

# Komentarz na gorąco

## Przerwa do października

27 sierpnia 2008

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian na poziomie 6,0%, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat RPP wywołał osłabienie na rynku stopy procentowej, chociaż naszym zdaniem nastawienie Rady nie zmieniło się zasadniczo od czasu poprzedniego posiedzenia. Ryzyko inflacyjne pozostaje w ocenie RPP wysokie i zapewne będzie wymagało jeszcze zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednak z drugiej strony, głębsze od oczekiwań spowolnienie gospodarcze za granicą skłoni RPP do ostrożności, w związku z czym spodziewamy się, że podwyżka o 25 pb nastąpi dopiero w październiku, kiedy nowa projekcja inflacji i PKB potwierdzi, że spowolnienie gospodarcze będzie umiarkowane, a ścieżka powrotu inflacji do celu dość powolna.

Rada Polityki Pieniężnej drugi raz z rzędu utrzymała stopy procentowe bez zmian, a główna stopa referencyjna pozostała na poziomie 6,00%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami, dlatego jej ogłoszenie nie miało wpływu na stawki rynkowe. Istotny wpływ na rynek miał jednak komunikat i konferencja prasowa RPP, po których nastąpił wzrost stawek rynku pieniężnego o prawie 10 pb i osłabienie obligacji. Zgodnie z naszym przewidywaniem, o którym pisaliśmy dzisiaj w porannym raporcie, ton oficjalnego komunikatu RPP wydanego po posiedzeniu nie był mniej jastrzębi niż w poprzednim miesiącu. Rada utrzymała nieformalne jastrzębie nastawienie polityki pieniężnej, powtarzając stwierdzenie, że „w ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu” oraz że „Rada nie wyklucza, że obniżanie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało zacieśnienia polityki pieniężnej”. Podobnie jak przed miesiącem RPP uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających „w nadchodzącym okresie”.

Wciąż spodziewamy się, że kolejną decyzją Rady Polityki Pieniężnej będzie zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednak w kontekście coraz mocniejszych sygnałów nt. wyhamowania wzrostu gospodarczego za granicą (w szczególności w strefie euro) oraz obaw o skalę spowolnienia gospodarczego w kraju, wydaje się, że będzie to tylko jedna podwyżka stóp procentowych. Pozostaje też pytanie jak długi będzie ten „nadchodzący okres”, w którym RPP będzie przyglądać się danym. Prawdopodobnie będzie to zależało od tego, jakie informacje przyniosą statystyki w kolejnych miesiącach. Z jednej strony przewidywany przez nas wzrost sierpniowej inflacji CPI powyżej poziomu 5%, wzrost inflacji netto do ok. 4% oraz inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii powyżej 2,5%, przy utrzymaniu wzrostu płac na dwucyfrowym poziomie, mógłby stanowić impuls do podjęcia takiej decyzji już we wrześniu, czyli po publikacji tych danych. Z drugiej jednak strony wskaźniki aktywności gospodarczej za sierpień (produkcja przemysłowa, sprzedaż, eksport) będą prawdopodobnie dość słabe, m.in. ze względu na efekt mniejszej liczby dni roboczych, co z pewnością nie pomoże przekonać do podwyżki tych członków Rady, którzy obawiają się skutków poważnego spowolnienia w II połowie roku. Dlatego wydaje nam się, że większość w RPP zdecyduje się wstrzymać z decyzjami w polityce pieniężnej do października, kiedy to zostanie opublikowany nowy *Raport o inflacji* i kolejna projekcja inflacji. Jeżeli wyniki nowej projekcji będą potwierdzały scenariusz umiarkowanego, a nie gwałtownego spowolnienia gospodarki oraz dość powolną ścieżkę powrotu inflacji do celu, w październiku czeka nas zapewne podwyżka stóp o 25 pb (stopa referencyjna do 6,25%).

Jeśli chodzi o zmiany w komunikacie RPP, warto zwrócić uwagę na „gołębi” wydźwięk oceny sytuacji za granicą – mocniejsze niż oczekiwano spowolnienie wzrostu PKB w strefie euro (znikła niepewność nt. skali wpływu na gospodarkę polską!). Z drugiej strony, prof. Andrzej Wojtyła podkreślał na konferencji prasowej, że mocniejsze wyhamowanie w strefie euro niż w USA rodzi ryzyko osłabienia złotego, co może mieć wpływ na perspektywy inflacji. Jeśli chodzi o kurs walutowy, w tym miesiącu Rada zrezygnowała ze stwierdzenia, że skala aprecjacji złotego przewyższała tempo aprecjacji kursu równowagi. Wśród czynników mogących osłabiać presję płacową w kraju pojawiła się pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw i ograniczenie popytu na pracę. Z drugiej strony, jeszcze przed miesiącem Rada uważała, że dobre wyniki przedsiębiorstw są czynnikiem osłabiającym presję inflacyjną w średnim okresie.

**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 fragmenty informacji RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z komunikatem lipcowym)

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie wzrostu obejmującego większość jej sektorów. Dane, które napłynęły w ostatnim okresie potwierdzają jednak wcześniejsze sygnały, że tempo wzrostu gospodarczego stopniowo się obniża. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz kształtowanie się nadal niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

~~Najnowsze dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i strefy euro wskazują na dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu w tych gospodarkach. Zarówno dane o rachunkach narodowych, jak i pozostałe informacje dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro wskazują na silniejsze niż oczekiwano obniżanie się tempa wzrostu PKB w tym regionie. W Stanach Zjednoczonych, mimo korzystnych danych za II kw. br., w kolejnych kwartałach oczekuje się spowolnienia aktywności gospodarczej. Jednocześnie w wielu krajach nadal obserwowany jest wzrost zarówno bieżącej, jak i prognozowanej podwyższonego poziomu inflacji. W ostatnich miesiącach silnie wzrosły. W ostatnim okresie wyraźnie obniżyły się ceny ropy naftowej na rynkach światowych, które charakteryzują się przy tym dużą zmiennością, choć pozostają one na relatywnie wysokim poziomie. Utrzymuje się niepewność co do skali wpływu obniżenia aktywności w otoczeniu zewnętrznym na gospodarkę polską.~~

W czerwcu lipcu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce zwiększyło się do 4,6% **4,8%**, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, a także powyżej górnej granicy odchyień od celu, określonej na poziomie 3,5%. Na wzrost inflacji złożyło się przede wszystkim podwyższenie rocznej dynamiki cen żywności, transportu (co związane było z wysoką dynamiką cen paliw) **energii** oraz cen niektórych usług. Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, co w dużym stopniu będzie rezultatem wysokiej rocznej dynamiki cen regulowanych oraz cen żywności i paliw.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego i **ograniczenie popytu na pracę oraz pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw** powinny łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną. Podwyższona inflacja w nadchodzących kwartałach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego **wcześniej** w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. **Przyszłą inflację mogą także podnosić rosnące ceny niektórych usług, co częściowo wynikać może ze wzrostu cen nośników energii.** Utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Ponadto wzrost cen nośników energii może stopniowo przenosić się na ceny innych towarów i usług.

~~W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wciąż wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. W średnim okresie do ograniczania presji inflacyjnej może się przyczyniać **znaczące** spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez import towarów z krajów o niskich kosztach wytworzenia. W tym samym kierunku będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowana w minionych kwartałach szybkie tempo aprecjacji **we wcześniejszym okresie aprecjacja** złotego, które w ostatnim okresie najprawdopodobniej przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi.~~

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Rada nie wyklucza zatem, że obniżanie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednocześnie ze względu na uporczywość szoków obserwowanych na rynkach żywności i surowców okres powrotu inflacji do celu może ulec pewnemu wydłużeniu. Wobec utrzymującej się niepewności co do **skali spowolnienia** wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji w gospodarce polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.

Rada dąży do obniżenia inflacji do poziomu celu inflacyjnego w średnim okresie. **Mając to na uwadze**, Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy w sektorze przedsiębiorstw oraz wzrost płac w sektorze finansów publicznych, stopień ekspansywności polityki fiskalnej, poziom kursu złotego, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności. Rada będzie również analizować zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

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