywnych zawodowo przyczynił się jednak do podwyższenia stopy bezrobocia, co wciąż ogranicza wzrost płac w gospodarce. Istotny wzrost dynamiki płac w przedsiębiorstwach w styczniu br. wynikał najprawdopodobniej z czynników przejściowych. **W lutym stopa bezrobocia pozostała na podwyższonym poziomie.** Jednocześnie obniżyło się zatrudnienie w przedsiębiorstwach, a dynamika płac powróciła do umiarkowanego poziomu. Nadal zwiększała się akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, **choć dynamika kredytu dla firm nieco się obniżyła.** W styczniu zmniejszyła się natomiast akcja kredytowa **Wciąż obniżała się także dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych.** ~~na co~~ **Złożył się na to utrzymujący się** dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych oraz **dalsze** spowolnienie wzrostu kredytów hipotecznych.

~~Według wstępnych danych GUS, w styczniu~~ **W lutym 2012 r. roczna inflacja CPI obniżyła się** ~~wzrosła~~ do 4,1% **4,3%**, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). ~~Szacunki NBP wskazują również na istotne obniżenie się~~ inflacji bazowej. **Nieznacznie wzrosła również inflacja bazowa, głównie wskutek wyższych cen wyrobów tytoniowych po podniesieniu stawek podatku akcyzowego. Z kolei, dynamika cen producentów spowolniła. Obniżyły się także oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz analityków sektora finansowego – mimo pewnej poprawy – utrzymują się natomiast choć pozostają na relatywnie podwyższonym wysokim poziomie. Utrzymuje się także wysoka dynamika cen producentów.**

**W ocenie rady, w średnim okresie inflacja będzie natomiast w pewnym stopniu ograniczana przez oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuowanego zacieśnienia polityki fiskalnej. Spadkowi inflacji powinna sprzyjać także aprecjacja złotego obserwowana na początku bieżącego roku.**

~~W ocenie Rady, w krótkim okresie inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie powyżej celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyni się wcześniejsze osłabienie złotego oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców, które mogą prowadzić do dalszego wzrostu cen energii. W tym samym kierunku będzie oddziaływała również wysoka dynamika cen regulowanych.~~

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. ~~Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie.~~ **W ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną 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.