

Komentarz po Radzie

Rada stopniowo łagodnieje

6 czerwca 2012

Tak jak się spodziewaliśmy, dzisiejsze posiedzenie RPP pozostawało w cieniu spotkania Europejskiego Banku Centralnego, nie wnosząc zbyt wiele nowych informacji odnośnie perspektyw polityki pieniężnej. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami stopy procentowe pozostały bez zmian i prawdopodobnie taka sama decyzja zostanie podjęta za miesiąc. Decyzja lipcowa będzie w pewnym stopniu zależała od nowej projekcji inflacji i PKB, jednak nie sądzimy, aby średnioterminowe perspektywy polskiej gospodarki uzasadniały dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Z kolei Prezes EBC nie wykluczył dziś obniżki stóp procentowych w przyszłości, jeśli sytuacja gospodarcza strefy euro będzie się nadal pogarszać. Polskiemu bankowi centralnemu taki dysonans w polityce pieniężnej (RPP wciąż mówi o możliwości podwyżki) w porównaniu do EBC najwyraźniej nie przeszkadza, gdyż jak powiedział Prezes Marek Belka sytuacja jest odmienna. Niemniej, wydaje nam się, że polska gospodarka na problemy strefy euro nie pozostanie obojętna.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian w czerwcu, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 4,75%. Taka decyzja była powszechnie oczekiwana po tym, jak dość kontrowersyjnej podwyżce stóp o 25 pb w maju towarzyszył w sumie dość „gołąbi” komunikat. Rada miesiąc temu nie zasugerowała początku cyklu podwyżek, co zostało zinterpretowane tak, że decyzja wówczas podjęta była jednorazowa.

Oficjalny komunikat RPP był tym razem nieco mniej rozbudowany niż poprzednio. Odnotowano sygnały spowolnienia gospodarczego za granicą, pogorszenie nastrojów na rynkach, a także słabnący wzrost gospodarczy w Polsce i ostatnie dane miesięczne wskazujące na możliwość jego dalszego obniżenia.

Rada podtrzymała opinię, że inflacja w najbliższych miesiącach zapewne utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego za sprawą cen administrowanych oraz kursu złotego (choć już nie za sprawą wysokich cen surowców). Jednocześnie, w średnim okresie RPP spodziewa się, że inflacja będzie ograniczana przez spowolnienie wzrostu gospodarczego i dokonane już podwyżki stóp. W tym stwierdzeniu zniknęła niepewność i tryb warunkowy obecny w poprzednich miesiącach. Warto przypomnieć, że w poprzednim miesiącu Rada uznała, że skala spowolnienia może nie być wystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu. Tak więc widoczna jest pewna zmiana stanowiska, mimo iż przedstawiciele Rady twierdzili na konferencji, że ostatnie dane makroekonomiczne nie były dla nich specjalnym zaskoczeniem i „nie zmieniły percepcji sytuacji gospodarczej”. Ocenę zasadności ponownego dostosowania stóp procentowych mają wg Rady umożliwić kolejne napływające dane i lipcowa projekcja makroekonomiczna NBP. W komunikacie nie było zatem ponownie jasnej sugestii nt. możliwych szybkich podwyżek stóp, co – jak dał do zrozumienia prezes Belka na konferencji prasowej – wskazuje, że w lipcu również szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej nie są zbyt duże. Jednocześnie jednak, zarówno prezes NBP, jak i pozostali obecni na konferencji członkowie (A. Glapiński, E. Chojna-Duch) zdecydowanie unikali deklaracji nt. oceny prawdopodobieństwa kolejnych podwyżek stóp.

Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną bez zmian w lipcu i w kolejnych miesiącach roku, ponieważ przybierające na sile spowolnienie w krajowej gospodarce i widoczny zastój na rynku pracy powodują, że ryzyko efektów drugiej rundy jest niewielkie, a jednocześnie zwiększa się ryzyko realizacji bardziej negatywnych niż do tej pory przewidywano scenariuszy wzrostu na świecie.

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

Napływające dane sygnalizują stabilizację aktywności w gospodarce światowej na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie **wzrost aktywność** gospodarcza w krajach wschodzących — mimo pewnego osłabienia w Chinach — **nieco przyspieszył największych gospodarkach wschodzących nieznacznie się osłabiła**. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy na świecie jest trwający proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów rozwiniętych oraz wysokie ceny paliw. Inflacja na świecie, pomimo pewnego obniżenia, pozostaje podwyższona, do czego nadal przyczyniają się wysokie ceny surowców. W kwietniu **Od ostatniego posiedzenia Rady pogorszyły się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, co było głównie związane z nasileniem obaw o sytuację gospodarczą niektórych krajów strefy euro. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się także do oddziałują w kierunku deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, a Pogorszenie nastrojów przyczyniło się także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych. choć nadal kształtują się one na wysokim poziomie.**

W I kw. 2012 r. w Polsce **dane o PKB potwierdziły, że najprawdopodobniej utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy stopniowo się obniża, choć jego dynamika nieco spowolniła. W I kw. br. stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszył wolniejszy niż w poprzednim kwartale wzrost inwestycji. Obniżyła się także dynamika polskiego eksportu oraz importu. Dane miesięczne o produkcji w przemyśle i budownictwie, a także o sprzedaży detalicznej w kwietniu wskazują na możliwość dalszego obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego. O relatywnie wysokiej aktywności gospodarczej może świadczyć nadal wysoka dynamika sprzedaży detalicznej oraz badania koniunktury NBP, które wskazują, że w I kw. sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw pozostała dobra. Nieznaczne polepszenie się oczekiwania ankietowanych przedsiębiorców dotyczących dalszego kształtowania się koniunktury sygnalizuje również, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach może być ograniczona. Na spowolnienie wzrostu wskazuje natomiast — oprócz części pozostałych wskaźników koniunktury — obniżenie się dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Według Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności w I kw. br. nadal rosła liczba pracujących w gospodarce. Mimo wzrostu liczby pracujących stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej, co wynikało ze zwiększenia się liczby osób aktywnych zawodowo. Równocześnie przyspieszył nieco wzrost wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw. Wzrost dynamiki wynagrodzeń w I kw. przy obniżeniu się dynamiki PKB wpłynął na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Kwietniowe dane dotyczące przedsiębiorstw wskazują jednak na obniżanie się dynamiki zatrudnienia oraz wynagrodzeń w tym sektorze. W marcu stopa bezrobocia pozostała podwyższona, a dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach nadal była niska. Jednocześnie wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw pozostał umiarkowany. W kwietniu nadal szybko rosła akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, **choć dynamika kredytu dla firm obniżyła się. Jednocześnie wciąż malała słabła natomiast dynamika kredytu dla gospodarstw domowych na co złożył się dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych oraz kontynuacja spowolnienia obniżanie się tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych.****

Inflacja CPI **obniżyła się w marcu wzrosła w kwietniu do 3,9% 4,0%**, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Nieznacznie spadła Wzrosła również inflacja bazowa. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych pozostały wysokie.**

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, **do czego będzie się przyczyniać wysoka dynamika cen administrowanych, a także niższy niż w ubiegłym roku poziom kursu złotego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynią się wcześniejsze osłabienie złotego oraz wysokie ceny surowców. W tym samym kierunku będzie oddziaływała również wysoka dynamika cen administrowanych. Powyższe czynniki mogą przyczynić się do utrzymania podwyższonych oczekiwań inflacyjnych.**

W ocenie Rady, w średnim okresie oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżeniu inflacji **inflacja będzie ograniczana przez spowolnienie wzrostu gospodarczego, a także dokonane w tym i ubiegłym roku podwyższenie stóp procentowych NBP. Jednak ze względu na utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, oczekiwana skala spowolnienia może okazać się niewystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększają także utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie oczekiwania inflacyjne.**

Rada uznała, że ograniczenie ryzyka utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie wymaga podwyższenia stóp procentowych NBP. Napływające dane pozwolą ocenić czy uzasadnione może być ewentualne ponowne dostosowanie stóp procentowych. **Napływające dane, a także lipcowa projekcja makroekonomiczna NBP, umożliwią pełniejszą ocenę skali spowolnienia wzrostu gospodarczego i zmian poziomu inflacji w Polsce, a tym samym ocenę zasadności ewentualnego ponownego dostosowania stóp procentowych.**

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.