


Polska

Mateusz Szczurek, Główny Ekonomista  
+48 22 820 4698  
mateusz.szczurek@ingbank.pl

Rafał Benecki, Starszy Ekonomista  
+48 22 820 4696  
rafal.benecki@ingbank.pl

Grzegorz Ogonek, Ekonomista  
+48 22 820 4608  
grzegorz.ogonek@ingbank.pl

wtorek, 27 stycznia 2009

|  | Argumenty gołębie↓   | Argumenty jastrzębie↑  | Konkluzja ING  →  |
|--|--|--|--|
| <b>Nastawienie w polityce pieniężnej</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>„Wrażenie uciekającej spod stóp podłogi” - bardzo szybkie wchodzenie w recesję naszych partnerów handlowych i tej tendencji nie ma końca. Struktura wzrostu w Polsce za 3kw oraz bieżące dane za 4kw wskazują na szybsze spowolnienie niż w 2001 roku oraz głębszą korektę popytu krajowego niż można się było spodziewać.</li> <li>Wysoka premia płynnościowa (ok. 60pb) zawarta w stopach rynkowych oznacza niezależnie od RPP zacieśnienie polityki, podobnie większe restrykcyjność przy udzielaniu kredytów.</li> <li>Wysokie stopy zachęcają do oszczędzania a nie wydawania.</li> </ul>                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Od lipca złoty stracił 30%, to już daje rozluźnienie polityki pieniężnej (choć skala rozluźnienia kursowego jest ograniczana przez zahamowanie handlu zagranicznego).</li> <li>Zbyt agresywne obniżki mogą być sygnałem, że z gospodarką dzieje się bardzo źle.</li> <li>Polska nie doświadczyła kryzysu kredytowego, a wzrost nie spadł tak jak np. w USA czy Strefie Euro, nie ma potrzeby tak agresywnych ruchów.</li> </ul>   | <p>→ Wciąż następują korekty prognoz wzrostu w otoczeniu zewnętrznym. Agresywne obniżki dokonywane tamże, a w Polsce szybciej niż w przeszłości postępujące spowolnienie i głębsze od oczekiwań pogorszenie popytu krajowego skłaniają do zdecydowanych decyzji (-75pb) także ze strony RPP. Wciąż niepewne podejście RPP do słabego złotego, choć w grudniu Rada wreszcie uznała, że bronienie kursu stopami jest mało skuteczne a szybkie obniżki (chroniące wzrost i w efekcie budżet-przyp. ING) pomagają.</p> |
| <b>Inflacja</b>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Niska inflacja na świecie oraz ujemna luka popytowa w Polsce pozwolą na spadki inflacji bazowej w 2009 roku.</li> <li>Obecny poziom inflacji to „skamielina”: efekt przeszłych wzrostów cen żywności, paliw, cen regulowanych i usług rynkowych. Spadek inflacji cen paliw i żywności jest znaczący i wygląda na trwałą tendencję. Regulatorzy informują o znacznie mniejszych podwyżkach cen w 2009 roku, w efekcie powrót CPI do celu (2,5%/r) może nastąpić w połowie 2009.</li> <li>Podwyżki cen regulowanych to przy obecnej sytuacji na rynku pracy czynnik ograniczający siłę nabywczą a nie proinflacyjny.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja CPI jest wciąż powyżej środka celu, bazowa również na zbyt wysokim poziomie, a słaby kurs opóźni jej spadek.</li> <li>Ciągle widoczny jest pewien wpływ czynników popytowych na inflację (ceny usług rynkowych), podwyżki cen usług nierynkowych będą w 2009 roku wciąż znaczące.</li> <li>RPP ma w praktyce nowy cel inflacyjny – kryterium Maastricht. Jest to cel ruchomy i obniżający się w najbliższych kwartałach w związku z taniejącą ropą, żywnością i poważnym spowolnieniem gospodarczym w UE.</li> </ul> | <p>→ Ceny żywności i paliw mocno obniżają CPI. Popytowe źródła inflacji (np. ceny usług rynkowych) zaczynają słabnąć, a podwyżki cen regulowanych będą mniejsze niż wcześniej zapowiadane przyspieszając powrót inflacji do celu. Wzrost cen regulowanych i usług nierynkowych (komunalnych) to przy obecnej sytuacji na rynku pracy raczej czynnik ograniczający siłę nabywczą a nie proinflacyjny. CPI spadnie do (2,5%/r) już w połowie 2009.</p>   |
| <b>Wzrost gospodarczy</b>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>Wskaźniki wyprzedzające biją rekordy słabości, produkcja spada w tempie przekraczającym oczekiwania; portfel zamówień kurczy się.</li> <li>Bariera popytowa i utrudnienia w dostępie do kredytu ograniczają inwestycje. Problemy z finansowaniem dotyczą też konsumentów (dodatkowo zagrożonych zwolnieniami) a bez stabilnego wzrostu konsumpcji ryzyko recesji rośnie.</li> <li>Wcześniej poczynione wysokie nakłady inwestycyjne zwiększyły potencjalne PKB i moce produkcyjne są nadmierne.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Spowolnienie gospodarcze szczególnie w sferze konsumpcji jest mimo wszystko na razie łagodne, choć obecne.</li> <li>Ocenę spadku akcji kredytowej dla gospodarstw domowych utrudniają duże ruchy wartości złotego.</li> <li>Obniżki podatków w 2008-2009 roku i efekt wygładzania ścieżki konsumpcji podtrzymują jeszcze popyt wewnętrzny.</li> </ul>   | <p>↓ Spowolnienie w Europie, droższy kredyt i efekty szybkiego pogorszenia koniunktury na rynku pracy (skutkujące osłabieniem konsumpcji) przekładają się na spowolnienie w Polsce. Środki unijne i inwestycje publiczne mogą nie wystarczyć do utrzymania łącznej dynamiki inwestycji powyżej zera. Otworzenie dostępu do kredytu dla przedsiębiorstw i konsumentów wymaga redukcji stóp, tym bardziej że mechanizm transmisji nie działa normalnie.</p>  |
| <b>Rynek pracy</b>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>Spowolnienie w Wlk Brytanii, Irlandii, Hiszpanii, USA i wzrost bezrobocia w tych krajach już powodują powroty emigrantów i zwiększenie podaży pracy.</li> <li>Widoczne spowolnienie zatrudnienia i płac, dostosowania szybsze niż w 2001-2003 roku – potrzebna więc też szybsza reakcja po stronie stóp.</li> </ul>   | <p>Wzrost płac zbliżył się do dynamiki wydajności, presja płacowa pojawia się w niektórych branżach za sprawą negocjacji związkowych.</p>  | <p>→ Dynamika jednostkowych kosztów spada i przełożenie tego na ceny też maleje. Wzrost podaży i rosnące ryzyko utraty pracy powinny pomóc w zahamowaniu wzrostu płac i wyeliminowaniu rynku pracy spośród źródeł inflacji.</p>  |
| <b>Otoczenie zewnętrzne</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Recesja w strefie euro jest głównym czynnikiem hamującym wzrost gospodarki i cen w Polsce. Ceny ropy utrzymują się na niskich poziomach.</li> <li>Kryzys finansowy utrudnia dostęp do kapitału, dusi inwestycje na świecie i ich napływ do krajów wschodzących. Strefie euro grozi deflacja. EBC, SNB, BA agresywnie luzują politykę pieniężną.</li> <li>Obniżki stóp mogą stabilizować złotego przez poprawę perspektyw gospodarczych i kondycji budżetu.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Słabszy złoty grozi wzrostem cen importowych i przez to podsycaniem inflacji.</li> <li>EBC może wstrzymać się z obniżką w lutym, aby przywrócić się skutkom dotychczasowego luzowania.</li> </ul>   | <p>↓ Doświadczenia Węgier i Turcji pokazują, że znaczenie poziomu stóp na kurs walutowy zanika w zmienności kursowej, tym samym obniżka nie będzie przekładać się na osłabienie złotego. Szybko obniżając stopy Rada poprawia szanse na wcześniejsze odbicie gospodarki, tym bardziej że zderzenie ze ścianą recesji w otoczeniu zewnętrznym jest bardziej bolesne niż się spodziewaliśmy.</p>   |