

Komentarz na gorąco

Projekcja inflacji powyżej celu

5 listopada 2007

Nowa projekcja inflacji opracowana przez NBP zakłada nieco niższą ścieżkę inflacji niż lipcowa w krótkim terminie (do połowy 2008 r.) oraz szybszy niż wcześniej przewidywano wzrost CPI w dłuższym horyzoncie, prowadzący do przekroczenia górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu w połowie 2009 roku. W ocenie autorów projekcji rozkład czynników ryzyka dla projekcji jest niemal symetryczny, a po uwzględnieniu czynników niepewności nie uwzględnionych w modelu w dłuższym horyzoncie nieznacznie bardziej prawdopodobna jest realizacja inflacji poniżej niż powyżej ścieżki centralnej. Rada Polityki Pieniężnej uznała na ostatnim posiedzeniu, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego „obniżyło się w pewnym stopniu” – co w obliczu podwyższenia dłuższego końca projekcji inflacji świadczy o pewnym dystansie Rady do jej wyników. Chociaż z drugiej strony, zdaniem RPP prawdopodobieństwo to jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo tego, że inflacja będzie poniżej celu, co zapowiada kolejne podwyżki stóp.

Dane nt. wzrostu cen żywności we wrześniu oraz najnowsza prognoza Ministerstwa Finansów dot. inflacji na poziomie 3% w październiku (o ile się zmaterializuje) mogą oznaczać, że dynamika CPI będzie się kształtowała w krótkim okresie powyżej ścieżki z nowej projekcji. Dla decyzji RPP znacznie ważniejsze będą jednak tendencje średnio- i długoterminowe, w tym przede wszystkim zmiany na rynku pracy oraz odpowiedź na pytanie czy szybki wzrost cen żywności może mieć charakter trwały (co w modelu NBP nie jest uwzględniane).

W piątek 2 listopada Narodowy Bank Polski opublikował nowy kwartalny *Raport o inflacji*. Natomiast konferencja prasowa poświęcona omówieniu wyników projekcji inflacji z udziałem analityków NBP odbyła się dzisiaj rano. Projekcja, jak już ujawniła RPP w komunikacie po posiedzeniu, zakłada niższą ścieżkę inflacji niż poprzednio w krótkim terminie i wyższą w dłuższym horyzoncie. Stosunek Rady Polityki Pieniężnej do tych wyników można pośrednio odczytać z faktu, że na ostatnim posiedzeniu stopy pozostały bez zmian. Z drugiej strony, ostatnie informacje sugerują, że inflacja może przekroczyć ścieżkę z projekcji już w najbliższych miesiącach. W sumie, przewidywany przez nas scenariusz zakładający podwyżkę stóp o 25 pb w listopadzie oraz kolejne dwie podwyżki w I połowie 2008 r. jest aktualny.

1. Przebieg procesów inflacyjnych i determinanty inflacji

Oceniając przebieg procesów inflacyjnych w III kwartale RPP napisała, że na kształtowanie się bieżącego wskaźnika inflacji w Polsce wpływają dwie przeciwstawne tendencje: z jednej strony wzrost popytu krajowego, napięcia na rynku pracy oraz wzrost cen żywności działają w kierunku przyspieszenia wzrostu cen, a z drugiej strony proces ten jest ograniczany przez silny wpływ globalizacji, przejawiającej się między innymi niską importowaną inflacją oraz wzrostem konkurencji na rynku krajowym, a także za sprawą rosnącej konkurencji w sektorze telekomunikacyjnym. Do ograniczenia inflacji przyczynia się także sytuacja na rynku walutowym.

Zdaniem Rady, obniżka cen usług internetowych, która przyczyniła się do spadku inflacji w sierpniu, może mieć charakter przejściowy, chociaż z drugiej strony „istnieje znaczne prawdopodobieństwo, że silna konkurencja

na rynku telekomunikacyjnym będzie nadal przyczyniać się do obniżania cen na tym rynku”. Jeśli chodzi o silny wzrost cen żywności, który spowodował wzrost inflacji we wrześniu, w opinii RPP może on „utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie m.in. ze względu na sytuację na międzynarodowych rynkach rolno-spożywczych”.

RPP ocenia, że polska gospodarka nadal znajduje się w fazie szybkiego wzrostu (w III kwartale br. prognozowany jest wzrost PKB o 5,8%, a w całym 2007 r. o 6,5%), w którym decydującą rolę odgrywa dynamiczny wzrost inwestycji i konsumpcji. Tej ostatniej sprzyja nie tylko wysoka dynamika dochodów, ale też szybki wzrost kredytów konsumpcyjnych, na który Rada po raz kolejny zwróciła uwagę. Równocześnie, silne ożywienie na rynku pracy powoduje, że wynagrodzenia rosną szybciej niż wydajność, czego efektem są rosnące jednostkowe koszty pracy (od maja 2007 nie tylko w skali całej gospodarki, ale również w przedsiębiorstwach przemysłowych).

Odnosząc się do projektu budżetu na 2008 rok, Rada zasygnalizowała potrzebę wprowadzenia reform strukturalnych, których efektem byłoby zmniejszenie wydatków publicznych oraz zwróciła uwagę, że ewentualny wzrost deficytu sektora finansów publicznych w warunkach silnego wzrostu gospodarczego oznaczałby zwiększenie deficytu strukturalnego i dodatkowy wzrost presji inflacyjnej.

2. Wyniki głosowań RPP

W *Raporcie* opublikowano wyniki głosowań członków RPP na posiedzeniach w czerwcu, lipcu i w sierpniu. O ile rozkład głosów w czerwcu i w sierpniu, czyli w miesiącach w których Rada podjęła decyzje o podwyżkach stóp procentowych, był znany uczestnikom rynku wcześniej, dzięki publikacji w Monitorze Rządowym, to ciekawostką jest wynik lipcowy. W lipcu wniosek o podwyżkę stóp o 25 pb złożony przez Andrzeja Wojtynę został odrzucony głosami wszystkich pozostałych członków RPP, nawet tych którzy do tej pory konsekwentnie popierali zacieśnianie polityki pieniężnej. Ten wynik, jak również szereg wypowiedzi Andrzeja Wojtyny z ostatnich miesięcy wskazują, że z pozycji jednego z bardziej wyważonych członków RPP przesunął się on ostatnio do roli jednego z najbardziej jastrzębich przedstawicieli Rady. Znajdzie to z pewnością odzwierciedlenie w szacowanym przez nas indeksie restrykcyjności członków RPP, którego kolejna publikacja nastąpi w przyszłym tygodniu w comiesięcznym MAKROskopie. Na drugim biegunie w RPP znajduje się przewodniczący Rady i prezes NBP Sławomir Skrzypek, który jest obecnie jedyną osobą w RPP, która nie poparła od początku swojej kadencji ani jednej podwyżki stóp.

3. Projekcja inflacji i PKB

Nowa projekcja inflacji opracowana przez NBP przewiduje nieco niższe tempo wzrostu PKB w latach 2008-2009 niż zakładała projekcja lipcowa. Pomimo tego, przewidywana ścieżka inflacji jest w dłuższym okresie nieco wyższa od tej z lipcowego raportu (choć do połowy 2008 r. przebiega poniżej poprzedniej projekcji). Wynika to z realizacji szybszego niż wcześniej zakładano wzrostu zewnętrznych i krajowych czynników kosztowych (m.in. koszty surowców, koszty pracy). Centralna projekcja inflacji stopniowo rośnie w niemal całym horyzoncie projekcji, w IV kwartale 2007 r. wzrastając

Wyniki głosowań ws podwyżki o 25pb

	cze	lip	sie
Skrzypek	-	-	-
Czekaj	+	-	+
Filar	+	-	+
Nieckarz	-	-	+
Noga	+	-	+
Owsiak	-	-	+
Pietrewicz	-	-	+
Sławiński	+	-	+
Wasilewska-Trenkner	+	-	+
Wojtyna	+	+	+

powyżej celu inflacyjnego, a w II kwartale 2009 roku przekraczając górną granicę dopuszczalnego przedziału odchyłeń CPI od celu inflacyjnego.

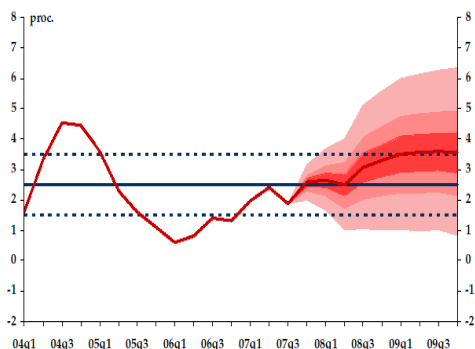
Na obniżenie ścieżki inflacji w porównaniu z projekcją lipcową do połowy 2008 r. wpływ miało przede wszystkim obniżenie ścieżki inflacji netto (niższy punkt startowy w III kw. 2007), w części kompensowane przez wyższą od wcześniej założonej dynamikę cen żywności. W drugiej połowie 2008 r. i w 2009 r. na podniesienie ścieżki inflacji w porównaniu z prognozą lipcową wpłynęły głównie wyższa inflacja netto oraz wyższa inflacja cen paliw. Wyższa inflacja netto w dłuższym terminie to efekt silniejszej presji kosztowej – rosnących cen importu oraz mocniejszego niż oczekiwano zacieśnienia sytuacji na rynku pracy (dynamika jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem w II połowie 2007 r. wyższa przeciętnie o ok. 2,5 pkt. proc. od prognozowanej w lipcu) mimo tego, że w wyniku korekt eksperckich w modelu zmniejszono nieznacznie skalę oddziaływania jednostkowych kosztów pracy na dynamikę cen.

Według projekcji, stopa bezrobocia będzie utrzymywać się w kolejnych latach poniżej stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) a wzrost płac realnych w horyzoncie projekcji przekroczy wzrost wydajności pracy w gospodarce. Z drugiej strony, przewidywany jest głębszy niż poprzednio spadek stopy NAWRU, co będzie nieco łagodziło wpływ napięć na rynku pracy na perspektywy inflacji.

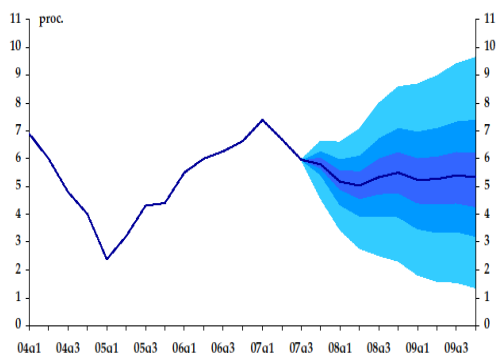
W latach 2007-2009 oczekiwane jest istotne przyspieszenie tempa wzrostu produktu potencjalnego, którego źródłem będzie stopniowy przyrost kapitału oraz wzrost efektywnej podaży pracy związany ze stopniową redukcją stopy bezrobocia równowagi (NAWRU) i powolnym wzrostem współczynnika aktywności zawodowej. Od połowy 2008 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego będzie wyższe niż tempo wzrostu PKB, co znajdzie odzwierciedlenie w stopniowym domykaniu luki popytowej.

Data zamknięcia nowej projekcji inflacji to 28 września. Szacunki NBP nie uwzględniały zatem m.in. danych nt. inflacji CPI we wrześniu, zawierających wyższy niż oczekiwano wzrost cen żywności. Wg analityków NBP po dacie zamknięcia raportu wzrosło ryzyko, że ceny żywności w krótkim horyzoncie projekcji będą rosły szybciej niż założono w projekcji październikowej. Po 28 września nastąpił również znaczny wzrost cen paliw na rynkach światowych oraz podwyższenie prognoz cen ropy naftowej na lata 2007-2008. Z drugiej strony, w ocenie autorów projekcji od czasu zamknięcia raportu wzrosło również ryzyko spowolnienia gospodarki światowej i niższej dynamiki PKB w kraju.

W efekcie, rozkład ryzyka ujętego w wykresie wachlarzowym w październikowej projekcji, odzwierciedlający wszystkie czynniki niepewności ujęte w modelu, jest niemal symetryczny, podobnie jak w poprzednich projekcjach. Z kolei po uwzględnieniu pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko projekcji jest symetryczne w krótkim horyzoncie, natomiast w długim okresie jest nieznacznie asymetryczne w dół – bardziej prawdopodobna jest realizacja inflacji poniżej ścieżki centralnej.



Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.



Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.

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