

# Komentarz przed RPP

## To jeszcze nie koniec podwyżek

26 września 2007

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej na wrześniowym posiedzeniu. W komunikacie stwierdzono, że co prawda bilans ryzyk dla celu inflacyjnego uległ poprawie, ale nadal pozostaje asymetryczny w górę, co oznacza utrzymanie przez Radę nieformalnego restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej i sugeruje kontynuację podwyżek stóp. Zdaniem Rady pełniejsza ocena ryzyka wzrostu inflacji ponad cel możliwa będzie po analizie napływających danych. Biorąc pod uwagę, że ważnymi elementami analizy są procesy na rynku pracy oraz stopień ekspansywności polityki fiskalnej oraz fakt, że istotne nowe informacje w tym zakresie będą znane dopiero po październikowym posiedzeniu Rady, podtrzymujemy nasze oczekiwania, że kolejna podwyżka stóp nastąpi w listopadzie. Decyzja Rady i jej uzasadnienie nie miały wpływu na rynek.

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej nie dokonała zmian parametrów polityki pieniężnej na zakończonym dziś posiedzeniu. Stopa referencyjna pozostała na poziomie 4,75%. Treść komunikatu opublikowanego po posiedzeniu raczej nie stanowi zaskoczenia. Rada napisała bowiem, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Takie stwierdzenie oznacza to utrzymanie nieformalnego restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej i sugeruje kontynuację podwyżek stóp procentowych. Niemniej, Rada stwierdziła, że bilans ryzyk dla inflacji uległ poprawie. W komunikacie napisano mianowicie, że „w średnim okresie prawdopodobieństwo inflacji powyżej celu obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej”. Ponadto, lista czynników, które zdaniem Rady będą ograniczać inflację w średnim okresie wydłużyła się o „ewentualne spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej”. Poza tym, wśród czynników antyinflacyjnych RPP ponownie wymieniła bardzo dobrą sytuację finansową firm i wysoką dynamikę inwestycji, które oddziałują w kierunku wzrostu wydajności, oraz niską dynamikę cen zewnętrznych związaną z polityką pieniężną prowadzoną przez najważniejsze banki centralne na świecie i wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej. Lista czynników przemawiających za wzrostem inflacji pozostała bez zmian (szybsze od potencjalnego tempo wzrostu PKB, głębsze niż oczekiwano pogorszenie relacji między wzrostem wydajności pracy i płac, możliwe pogorszenie równowagi finansów publicznych).

Odnosząc się do najnowszych danych inflacyjnych, Rada stwierdziła, że chociaż były one dużo niższe od oczekiwań, to spadek inflacji w III kwartale br. ma charakter przejściowy, a IV kwartale inflacja znajdzie się w pobliżu celu. Sugeruje to, że silniejsze niż oczekiwano obniżenie bieżącej inflacji nie zrobiło znacznego wrażenia na większości członków Rady. Potwierdza to naszą opinię, że zmniejszenie oczekiwań rynku co do docelowego poziomu stóp procentowych w cyklu podwyżek po publikacji ostatnich danych inflacyjnych było niefortunne. Podtrzymujemy jednak również zdanie, że dzięki ograniczeniu bieżącej inflacji bankierzy centralni mają komfort w postaci większej ilości czasu na analizę kolejnych danych z gospodarki i ocenę średnioterminowych

perspektyw inflacji. Trzeba pamiętać, że sformułowanie o poprawie bilansu ryzyk dla inflacji w wyniku dokonanych wcześniej podwyżek pojawiło się również w komunikacie po lipcowym posiedzeniu Rady, a już miesiąc później nastąpiła kolejna podwyżka stóp.

Naszym zdaniem tym razem odstęp pomiędzy podwyżkami będzie nieco dłuższy. Rada napisała, że „pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu ponad cel inflacyjny NBP będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie”. Ponieważ jednym z czynników, które Rada zamierza bacznie obserwować, jest tempo wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, wydaje nam się, że bankierzy centralni poczekają z kolejną podwyżką stóp do listopada, gdy będą już dysponować danymi o rynku pracy w całej gospodarce za III kwartał. Dopiero w listopadzie możliwa będzie również ocena innego czynnika wyróżnionego przez RPP, czyli stopnia ekspansywności polityki fiskalnej, ponieważ przed posiedzeniem Rady w październiku nie uda się zapewne jeszcze sformować nowego rządu i określić jego zamierzeń w polityce fiskalnej (po wyborach 21 października).

Istotnym nowym elementem już w październiku będzie natomiast nowa projekcja inflacji. Na jej duże znaczenia wskazała w wypowiedzi na konferencji prasowej członkini RPP Halina Wasilewska-Trenkner. Niemniej, biorąc pod uwagę, że uwzględni ona efekty podwyżek stóp dokonanych wcześniej przez Radę, a także będzie miała punkt startowy w III kwartale, gdy inflacja uległa głębszemu niż oczekiwano obniżeniu, nie wydaje się jednak, żeby nowa projekcja wskazała na tak istotne pogorszenie perspektyw inflacji, aby skłonić Radę do podwyżki już wówczas bez analizy wspomnianych wyżej czynników. W sumie, wypowiedzi Wasilewskiej-Trenkner, podobnie jak pozostałych członków Rady obecnych na konferencji, czyli prezesa NBP Sławomira Skrzypka oraz Mariana Nogi, nie dały jasnych wskazówek co do terminu następnych podwyżek stóp.

Rada przyjęła na posiedzeniu *Założenia polityki pieniężnej na 2008 rok*, ale nie nastąpiła jeszcze ich publikacja. Ma do tego dojść w najbliższym czasie.

#### Wybrane wypowiedzi członków RPP z konferencji prasowej po posiedzeniu

##### Sławomir Skrzypek

*Rosnące ceny ropy z jednej strony są na takim poziomie, którego nie wszyscy się spodziewali, ale też drugiej strony umacniający się złoty neutralizuje to i w nieznanym stopniu przeniesie się to na ceny.*

##### Halina Wasilewska-Trenkner

*Teraz czekamy na projekcję inflacyjną, która będzie gotowa w październiku. Projekcja ta w porównaniu do lipcowej, która nie uwzględniła ostatniej podwyżki stóp, pozwoli nam ocenić, jaki wpływ nasze ruchy miały do tej pory.*

*Efektów dotychczasowych podwyżek nie zobaczymy realnie, licząc od kwietnia tego roku mogą się one ujawnić w odstępie roku, czyli w kwietniu 2008 roku.*

##### Marian Noga

*To nie jest tak jak kiedyś, że Państwo czekali na jedną publikację [która mogłaby przesądzić o naszej decyzji]. Obecnie czekamy na [i bierzemy pod uwagę] dziesiątki danych i publikacji.*

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group