

Komentarz przed Radą

No i masz Rado placek!

7 maja 2012

Zmiany w komunikatach po ostatnich posiedzeniach Rady zwiększyły prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych już na najbliższym posiedzeniu. Pojawiły się nawet głosy, że przygotowując w komunikacie po kwietniowym posiedzeniu wszystkich na podwyżkę stóp już w maju, Rada właściwie ją zapowiedziała i teraz powinna ją dostarczyć, jeśli nie chce utracić wiarygodności. Naszym zdaniem, Rada rzeczywiście sama wytworzyła (niepotrzebnie) na siebie presję, jednak jednocześnie dość jednoznacznie wskazała w kwietniu warunki, których spełnienie oznaczałoby, że nie musi wcale dojść do podwyżki stóp. W naszej ocenie, warunki te zostały spełnione – spadek inflacji poniżej 4% i, co ważniejsze, słabe lub bardzo słabe dane z gospodarki (z wyjątkiem sprzedaży detalicznej) – więc nie zakładamy podwyżki stóp, choć zapewne będzie ona głosowana i decyzja będzie „na styku”. Spodziewamy się, że nawet jeśli nie dojdzie do podwyżki, to Rada utrzyma „jastrzębie” nastawienie i nie będzie znaczących zmian w komunikacie. Z kolei, jeśli do podwyżki dojdzie to najciekawsze będzie jej uzasadnienie w kontekście projekcji inflacji NBP zakładającej powrót inflacji do celu, oraz w świetle raportu koniunktury NBP pokazującego niewielką presję płacową (niskie ryzyko efektów drugiej rundy).

Komunikacja RPP przygotowała na podwyżkę...

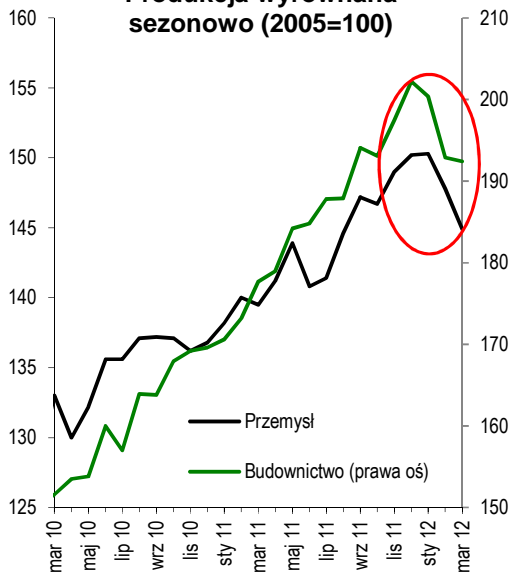
Od dwóch miesięcy oficjalne komunikaty RPP zawierały wyraźną zmianę retoryki, sugerując, że wyceniane jeszcze niedawno przez rynek obniżki stóp procentowych nie będą miały miejsca. Przez wiele miesięcy, po zakończeniu cyklu podwyżek w pierwszej połowie 2011 roku, Rada nie wykluczała dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Odbywało się to w warunkach oczekiwanego spowolnienia gospodarczego, przy inflacji wciąż wyraźnie powyżej celu. Po tym gdy dane opublikowane na początku tego roku wciąż nie pokazywały spowolnienia, a inflacja utrzymywała się na wysokim poziomie, Rada zaostrzyła w marcu ton komunikatu (szczegóły w tabeli obok). Stało się wówczas jasne, że przy takim nastawieniu Rady i przy zmianie ścieżki inflacji, trudno spodziewać się złagodzenia polityki pieniężnej (przestaliśmy wówczas zakładać obniżki stóp, choć nie wszyscy uczestnicy rynku postąpili podobnie). Niemniej, choć tempo wzrostu gospodarczego utrzymywało się powyżej 4%, to z punktu widzenia inflacji jego struktura nie powinna, naszym zdaniem, spędzać snu z powiek członkom RPP, ze względu na wyraźne spowolnienie konsumpcji prywatnej. Było to związane ze zmianą sytuacji na rynku pracy, która nie stwarza dużego ryzyka dla wystąpienia efektów drugiej rundy. Jednocześnie, od początku tego roku mamy do czynienia z wyraźnym trendem spadkowym inflacji bazowej. Pomimo tego, w kwietniu Rada ponownie zaostrzyła ton komunikatu, przygotowując rynek na możliwość podwyżki stóp, nawet na majowym posiedzeniu. Jak się później okazało, podwyżka była głosowana już w kwietniu z trzema głosami poparcia dla wniosku. W świetle powyższych zmian w komunikacji, trudno będzie uznać podwyżkę stóp (jeśli nastąpi) za zaskoczenie, choć wciąż trwały będą zapewne dyskusje czy zacieśnienie monetarne w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych jest pożądane, szczególnie biorąc pod uwagę politykę pieniężną prowadzoną przez główne banki centralne.

OD LIPCA 2011 DO LUTEGO 2012	Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.
MARZEC 2012	Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie
KWIECIEŃ 2012	Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.

... ale postawione warunki konieczne do braku podwyżki zostały spełnione

Wedle komunikacji Rady, podwyżka będzie rozważana w maju, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie koniunktury i jednocześnie perspektywy inflacji nie poprawią się. Zakładając spójność i konsekwencję w komunikacji, nie jest zatem istotne czy Rada „zapowiedziała” podwyżkę w maju, tylko czy warunki powyższe zostały spełnione. Zapowiedź podwyżki, jeśli tak mielibyśmy interpretować komunikat, była zapowiedzią warunkową. Czy zatem mieliśmy w ostatnim czasie sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie? Naszym zdaniem, zdecydowanie tak (szczegóły w tabeli poniżej).

Produkcja wyrównana sezonowo (2005=100)

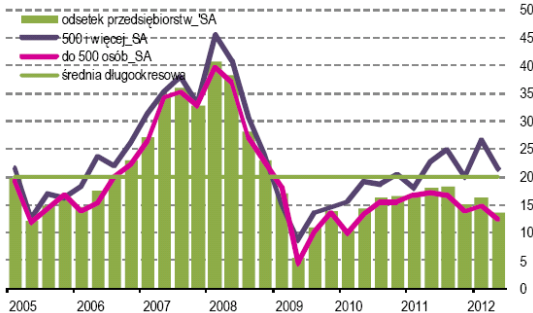


Zmienna	Ostatnio	Poprzednio	2011 (śr.)	Komentarz
PMI	49,2	50,1	52,3	Indeks PMI spadł poniżej 50 punktów, co oznacza kurczenie się przetwórstwa. Nowe zamówienia spadły najmocniej od trzech lat (słabnący popyt z państw europejskich).
Produkcja przem.	0,7	4,8	7,0	Odsezonowane dane pokazują, że od kilku miesięcy indeksy produkcji przemysłowej i budowlanej spadają (wykres obok). Spadek liczby nowych zamówień sugeruje dalsze osłabienie produkcji. Produkcja samochodów jest najsłabsza od kilku lat. Z kolei ograniczenie inwestycji publicznych będzie miało negatywny wpływ na tempo wzrostu sektora budowlanego w kolejnych miesiącach.
Produkcja przem. (sa)	3,9	5,6	7,3	
Produkcja bud.	3,5	12,0	16,0	Sytuacja na polskim rynku pracy systematycznie pogarsza się od połowy 2011 r. Bezrobocie jest najwyższe od pięciu lat, stabilizacja zatrudnienia w całej gospodarce (LFS) spadek w sektorze przedsiębiorstw.
Produkcja bud. (sa)	8,3	11,4	16,6	
Zatrudnienie	0,5	0,5	3,3	Płace rosną w umiarkowanym tempie, nieznacznie przewyższającym inflację. Nie widać efektów drugiej rundy.
Płace	3,8	4,3	4,9	
Sprzedaż detaliczna	10,7	13,7	11,2	Sprzedaż detaliczna wciąż notuje dość dobre tempo wzrostu, ale może to być efekt przeniesienia popytu do dużych sklepów (dane o obrotach w handlu detal. pokazują spowolnienie).
CPI	3,9	4,3	4,3	CPI utrzymuje się na podwyższonym poziomie, ale za wzrost cen w znacznym stopniu odpowiadają czynniki podażowe (paliwa, nośniki energii, wyższe akcyzy, leki refundowane, jajka). Inflacja bazowa jest zbliżona do celu inflacyjnego, co sugeruje brak presji popytowej na wzrost cen.
Inflacja bazowa	2,4	2,6	2,4	

Ryzyko efektów drugiej rundy niewielkie

To spowolnienie gospodarcze oznacza, że perspektywy powrotu inflacji do celu w średnim terminie ulegają poprawie, co zresztą pokazuje dość wyraźnie projekcja inflacyjna Narodowego Banku Polskiego. Cóż, wysokie ceny żywności czy podwyżka cen gazu, to nie są argumenty za podwyżką stóp, podobnie jak podwyżka cen jajek lub paliw. No chyba, że Rada naprawdę obawia się efektów drugiej rundy. Ale do tego wypadałoby, naszym zdaniem, podać jakąś bardziej przekonującą argumentację. Szczególnie w sytuacji, gdy badania koniunktury w sektorze przedsiębiorstw (prowadzone przez NBP) pokazują, że presja płacowa utrzymuje się na niskim poziomie, a odsetek przedsiębiorstw zamierzających zwiększyć wynagrodzenia kształtuje się poniżej średniej dla lat 2005-12. Podobne wnioski przynosi nasza analiza dotycząca ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Wynika z niej, że po nasileniu ryzyka powstania spirali płacowo-cenowej w 2011 roku, mamy obecnie do czynienia ze spadkiem poniżej długoterminowej średniej. Analiza ta jest aktualizacją przedstawionej w raporcie miesięcznym MAKROskop w kwietniu 2011, która to potwierdzała wówczas słuszność cyklu podwyżek (a nawet to, że podwyżki w 2011 były spóźnione).

Odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki wynagrodzeń oraz odsetek pracowników objętych podwyżkami



Źródło: NBP, Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2012

Wydaje się, że głównym argumentem za podwyżką w chwili obecnej, według niektórych członków Rady, jest chęć zbudowania antyinflacyjnej reputacji i wiarygodności. Naszym zdaniem jednak, w chwili obecnej podwyżka byłaby pójściem drogą na skróty (podwyższona inflacja = wyższe stopy), drogą łatwiejszą, choć niekoniecznie optymalną. Trudniej zapewne byłoby Radzie przyjąć na siebie odpowiedzialność tłumaczenia szerszemu gronu odbiorców (nie tylko rynek finansowy) dlaczego inflacja jest podwyższona, dlaczego nie powinno się to przekładać na wyższe oczekiwania inflacyjne i dlaczego podwyżka stóp procentowych w chwili obecnej mogłaby mieć niepożądany procykliczny charakter. W takim tonie wypowiadali się ostatnio niektórzy członkowie Rady, w tym jej przewodniczący na tydzień przed kwietniowym posiedzeniu, jednak pytanie czy będą oni stanowili większość na majowym posiedzeniu.

Jaki rozkład głosów w Radzie?

Trudno powiedzieć, czy interpretacja ostatnich danych przez RPP będzie taka jak nasza. Wydaje nam się, że dane te nie przekonają tych członków, którzy głosowali za podwyżką już w kwietniu. Pytanie ilu może do nich dołączyć, aby stworzyć większość przeważającą podwyżkę.

Jastrzębie	... i pozostali członkowie
<p>Jan Winiecki (19 kwietnia) Należę do tych, którzy uważają, że zdecydowanie za długo i na za wysokim poziomie zagnieździła się u nas inflacja. (16 kwietnia) Moja ocena jest taka, że przy obecnym poziomie inflacji i jej uporczywości, ten poziom stóp procentowych jest poziomem nieco zbyt niskim. (...) Uważam, że powinniśmy w tych sprawach zareagować.</p> <p>Andrzej Rzońca (16 kwietnia) Oceniam ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu, przy braku zmian w polityce pieniężnej, jako wyraźnie wyższe niż szanse na jej spadek poniżej celu w horyzoncie najśliszszego oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. Inflacja utrzymuje się powyżej moich przewidywań sprzed kilku miesięcy i w scenariuszu bazowym nie widzę czynników, które bez zmiany w polityce pieniężnej mogłyby ją obniżyć do oczekiwanej wtedy przeze mnie ścieżki.</p> <p>Adam Glapiński (26 marca) Podtrzymuję w całości swoją poprzednią opinię (dotyczącą konieczności podwyżki stóp). W moim przekonaniu kwiecień jest właściwym momentem. (Perspektywy powrotu inflacji do celu) nie są satysfakcjonujące.</p> <p>Andrzej Kaźmierczak (30 kwietnia) Lista czynników ryzyka jest nie tylko długa, ale one wręcz rosną, zwiększając zagrożenie spowolnieniem gospodarczym. To chyba pierwszy raz, kiedy na tydzień przed posiedzeniem nie jestem zdecydowany, co zrobić. (...) To posiedzenie jest kluczowe, ponieważ ryzyko popelnienia błędu jest duże. (19 marca) Możliwe jest zaostrenie polityki pieniężnej, w celu przeciwdziałania efektom drugiej rundy.</p> <p>Zyta Gilowska (16 marca) Warto pamiętać, że realna podstawowa stopa procentowa jest bardzo niska, bliska zeru. RPP utrzymuje ten poziom dlatego, że nadal jest szansa na schodzenie stopy inflacji w pobliże celu inflacyjnego w niezbyt odległej perspektywie. Jeśli jednak ta perspektywa się wydłuży, to prawdopodobieństwo podwyżek stóp wzrasta.</p>	<p>Marek Belka (13 kwietnia) Jest wysoce prawdopodobne, że na najbliższym posiedzeniu będziemy rozważać zacieśnienie polityki pieniężnej. Czy się na to zdecydujemy, trudno mi powiedzieć.</p> <p>Andrzej Bratkowski (23 kwietnia) W tej chwili nie widzę potrzeby podwyżki stóp w maju, mało prawdopodobne wydaje się, abym zobaczył taką potrzebę w czerwcu. Uważam, że Rada powinna poczekać 2-3 miesiące, żeby sytuacja się wyklarowała, a póki co o jakiegokolwiek presji inflacyjnej ze strony czynników krajowych nie ma mowy. Polityka monetarna powinna być antycykliczna, a nie procykliczna, a podwyżka stóp byłaby ewidentnie procykliczna.</p> <p>Elżbieta Chojna-Duch (19 kwietnia) W takich warunkach, kiedy inflacja jest pod wpływem czynników podażowych, mimo utrzymywania się jej uporczywie na podwyższonym poziomie, podwyżka stóp procentowych nie ma merytorycznego uzasadnienia.</p> <p>Jerzy Hausner (18 kwietnia) To, że w tym roku będziemy mieli do czynienia ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego jest oczywiste, ale podstawowym pytaniem jest, jaka będzie skala tego spowolnienia. (17 kwietnia) To, nad czym naprawdę powinniśmy się zastanowić, to są rzeczy dziejące się w gospodarce, żeby nie było sytuacji, że zrobimy ruch zaostrający, a potem będziemy się z niego wycofywać.</p> <p>Anna Zielińska-Giębocka (26 kwietnia) To osłabienie wzrostu nie jest tak mocne, żeby zrezygnować z myślenia o podwyżce. Uporczywość inflacji jest bardzo duża i osobiście uważam, że wymaga reakcji (...) Jeśli Rada miałaby zareagować (...) to lepiej to zrobić wcześniej niż później. Moim zdaniem, trzeba jeszcze rozważyć argumenty za i przeciw. Jeszcze nie podjęłam decyzji w tej sprawie. (16 kwietnia) Najważniejszą dla nas informacją będą dane o produkcji przemysłowej i budowlanej oraz na temat wynagrodzeń i zatrudniania. Inflacja bazowa i oczekiwania inflacyjne także będą miały znaczenie.</p>

Tylko niektórzy członkowie RPP są w swoich wypowiedziach jednoznaczni, ale powyższy zestaw wypowiedzi pokazuje, że RPP jest dość równo podzielona na zwolenników podwyżki i tych, którzy woleliby jeszcze poczekać obawiając się popełnienia błędu. Co ciekawe, zwykle jastrzębi Andrzej Kaźmierczak ostatnio złagodził swój ton (wypowiedź z 30 kwietnia), a z kolei wcześniej niechętna podwyżkom Anna Zielińska-Głębocka (wciąż niezdecydowana) uważa, że uporczywie wysoka inflacja wymaga reakcji (26 kwietnia).

Zakładając, że Rada jest konsekwentna i za słowami powinny pójść czyny (zarówno na poziomie indywidualnym, jak i zbiorowym), to wydaje nam się, że na majowym posiedzeniu nie powinno dojść do podwyżki stóp. Wbrew niektórym interpretacjom, nie oznaczałoby to wcale zmniejszenia wiarygodności RPP (idąc tropem rozumowania, że skoro zapowiedzieli, to powinni podwyższyć). Wprost przeciwnie, jeśli Rada oczekiwała na sygnały z gospodarki, które mogłyby ją powstrzymać od podwyżki, to otrzymała ich naprawdę sporo. Czy te sygnały są trwałe i po majowym posiedzeniu będzie można ogłosić brak ryzyka podwyżek? Nie wydaje nam się. Sytuacja gospodarcza jest na tyle niepewna, że Rada utrzyma zapewne jastrzębie nastawienie, a kolejne dane płynące z gospodarki przesądzą o jej decyzjach RPP w czerwcu i lipcu. W sierpniu Rada jak zwykle ma przerwę, a we wrześniu (w danych sierpniowych) będzie już widoczne na tyle trwałe spowolnienie, że będzie mogło dojść do zmiany tonu komunikatu.

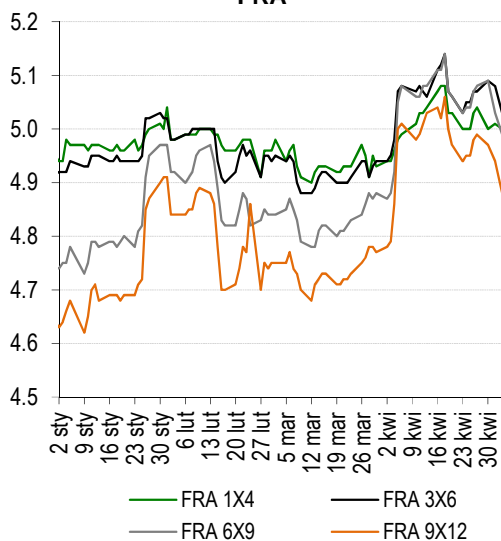
Możliwe scenariusze i reakcja rynku

Według ankiety Gazety Giełdy Parkiet, nieznaczna większość ekonomistów z krajowych instytucji oczekuje, że stopy procentowe pozostaną w maju bez zmian. W przypadku analityków instytucji zagranicznych, ten podział jest zapewne podobny, choć ostatnio kilka z nich zmieniło prognozę. Na rynku finansowym, stawki FRA wyceniają pewną szansę na podwyżkę, jednak różnica pomiędzy stawką WIBOR 3M, a FRA 1X4 czy 3X6 wynosi co najwyżej kilkanaście punktów bazowych. Co ciekawe, stawka 9X12 jest obecnie poniżej stawek krótkoterminowych, co oznacza, że rynki wyceniając możliwość takiego scenariusza, że po podwyżce stopy referencyjnej przez RPP, w horyzoncie 9 miesięcy dojdzie do jej obniżki.

Naszym zdaniem, niezależnie od tego czy na posiedzeniu w tym tygodniu dojdzie do podwyżki czy też nie, komunikat Rady będzie stosunkowo jastrzębi, nie wykluczając podwyżek w przyszłości, w zależności od napływających danych. Nie sądzimy więc, aby w scenariuszu podwyżki komunikat miał zasugerować, że to tylko jednorazowy ruch, a w scenariuszu braku podwyżki, że ryzyka podwyżki już nie ma.

Tak więc, jeśli podwyżka nastąpi, to krótki koniec krzywej rentowności przesunie się wyraźnie w górę i rynek zacznie wyceniać kolejną podwyżkę w czerwcu-lipcu. Jeśli do podwyżki nie dojdzie, co jest naszym bazowym scenariuszem, nastąpi spadek stawek FRA i obligacji dwuletnich, jednak nie powinien to być duży ruch, ze względu na utrzymane ryzyko podwyżki na następnym posiedzeniu. Co więcej, prognozujemy, że dane o inflacji kwietniowej (publikacja 15 maja) mogą być nieprzyjemną niespodzianką (znowu 4% lub powyżej) i mogą spowodować dalszy wzrost stawek rynkowych. Powinien być to jednak krótkotrwały ruch, bo kolejne dane płynące z gospodarki potwierdzą, że presja popytowa na ceny nie jest i nie będzie w najbliższym czasie wysoka.

FRA





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.