

# Komentarz na gorąco

## Podwyżka jeszcze nie teraz

25 września 2008

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Ewentualna perspektywa szybkiego wejścia do strefy euro najwyraźniej nie miała jeszcze w tym miesiącu wpływu na decyzję, prawdopodobnie ze względu na brak precyzyjnego planu i formalnej decyzji rządu. Pomimo tego i przy spodziewanym głębszym spowolnieniu, co zostało uwzględnione w komunikacie, Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, nie wykluczając dalszych podwyżek. Wciąż wydaje się prawdopodobne, że stopy procentowe jeszcze wzrosną, a będzie to w dużej mierze zależało od wyników projekcji inflacji i PKB w przyszłym miesiącu. Ważną wskazówką nt. kolejnych decyzji RPP będą również *Założenia polityki pieniężnej na 2009 r.*, które będą opublikowane w najbliższych dniach i pokażą jak Rada odnosi się do deklaracji rządowych odnośnie szybkiego wprowadzenia euro i jakie to może mieć konsekwencje dla prowadzenia polityki pieniężnej.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała we wrześniu stopy procentowe bez zmian, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 6,00%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami, a jej ogłoszenie nie wywołało istotnej reakcji rynku. Kluczowa dla uczestników rynku była konferencja prasowa po posiedzeniu oraz oficjalny komunikat, w których Rada po raz pierwszy od czasu spotkania z rządem w połowie września miała okazję oficjalnie zabrać głos w sprawie akcesji do strefy euro.

Jeśli chodzi o treść komunikatu, była ona zbliżona do wersji sprzed miesiąca, choć jego wydźwięk był bardziej gołębi niż miesiąc wcześniej. Na uwagę zasługuje fakt, że znacznie mocniej niż do tej pory zaakcentowano ryzyko wyraźnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, zarówno w kraju jak i za granicą. Rada po raz pierwszy stwierdziła, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce prawdopodobnie obniży się poniżej wzrostu potencjalnego, dołączając ten fakt do listy czynników mogących obniżyć presję inflacyjną. Mimo większych niż przed miesiącem obaw o skalę spowolnienia gospodarki, RPP podtrzymała jednak ocenę, że w średnim okresie bardziej prawdopodobne jest, że inflacja będzie powyżej, a nie poniżej celu, jak również powtórzyła, że obniżanie inflacji w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Tym samym, utrzymane zostało nieformalne restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej. Rada uznała, że w pełniejszej ocenie sytuacji pomoże analiza kolejnych danych, jak również zapoznanie się z październikową projekcją inflacji i PKB.

W komunikacie RPP nie znalazło się bezpośrednie odniesienie do perspektyw przystąpienia Polski do strefy euro. Rada napisała jednak, że wyniki spotkania z rządem w tej sprawie zostały uwzględnione w przyjętych na posiedzeniu *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2009*. Zapytany o wpływ rządowych planów związanych z euro na politykę pieniężną, prezes NBP Sławomir Skrzypek powiedział, że „deklaracja, która miała miejsce, może zmienić postrzeganie procesów inflacyjnych, a co za tym idzie ścieżki stóp”. Co ważne, dodał równocześnie, że będzie to miało zasadniczy wpływ na decyzje RPP „jeżeli nastąpi formalna decyzja, co jeszcze nie miało miejsca”. Ujawnił też, że w *Założeniach...* również znalazły się zapisy „warunkowe” związane z wejściem do strefy euro. Sugeruje to, że perspektywa szybkiego wejścia do strefy euro na razie nie znalazła odzwierciedlenia w polityce pieniężnej, prawdopodobnie ze względu na niepewność towarzyszącą temu procesowi. Wydaje się jednak, że jeśli miałoby rzeczywiście dojść do przyspieszenia planów wejścia Polski do strefy euro, to dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej byłoby bardziej prawdopodobne. Pozostaje pytanie w którym momencie Rada nabierze wystarczającego przekonania, że ścieżka wejścia do euro w 2012 r. będzie realizowana. Być może nastąpi to po opracowaniu przez rząd harmonogramu działań (co wg zapowiedzi premiera ma nastąpić do połowy października). Warto jednak zauważyć, że Prezes NBP podkreślił, iż jego zdaniem wejście do systemu ERM2 nie powinno następować przed upewnieniem się, że okres pobytu w nim będzie najkrótszym z możliwych, co jest również związane z zapewnieniem o przeprowadzeniu koniecznych zmian prawnych (w tym zmiany konstytucji). Więcej szczegółów na ten temat znajdziemy prawdopodobnie w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2009, które zostaną* opublikowane w najbliższych dniach.

**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

Podwyżka stóp o 25 pb w październiku wciąż wydaje się możliwa. RPP zapewne po raz kolejny poważnie rozważała ją już w tym miesiącu, na co wskazuje m.in. wypowiedź Dariusza Filara („Cały czas uważam, że konieczna jest od jednej do dwóch podwyżek, niestety nie zrobiliśmy tego”). Dla wyniku posiedzenia październikowego ważne będą wyniki nowej projekcji inflacji, które pokażą na ile oczekiwane spowolnienie gospodarcze przełożyć się może na proces dezinflacji i czy obniżenie inflacji będzie wystarczające do spełnienia kryterium inflacyjnego w przypadku formalnego potwierdzenia deklaracji rządu o planie szybkiego wejścia do strefy euro.

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

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. **Dane, które napłynęły w ostatnim okresie sygnalizują, że – pomimo lepszych od oczekiwań danych o PKB w II kw. br. – tempo wzrostu gospodarczego może ulec wyraźnemu obniżeniu w kolejnych kwartałach.** 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

Zarówno dane o rachunkach narodowych, jak i pozostałe informacje dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro, wskazują na silniejsze niż oczekiwano **dalsze wyraźne** obniżanie się tempa wzrostu PKB w tym regionie. W Stanach Zjednoczonych, mimo korzystnych danych za II kw. br., w kolejnych kwartałach nadal oczekuje się spowolnienia aktywności gospodarczej **w kolejnych kwartałach. Dodatkowo nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w ostatnim okresie może pogłębić osłabienie wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.** Jednocześnie w wielu krajach nadal obserwowany jest **utrzymuje się** podwyższony, **choć obniżający się**, poziom inflacji. W ostatnim okresie **wyraźnie nadal** obniżały się ceny ropy naftowej na rynkach światowych, choć pozostają one na relatywnie wysokim poziomie.

W lipcu **sierpniu** roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce zwiększyło się do **było niższe od oczekiwań i utrzymało się na poziomie 4,8%**, pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, a także powyżej górnej granicy odchyień od celu, określonej na poziomie 3,5%. Na **wzrost utrzymanie się** inflacji **na podwyższonym poziomie** złożyły się przede wszystkim podwyższenie rocznej dynamiki **wysoka, choć obniżająca się, dynamika** cen żywności, **energii i paliw** oraz **wzrost dynamiki** cen części usług **i nośników energii**. 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 żywności oraz cen regulowanych, **w tym cen energii**.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego, **prawdopodobnie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego**, 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.

W średnim okresie do ograniczania presji inflacyjnej będzie 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 wytwarzania. W tym samym kierunku będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz wcześniejsza aprecjacja złotego.

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 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 w gospodarce polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie **oraz po zapoznaniu się z październikową projekcją inflacji i PKB.**

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. Rada będzie również analizować zmiany w otoczeniu polskiej gospodarki i ich wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Rada podjęła uchwałę w sprawie ustalenia Założeń polityki pieniężnej na rok 2009, w których uwzględniono wyniki spotkania Rady Polityki Pieniężnej z premierem i przedstawicielami Rządu w dniu 16 września 2008 r. dotyczącego możliwości przystąpienia Polski do strefy euro.

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