

## Koniec wzrostu stóp nie jest przesadzony

**Krajowa gospodarka hamuje coraz wyraźniej, spadają oczekiwania inflacyjne, a przedsiębiorcy nie planując podwyżek płac. Nie daje to jednak gwarancji, że cykl wzrostu stóp procentowych mamy już za sobą.**

Po najświeższej porcji danych makro z krajowej gospodarki trudno o optymizm. Dynamika produkcji przemysłowej w czerwcu skurczyła się do zaledwie 2 proc. rok do roku w porównaniu z 7,4 proc. miesiąc wcześniej. Tym samym tempo wzrostu spadło do najniższego poziomu od 2009 roku. Gorsza koniunktura w kraju to pokłosie słabszej kondycji globalnej, a w szczególności europejskiej gospodarki. O zadyszce w krajach unii dobrze świadczy niedawne zachowanie wskaźników PMI. Indeksy w strefie euro oscylują już niemal na granicy demarkacyjnego poziomu 50 pkt., a to i tak głównie za sprawą Niemiec i Francji. Wskaźniki dla krajów peryferyjnych niejednokrotnie zanurkowały już poniżej 50 pkt.

Słabość koniunktury na świecie to skutek przede wszystkim dwóch czynników: wysokich cen ropy i żywności, które nie pozostają bez wpływu na zachowania konsumentów, a także trzęsienia w ziemi, które solidnie zachwiało łańcuchami produkcji. Wprawdzie, gdy oba problemy będą wygasać, jest spora szansa, że światowa gospodarka znów złapie oddech, niemniej jednak rekordy z końca 2010 roku zapewne pobite już nie będą.

Ciemniejsze chmury nad krajową gospodarką to jeden z kilku czynników, które sugerują mniejszą presję inflacyjną w najbliższych miesiącach. Ostatnie odczyty dynamiki sprawiają analitykom sporo niespodzianek. Inflacja wpięrow nieoczekiwanie skoczyła do 5 proc., by następnie skorygować się do 4,2 proc., choć ekonomiści spodziewali się średnio 4,8 proc. Spadek oczywiście jest imponujący, ale trudno zagwarantować kontynuację tej tendencji w przyszłości, gdyż sytuacja jest co najmniej niejednoznaczna. Za dalszymi niżkami inflacji przemawiają również skromniejsze oczekiwania inflacyjne, dyscyplina kosztowa przedsiębiorstw, a także fakt, że firmy nie planują w najbliższym czasie hojnych podwyżek płac. Z drugiej strony, inflacja cen producentów (PPI) utrzymuje się powyżej CPI, co z czasem będzie wywierać presję wzrostową. Dodatkowo, płacowa sytuacja na rynku pracy jest względnie stabilna, a ostatnie osłabienie złotego może przyczynić się do importu inflacji kosztów w najbliższych miesiącach.

Specyficzne perspektywy dotyczące inflacji znajdują swoje odzwierciedlenie w postawie Rady Polityki Pieniężnej. Z jednej strony RPP podtrzymuje stwierdzenie, że solidne zaostrożenie polityki monetarnej od początku roku powinno pozwolić inflacji powrócić do celu w średnim terminie. Takie podejście wspierane jest między innymi przez ostatnią publikację projekcji inflacji. Z drugiej strony, trzeba pamiętać, że obowiązująca retoryka wciąż jest dość restrykcyjna. W rezultacie, inwestorzy dyskontują obecnie jedną lub dwie podwyżki stóp procentowych do końca roku. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w takiej sytuacji wydaje się być utrzymanie się stawek WIBOR na stabilnym poziomie, być może z niewielką presją wzrostową na krótkim końcu.

Adam Zaremba  
Główny Ekonomista  
IDEA TFI