

Komentarz na gorąco

Jak długi oddech od podwyżek?

30 kwietnia 2008

Zarówno decyzja Rady, jak i komunikat były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Brak podwyżki w tym miesiącu został uzasadniony zwiększonymi obawami odnośnie spowolnienia gospodarczego na świecie i w Polsce, oraz aprecjacja złotego. Dalecy jesteśmy jednak od stwierdzenia, że mamy do czynienia z końcem cyklu podwyżek stóp procentowych. Wydaje się, że Rada raczej potrzebuje czasu na dokładniejsze przeanalizowanie sytuacji, na podstawie większej ilości danych i czerwcowej projekcji inflacji. Dlatego też, podtrzymujemy naszą prognozę, że do kolejnej podwyżki dojdzie w czerwcu. Warto zauważyć, że niemalże wszystkie „jastrzębie” argumenty zostały w komunikacie powtórzone i Rada podtrzymuje restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Wydaje nam się, że branie przez rynek pod uwagę możliwości obniżek stóp w perspektywie 12 miesięcy jest nieco przedwczesne – inflacja tak szybko nie spadnie do celu, a spowolnienie nie będzie aż tak dotkliwe.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła dziś stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 5,75%. Warto przypomnieć, że jeszcze na początku miesiąca rynki finansowe wyceniały jeszcze możliwość podwyżki w kwietniu, po czym nastąpił znaczący spadek stawek na polskiej krzywej rentowności, szczególnie na jej krótkim końcu. Osłabienie oczekiwań na podwyżkę nastąpiło w wyniku słabszych od oczekiwań danych ekonomicznych. Dlatego też, reakcja rynku na dzisiejszą decyzję była dość umiarkowana.

Komunikat Rady również był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Pojawiły się dwa nowe istotne elementy, które uzasadniły przerwę w podwyżkach – spowolnienie na świecie z możliwymi konsekwencjami dla polskiej gospodarki oraz aprecjacja złotego. Z drugiej strony, Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej i wymieniła szereg argumentów „jastrzębich” (szybki wzrost płac, ryzyko efektów drugiej rundy, ryzyko utrzymania podwyższonej inflacji i oczekiwań inflacyjnych) – szczegóły w tabeli na następnej stronie.

Jakich ruchów w polityce pieniężnej można oczekiwać w najbliższych miesiącach i kwartałach? Nie zmieniamy naszej prognozy na jeszcze jedną podwyżkę, prawdopodobnie w czerwcu. Rada prawdopodobnie będzie chciała poczekać kilka miesięcy na dalszą ocenę sytuacji, zarówno jeśli chodzi o ścieżkę inflacji jak i perspektywy spowolnienia. Dodatkowo, w czerwcu będzie miał dostęp do danych kwartalnych o PKB za I kw. i do drugiej w tym roku projekcji inflacji NBP – te dwa elementy zostały wspomniane jako istotne przez Mariana Nogę (głosującego zwykle za podwyżkami) podczas dzisiejszej konferencji. Naszym zdaniem, sytuacja w gospodarce nie jest ani tak dobra, jak mogły to sugerować dane za styczeń-luty, ani tak kiepska jak wynikać by mogło z danych marcowych. Pomijając jednak dużą zmienność danych miesięcznych (w kwietniu spodziewamy się kolejnego odbicia produkcji i sprzedaży w górę, powyżej oczekiwań rynkowych), wydaje się, że trend średnioterminowy będzie wskazywał na spowolnienie. Wydaje się, że Rada Polityki Pieniężnej myśli podobnie. „Gołębi” członek RPP, Stanisław Nieckarz, powiedział na konferencji, że większość prognoz, którymi Rada dysponuje, wskazuje na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w ciągu tego roku, przy utrzymaniu dynamiki na stosunkowo wysokim poziomie. Przypomnijmy, że dwa miesiące temu zmieniliśmy nasze prognozy wzrostu gospodarczego w dół na drugą połowę 2008 roku oraz na 2009 - do poniżej 5%.

Dla rynku finansowego w najbliższym czasie kluczowa będzie publikacja prognozy inflacji Ministerstwa Finansów za kwiecień. Spodziewamy się dalszego, niewielkiego spadku inflacji do 4%, choć warto zaznaczyć, że średnie oczekiwania rynkowe wskazują na utrzymanie się jej na marcowym poziomie 4,1%. Naszym zdaniem, jest nawet niewielka szansa na spadek do 3,9% i gdyby tak niską prognozę pokazało Ministerstwo Finansów w poniedziałek, to rynek stopy procentowej zapewne umocniłby się jeszcze bardziej, z możliwą dalszą korektą na rynku walutowym. Naszym zdaniem jednak, zdecydowanie przedwcześnie jest aby ogłosić koniec cyklu zacieśnienia polityki

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

pieniężnej w przypadku dalszego spadku rentowności widzielibyśmy perspektywę ich ponownego wzrostu w najbliższych miesiącach. Podobnie w przypadku złotego, jego dalsze osłabienie będzie prawdopodobnie wykorzystywane do zabezpieczania przyszłych transakcji przez eksporterów, gdyż w perspektywie średnioterminowej polska waluta pozostaje w trendzie na aprecjację.

Wybrane fragmenty informacji RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z komunikatem marcowym)

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. **Dane, które napłynęły od ostatniego posiedzenia Rady sygnalizują jednak ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce, choć na razie trudno ocenić, czy obserwowane w marcu obniżenie niektórych wskaźników makroekonomicznych będzie mieć trwałe charakter. Najnowsze informacje dotyczące gospodarki Stanów Zjednoczonych potwierdzają wcześniejsze sygnały o znaczącym spowolnieniu aktywności w tej gospodarce. Utrzymuje się również niepewność co do skali obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro, a także jego wpływu na gospodarkę polską. W strefie euro oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego są obniżane. Jednocześnie nasilają się sygnały o znaczącym obniżeniu aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Utrzymuje się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej.**

Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższym okresie inflacja pozostanie powyżej górnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego, do czego w znacznym stopniu przyczyni istotny wzrost cen regulowanych.

W ocenie Rady, najnowsze dane makroekonomiczne sygnalizują, że w I poł. 2008 tempo wzrostu gospodarczego będzie **prawdopodobnie najprawdopodobniej** nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB. Ostatnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się bardzo wysokiej dynamiki zatrudnienia i wynagrodzeń oraz kształtowania się niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Prawdopodobne jest utrzymanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Podwyższona inflacja w nadchodzących miesiącach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a może być także spowodowana obejmującym gospodarkę światową i oddziałującym na polski rynek procesem wzrostu cen żywności i paliw. Rodzi to ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez utrzymującą się nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji, oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Ograniczaniu tej presji mogą sprzyjać procesy globalizacji i towarzyszący im wzrost konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej, przy ~~relatywnie stabilnym kursie złotego~~ **a także spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej.** Do ograniczenia presji inflacyjnej może się także przyczynić ~~spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej.~~ W kierunku obniżenia inflacji powinny również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP **oraz obserwowana w ostatnich kwartałach aprecjacja złotego.** Rada uznała jednak, że siła oddziaływania tych czynników może okazać się niewystarczająca do utrzymania inflacji na poziomie celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. 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 przy tym, że obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wobec zwiększonej niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a także gospodarki polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.** Rada będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.

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