

Komentarz po Radzie

Oczy szeroko otwarte

9 listopada 2011

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie w listopadzie. Wydzwięk komunikatu, konferencji oraz nowa projekcja pozostały bez większych zmian, choć przez rynek zostały odebrane jako nieco „jastrzębie”. Ryzyko spowolnienia gospodarczego zostało przeciwstawione inflacyjnemu efektowi osłabienia złotego. Prezes Marek Belka podkreślił, że Rada z uwagą śledzi napływające informacje z gospodarki światowej i rynków finansowych (ma oczy szeroko otwarte). Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że obniżenie aktywności gospodarczej i wyraźny spadek inflacji skłoni Radę do redukcji stóp o 50pb w pierwszej połowie 2012 r. Pierwsza obniżka możliwa najwcześniej w marcu.

Zgodnie z oczekiwaniami, na listopadowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na 4,50%. Retoryka i opis sytuacji gospodarczej na świecie, ale również i w Polsce nie uległa większym zmianom. Odnosząc się do sytuacji na świecie Rada podkreśliła utrzymującą się niepewność co do rozwoju koniunktury w najbliższych kwartałach, wskazując na dalsze obniżanie prognoz wzrostu gospodarczego na 2012 r. przez instytucje międzynarodowe. Niepewność ta dotyczy również skali spowolnienia PKB głównych partnerów handlowych Polski. Rada wskazała również na utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych, co wiąże się nie tylko z ryzykiem spowolnienia gospodarczego na świecie, ale także z problemami fiskalnymi krajów peryferyjnych strefy euro. W przypadku oceny aktywności gospodarczej w kraju RPP podkreśliła, że w III kwartale utrzymał się relatywnie wysoki wzrost PKB, zbliżony do odnotowanego w II kwartale. Niemniej, napływające wskaźniki wyprzedzające koniunkturę wskazują na możliwość obniżenia aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Odnosząc się do inflacji RPP nadal oczekuje, że w nadchodzących miesiącach ceny konsumentów będą utrzymywały się na podwyższonym poziomie, głównie w wyniku wcześniejszych podwyżek cen surowców na rynkach międzynarodowych, gdy na początku 2012 r. można oczekiwać obniżenia inflacji ze względu na wygaśnięcie efektu podwyżek stawek VAT na początku br. Podsumowując, w ocenie Rady bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji jest zrównoważony – z jednej strony czynniki przemawiające za wzrostem inflacji to przede wszystkim kurs walutowy, a czynniki przemawiające za niższą inflacją to spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz dokonane podwyżki stóp w I połowie roku. Rada utrzymała „możliwość dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”.

Odnosząc się do ostatniej decyzji EBC obniżającej stopy procentowe, prezes NBP Marek Belka podkreślił nieporównywalność sytuacji gospodarczej w jakiej obecnie znajdują się kraje strefy euro z sytuacją gospodarczą w Polsce. Dotyczy to skali oczekiwanego spowolnienia gospodarczego oraz notowań złotego – zawirowania na rynkach finansowych mogą przyczynić się do dalszego osłabienia złotego, co będzie czynnikiem proinflacyjnym. Był to główny powód podwyższenia centralnej ścieżki inflacyjnej w latach 2012-2013. Według najnowszych prognoz ścieżka inflacyjna CPI pozostała na niezmiennym poziomie w tym roku (średnia prognoza na 4,05%) i wzrosła w latach 2012 i 2013 odpowiednio do 3,20% (z 2,75% w lipcu – środek przedziału) oraz 2,95% (z 2,60%). Odnosząc się do wzrostu gospodarczego, w tym roku prognoza została nieznacznie podwyższona do 4,0% (z 3,95% w lipcu – środek przedziału), gdy w latach 2012-2013 prognozy zostały nieco obniżone odpowiednio do 3,05% (z 3,20% w lipcu) oraz 2,75% (z 2,90%). Szczegóły zostaną opublikowane 15 listopada w nowym Raporcie Inflacyjnym.

Podsumowując, dzisiejsze posiedzenie nie zmieniło naszego bazowego scenariusza odnośnie stóp procentowych. Oczekujemy, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie w nadchodzących miesiącach. Spodziewamy się jednak, że spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz spadek inflacji do celu NBP skłonią Radę do obniżek stop procentowych w pierwszej połowie 2012 r. Naszym zdaniem, pierwsza obniżka stóp może mieć miejsce najwcześniej w marcu 2012 r. Reakcja rynku stopy procentowej była negatywna – inwestorzy odebrali komunikat i konferencję RPP jako „jastrzębie” i stawki wzrosły (również na skutek sytuacji na rynkach globalnych). Dalszy ruch w tym kierunku może przynieść publikacja inflacji we wtorek (spodziewamy się wyraźnego wzrostu, powyżej konsensusu).

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych *Raportach o inflacji*

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Paź 10	Mar 11	Lip 11	Lis 11	Paź 10	Mar 11	Lip 11	Lis 11
2011	3,3-5,5	3,3-5,1	3,0-4,9	3,7-4,3	2,5-3,5	2,8-3,7	3,7-4,4	3,9-4,2
2012	2,8-5,5	2,3-4,8	1,9-4,5	2,0-4,1	2,4-3,7	2,2-3,4	2,1-3,4	2,5-3,9
2013	-	1,7-4,4	1,5-4,3	1,5-4,0	-	2,1-3,7	1,8-3,4	2,2-3,7

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z październikiem)

Od poprzedniego posiedzenia Rady nadal pojawiały się sygnały osłabienia aktywności gospodarczej na świecie. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują na utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego. Również w strefie euro oraz niektórych gospodarkach wschodzących nastąpiło pogorszenie koniunktury wobec poprzednich kwartałów. **W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, w tym w szczególności w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w III kw. w Stanach Zjednoczonych, nie potwierdziły jednak jak dotychczas dalszego spowolnienia aktywności w tych gospodarkach. Jednocześnie obniżono zostały. Nadal obniżane były natomiast prognozy wzrostu gospodarczego dla wielu krajów na 2012 r., natomiast, a inflacja pozostała na podwyższonym poziomie. Zwiększone ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie wraz z utrzymującymi się problemami fiskalnymi w niektórych krajach powodują utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. Wobec podwyższonej awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych osłabiły się kursy walut krajów wschodzących, w tym kurs złotego. Utrzymuje się podwyższona niepewność co do rozwoju koniunktury światowej w najbliższych kwartałach, w tym co do skali spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski. Ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie wraz z problemami fiskalnymi niektórych krajów powodują utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. Ustalenia ze szczytu państw strefy euro sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach finansowych, jednak wobec wciąż niepewnej sytuacji w Grecji, awersja do ryzyka pozostaje podwyższona, co podtrzymuje zwiększoną zmienność cen aktywów, w tym kursów walutowych. Do zwiększonej zmienności cen aktywów nadal przyczyniała się duża nadpłynność na globalnych rynkach finansowych, związana z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych.**

Napływające dane informacje dotyczące Polski – w tym korzystne dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej – wskazują, iż w ostatnich miesiącach nastąpiło pogorszenie wskaźników koniunktury, co sygnalizuje możliwość obniżenia się aktywności gospodarczej ze w III kw. wzrost PKB był nadal relatywnie wysoki i prawdopodobnie zbliżony do odnotowanego w II kw. br. Jednocześnie w sierpniu przyspieszył wzrost produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, natomiast pewnemu zahamowaniu uległy tendencje wzrostowe w budownictwie. Jednocześnie, większość wskaźników koniunktury sygnalizuje możliwość pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, co związane jest w znacznym stopniu z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym obniżeniu się zatrudnienia. Stopa bezrobocia pozostaje na podwyższonym poziomie. Rośnie, choć wolniej niż wcześniej, akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, w tym w zakresie kredytów inwestycyjnych. Utrzymuje, utrzymuje się też relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych oraz ujemna roczna dynamika przy wciąż ujemnej rocznej dynamice kredytów konsumpcyjnych.

W sierpniu we wrześniu roczna inflacja CPI wzrosła obniżyła się do poziomu 4,3% 3,9%, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Podwyższenie Obniżenie** inflacji było związane ze wzrostem cen usług telekomunikacyjnych, który przyczynił się także do podwyższenia inflacji bazowej, oraz wzrostem cen energii z dalszym spadkiem cen żywności, mimo wciąż silnie rosnących cen energii. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii nieznacznie się obniżyła. Jednocześnie zwiększyła się dynamika cen nadal silnie rosły ceny produkcji sprzedanej przemysłu, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nieco wzrosły. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw obniżyły się.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych oraz występującym w ostatnich miesiącach osłabieniem kursu złotego. Wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r., będzie oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r.

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez ~~oczekiwane~~ obniżenie dynamiki nieco niższą dynamikę krajowego wzrostu gospodarczego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest natomiast wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane od początku w I połowie br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. 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. 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.