

# Komentarz przed RPP

## Podwyżka może zaczekać

30 października 2007

Dzisiaj rozpoczęło się dwudniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, którego wynik poznamy w środę w ciągu dnia. Jak zwykle po decyzji o godz. 16-tej nastąpi konferencja prasowa i publikacja komunikatu RPP. W tym miesiącu RPP odniesie się w komunikacie m.in. do wyników najnowszego *Raportu o inflacji*, którego pełna treść zostanie zapewne upubliczniona przed końcem tygodnia. Dodatkowo, Rada powinna też przyjąć opinię nt. projektu budżetu na 2008, chociaż jej opublikowanie może nastąpić dopiero po przekazaniu do adresata (rządu). Podtrzymujemy opinię, że RPP nie zmieni stóp procentowych na tym posiedzeniu, a kolejna podwyżka stóp o 25 pb nastąpi najprawdopodobniej pod koniec listopada. W tabeli poniżej znajduje się zestawienie wybranych ważniejszych argumentów, które mogą mieć wpływ na przebieg dyskusji i wynik jutrzejszego głosowania Rady Polityki Pieniężnej. Poniżej zestawiamy też najważniejsze wypowiedzi członków RPP z ostatnich tygodni.

Za odłożeniem podwyżki	Z drugiej strony...
Spowolnienie wzrostu płac i zatrudnienia we wrześniu może sugerować, że napięcia na rynku pracy nie będą się nasilać. Nadal wysoki poziom zysków w firmach i utrzymujący się na stabilnym poziomie udział kosztów pracy, sugerują że przedsiębiorstwa są w stanie zaabsorbować rosnące koszty wynagrodzeń.	Wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia mimo pewnego osłabienia pozostał wysoki; w całym III kwartale nastąpiło wyraźne przyspieszenie. Relacja między wzrostem płac a dynamiką wydajności pracy w ostatnich miesiącach się pogorszyła. Możliwy jest dalszy szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy.
Silny wzrost CPI we wrześniu wynikał niemal wyłącznie z podwyżek cen żywności. Inflacja netto pozostała bardzo niska (1,2%), co sugeruje, że ceny pozostałych towarów i usług oprócz żywności i paliw nie przyspieszają wzrostu. Warto zaczekać na informacje o zmianach cen żywności w kolejnych miesiącach po wakacjach.	Wzrost CPI we wrześniu do 2,3% zneutralizował pozytywny wydzźwięk sierpniowych danych inflacyjnych (spadek do 1,5%) i może oznaczać wyższą ścieżkę inflacji w najbliższych miesiącach. Inflacja w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej przekroczy cel inflacyjny, co może mieć wpływ na oczekiwania inflacyjne.
Dobre prognozy dot. produkcji rolnej w przyszłych latach, spore możliwości zwiększenia produkcji rolnej na świecie, mogą powstrzymać wzrost cen żywności.	Wzrost cen żywności może nie mieć charakteru przejściowego, a bardziej trwały, co oznaczałoby znacznie większe ryzyko dla inflacji.
Przełożenie wysokich cen ropy i metali na świecie na krajowe ceny paliw i koszty produkcji jest mocno ograniczane przez rekordową aprecjację złotego wobec dolara.	Wzrost cen paliw na świecie może się również okazać trwały. Rosną ceny metali i surowców. Istnieje ryzyko tzw. efektów drugiej rundy.
Znaczne umocnienie złotego, o ile będzie trwałe, będzie sprzyjać ograniczeniu presji inflacyjnej, m.in. przez spadek cen towarów importowanych oraz ograniczenie tempa wzrostu gospodarczego.	Skala umocnienia złotego może nie mieć pełnego uzasadnienia w fundamentach gospodarki, w związku z czym aprecjacja może okazać się przejściowa.
Ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie, w tym w strefie euro, może mieć niekorzystny wpływ na tempo rozwoju polskiej gospodarki (m.in. przez ograniczenie eksportu).	Oslabienie koniunktury za granicą, nawet jeśli wystąpi, nie musi mieć mocnego i szybkiego przełożenia na dynamikę polskiego eksportu (możliwe np. przesunięcie popytu na tańsze produkty z Polski – przy założeniu braku dalszej aprecjacji złotego).
Nadal niepewne perspektywy rozwoju sytuacji na światowych rynkach finansowych.	Polski sektor finansowy dość mało narażony na zaburzenia jakie wystąpiły na rynkach rozwiniętych.
Struktura wzrostu PKB jest nadal korzystna – wysoka dynamika inwestycji oznacza wzrost możliwości podaźowych gospodarki.	Niesłabnąca dynamika kredytów dla gospodarstw domowych (nie tylko hipotecznych) sugeruje kontynuację szybkiego wzrostu konsumpcji. Rośnie rola popytu konsumpcyjnego w PKB.
Kształt rządu po wyborach i jego polityki gospodarczej jest nadal nieznany. Być może nowy rząd zaproponuje rozwiązania (m.in. w polityce fiskalnej) korzystne z punktu widzenia perspektyw inflacji.	Wypowiedzi przedstawicieli PO i PSL po wyborach nie dają jasnej odpowiedzi, czy działania nowego rządu będą korzystne dla inflacji (sugerowano m.in. ograniczenie redukcji składki rentowej i podwyżki w budżetówce).

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Wybrane wypowiedzi członków RPP z ostatnich tygodni

### Andrzej Sławiński, PAP, 23 października

Są dwa znaki zapytania, które sprawiają, że termin decyzji RPP pozostaje niepewny: umacniający się złoty i rosnące ceny żywności. [...] Ostatnie silne umocnienie złotego do euro nie znajduje odzwierciedlenia w fundamentach. Nie znamy skali i czasu trwania tej aprecjacji. [...] Jest ryzyko, że koszty krańcowe mogą zacząć rosnąć, co sprawia, że ciągle utrzymujemy nastawienie zacieśniające politykę pieniężną.

### Marian Noga, Reuters, 23 października

Po ostatnich danych zmieniłem zdanie, że uda nam się zakończyć cykl zacieśniania polityki pieniężnej w połowie 2008 roku. Sytuacja nie jest różowa, powinno nam się zapalić światełko alarmowe. Im wcześniej będzie podwyżka, tym lepiej. Najprawdopodobniej będzie ona w listopadzie, ale nie wykluczam jej ani w październiku, ani w grudniu.

### Jan Czekaj, Reuters, 18 października

Obecne wysokie ceny ropy były rekompensowane przez silnego złotego w stosunku do dolara, natomiast jeśli (wzrost cen ropy) się utrzyma, to będzie miało pewnie przełożenie na ceny ropy w Polsce. [...] Jeśli chodzi o jednostkowe koszty pracy, sytuacja się pogorszyła. Są one obecnie głównym źródłem presji inflacyjnej.

### Stanisław Owsiak, PAP, 18 października

Dokonane podwyżki dały - moim zdaniem - pewien komfort RPP, który pozwala na obserwację napływających danych bez nadmiernej nerwowości. [...] Myślę, że okres tego komfortu to kilka miesięcy. Czekamy także na kolejną projekcję, być może ścieżka inflacji będzie wyższa ze względu na inny punkt startowy. [...] Ale nie wykluczam podwyżki w 2008 roku. Najważniejszy problem to rynek pracy, zagrożenia płynące z tego rynku są obecne i co więcej, takie zagrożenia mogą utrzymać się długo, bo jesteśmy na etapie konwergencji płacowej z pozostałymi krajami UE. [...] Do danych miesięcznych trzeba podchodzić z należyтым dystansem. Mam na myśli zarówno istotnie niższe, od oczekiwanych dane o inflacji w sierpniu, jak i wyższą od oczekiwań inflację we wrześniu.

### Halina Wasilewska-Trenkner, 17-18 października

Te (ostatnie) dane potwierdzają, że podjęliśmy dobre decyzje, zacieśniając politykę pieniężną. Inflacja może rosnąć, bo są warunki sprzyjające wzrostowi cen. Te warunki nie uległy zmianie, a nawet pojawiają się nowe fakty, które mogą popchnąć ceny, choć silny złoty sprzyja hamowaniu tempa wzrostu inflacji. [...] Nie można powiedzieć, że kolejne podwyżki nie będą potrzebne. Ich termin zależy od sukcesywnie napływających danych m.in. o produkcji, sprzedaży oraz od projekcji. Nie wykluczam, że może dojść do jednego kroku zacieśniającego politykę pieniężną w tym roku, gdy dane wskażą na dalszy wzrost zagrożeń inflacyjnych, a październikowa projekcja pokaże, że dotychczasowe decyzje dotyczące stóp procentowych są za słabe, aby zapobiec przyspieszonemu wzrostowi cen. [...] To nie znaczy, że podwyżki stóp powinny być zakończone w tym roku. Nie dojdzie do dalszych zmian, gdy projekcje pokażą, że inflacja osłabnie i będzie oscylowała w okolicy 2,5 proc. w następnych kwartałach. Jeżeli prognozy będą wskazywały na inflację w granicach 3,0-3,5 proc. to nie ma na co czekać i trzeba będzie reagować. Projekcje będą pokazywały, jak długo trzeba będzie stosować zacieśnienie.

### Andrzej Wojtyna, Reuters, 17 października

Nie mamy komfortowej sytuacji, by obserwować gospodarkę [...] W bilansie ryzyk nie doszło moim zdaniem do zmiany - jeszcze jedna podwyżka w tym roku jest prawdopodobna. Używając języka nastawienia w polityce pieniężnej, jest ono nadal restrykcyjne. Ta podwyżka w tym roku - moim zdaniem - nie będzie ostatnia. Nadal uwzględniałbym możliwość kolejnej w przyszłym roku. [...] Czynniki cen żywności w najbliższych miesiącach zyska na znaczeniu. Wskazują na to badania, że zaczyna to być problem strukturalny, który może dotknąć kraje z wysokim udziałem żywności w koszyku inflacyjnym. RPP będzie nadal poświęcała dużo uwagi inflacji bazowej jako wskaźnikowi istotnemu dla oceny presji inflacyjnej, bo oczyszczonemu z wpływu cen żywności. Ale inna będzie interpretacja różnic między inflacją bazową i wskaźnikiem CPI, jeżeli wzrost cen żywności miałby charakter trwały. [...] W moim przekonaniu wybory nie sprzyjają postawie wyczekiwania z decyzjami. Naszym obiektem analizy jest przede wszystkim gospodarka i dlatego nie możemy traktować wydarzeń politycznych jako czynników, które miałyby nas powstrzymać od decyzji uzasadnionych z ekonomicznego punktu widzenia. Konieczność dostosowania polityki monetarnej do fiskalnej jest nadal realna - może się ukształtować suboptymalna policy-mix: zbyt restrykcyjna polityka pieniężna w odpowiedzi na zbyt luźną politykę fiskalną.

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