

Komentarz po Radzie

Projekcja PKB i CPI w dół, stopy bez zmian

4 lipca 2012

Tak jak się spodziewaliśmy, dzisiejsze posiedzenie RPP pozostawało w cieniu oczekiwania na spotkanie Europejskiego Banku Centralnego. Dość wcześnie ogłoszona decyzja nie wywołała reakcji rynku, choć brak sugestii nadchodzących obniżek na konferencji spowodował pewną korektę na rynku FRA. Rada „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”, nie sądzimy jednak, aby miało to nastąpić. Tym bardziej, że nowa projekcja PKB i CPI nie uzasadnia zacieśnienia polityki pieniężnej – głębsze niż poprzednio zakładano spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego oraz spadek inflacji do celu w średnim terminie. Nasze prognozy są zbliżone do wyliczeń NBP. Zakładamy stopy NBP bez zmian do końca tego roku. Wydaje nam się, że w przyszłym roku możliwa byłaby obniżka stóp procentowych w scenariuszu spowolnienia gospodarki do ok. 2%. Dla rynku stopy procentowej kluczowe będą nadchodzące dane o inflacji, które naszym zdaniem mogą przynieść „jastrzębią” niespodziankę. W sierpniu RPP nie spotyka się, więc nie będzie mogła na to zareagować.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian w lipcu, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 4,75%. Taka decyzja była powszechnie oczekiwana i nie wywołała reakcji rynku. Komunikat wciąż zawierał „jastrzębie” elementy, Rada „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu”, a podczas konferencji prasowej Prezes NBP powiedział, że za wcześnie, aby można było mówić o neutralnym nastawieniu w polityce pieniężnej. Prezes powiedział wręcz, że do pełnej normalizacji stóp procentowych (czyt. możliwej kolejnej podwyżki) trochę brakuje, jednak sytuacja makroekonomiczna wymaga, aby z tą normalizacją poczekać. Cóż, nam nieustannie wydaje się, że można (trzeba) było również poczekać z krokiem w kierunku normalizacji, który nastąpił na posiedzeniu majowym. Perspektywa Rady też się zapewne zmieniła od tamtego czasu (choć nie wiemy w jakim stopniu). Dał temu wyraz Prezes NBP w ostatniej swojej wypowiedzi podczas konferencji: „jeśli porównamy sytuację dzisiaj do tej sprzed dwóch miesięcy, to obecnie mamy większe obawy o tempo wzrostu gospodarczego, a mniejsze obawy o inflację”.

W komunikacie RPP zwróciła uwagę na dalsze stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego, a nowa projekcja PKB i CPI pokazała nieco niższą ścieżkę wzrostu gospodarczego (głębsze spowolnienie w 2013) i spadek inflacji do celu w średnim terminie (szczegóły w tabeli poniżej). W takich warunkach trudno oczekiwać zacieśnienia polityki pieniężnej. Tym bardziej, że Prezes NBP potwierdził, że inne prognozy (eksperskie) pokazują podobny scenariusz do nowej projekcji inflacji.

Naszym zdaniem, pomimo wciąż wysyłanych „jastrzębich” sygnałów przez RPP, stopy procentowe pozostaną bez zmian w kolejnych miesiącach roku. Przybierające na sile spowolnienie w krajowej gospodarce i widoczny zastój na rynku pracy powodują, że ryzyko efektów drugiej rundy jest niewielkie, a jednocześnie zwiększa się ryzyko realizacji bardziej negatywnych niż do tej pory przewidywano scenariuszy wzrostu na świecie. Wydaje nam się, że w przyszłym roku możliwa byłaby obniżka stóp procentowych w scenariuszu spowolnienia gospodarki do ok. 2%.

Po komunikacie i konferencji prasowej na rynku stopy procentowej nastąpiła korekta (FRA w górę ok. 5 pb), co wynikało z braku sygnałów odnośnie możliwych obniżek stóp, które rynek wyceniał już pod koniec tego roku. Ta korekta może się pogłębić po danych o inflacji (13-go lipca), które naszym zdaniem mogą przynieść „jastrzębią” niespodziankę. Jak pisaliśmy w dzisiejszym porannym raporcie, prognozujemy wyraźny wzrost inflacji do 4,4% (konsensus 4,1%). Podczas konferencji prasowej Prezes NBP również zasugerował, że eksperckie prognozy inflacji na czerwiec w NBP wskazują na „wyraźny” wzrost rocznego wskaźnika CPI. W sierpniu RPP ma przerwę w posiedzeniach i nie spotyka się, więc nawet gdyby tymczasowo wysoka czerwcowa inflacja mogła ich ponownie wystraszyć (czyt. pogorszyć perspektywy powrotu do celu), to nie będzie szansy na reakcję Rady.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

| | Wzrost PKB | | | | Inflacja CPI | | | |
|-------------|------------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|
| | Lip 11 | Lis 11 | Mar 12 | Lip 12 | Lip 11 | Lis 11 | Mar 12 | Lip 12 |
| 2012 | 1,9-4,5 | 2,0-4,1 | 2,2-3,8 | 2,3-3,6 | 2,1-3,4 | 2,5-3,9 | 3,6-4,5 | 3,6-4,2 |
| 2013 | 1,5-4,3 | 1,5-4,0 | 1,1-3,5 | 1,0-3,2 | 1,8-3,4 | 2,2-3,7 | 2,2-3,6 | 2,0-3,4 |
| 2014 | x | x | 1,9-4,4 | 1,7-4,2 | x | x | 1,2-3,0 | 1,0-2,7 |

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 czerwcem)

Napływające dane sygnalizują stabilizację aktywności **osłabienie koniunktury** w gospodarce światowej na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost gospodarczy **aktywności** w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie **aktywność pogarsza się koniunktura** gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących nieznacznie się osłabiła. Inflacja na świecie, pomimo pewnego obniżenia, pozostaje podwyższona. Od ostatniego posiedzenia Rady pogorszyły się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, co było głównie związane z nasileniem obaw o sytuację gospodarczą niektórych krajów strefy euro. **Oslabienie tendencji wzrostowych w gospodarce światowej przyczynia się do spadku cen surowców. Spadek dynamiki cen energii, a w niektórych krajach – również cen żywności, oddziałuje w kierunku obniżenia się inflacji na świecie.** Mimo utrzymującej się niepewności dotyczącej sytuacji w strefie euro, nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych **ustabilizowały się w ostatnich tygodniach.** Pogorszenie nastrojów przyczyniło się to do **depresji i aprecjacji kursów większości walut** gospodarek wschodzących, w tym złotego, **a także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych.**

W Polsce dane o PKB potwierdziły, że **wzrost gospodarczy stopniowo się obniża.** W I kw. br. stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszył wolniejszy niż w poprzednim kwartale wzrost inwestycji. Obniżyła się także dynamika polskiego eksportu oraz importu. Dane miesięczne o produkcji w przemyśle i budownictwie, a także o sprzedaży detalicznej w kwietniu wskazują na możliwość dalszego obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego. **produkcji i sprzedaży detalicznej w maju były lepsze od oczekiwań.** Jednak łączna dynamika produkcji i sprzedaży w pierwszych miesiącach II kw. **była niższa niż w poprzednim kwartale, co wraz z utrzymywaniem się relatywnie niskich wskaźników koniunktury przedsiębiorstw potwierdza, że następuje dalsze stopniowe spowolnienie wzrostu gospodarczego.** Według Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności w I kw. br. nadal rosła liczba pracujących w gospodarce. Mimo wzrostu liczby pracujących stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej, co wynikało ze zwiększenia się liczby osób aktywnych zawodowo. Równocześnie przyspieszył nieco wzrost wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw. Wzrost dynamiki wynagrodzeń w I kw. przy obniżeniu się dynamiki PKB wpłynął na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Kwietniowe dane dotyczące przedsiębiorstw wskazują jednak na obniżanie się dynamiki zatrudnienia oraz wynagrodzeń w tym sektorze. **W maju utrzymała się niska dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia pozostała na podwyższonym poziomie. Nadal w umiarkowanym tempie rosły wynagrodzenia w przedsiębiorstwach.** W kwietniu nadal rosła akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, choć dynamika kredytu dla firm obniżyła się. **Jednocześnie osłabiła się nieco dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw.** Jednocześnie wciąż malała dynamika kredytu **W dalszym ciągu spowalniała też akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, na co złożył się dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych oraz obniżanie się tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych.**

W maju inflacja CPI wzrosła w kwietniu obniżyła się do 4,0% 3,6%, pozostając wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Wzrosła Obniżyła się również inflacja bazowa, a także oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie **utrzyma przejściowo wrośnie, utrzymując się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego, do czego będzie się przyczyniać wysoka dynamika cen administrowanych, a także niższy niż w ubiegłym roku poziom kursu złotego.** Jednak w średnim okresie **spowolnienie wzrostu gospodarczego następujące w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej oraz dokonanego w tym i ubiegłym roku podwyższenia stóp procentowych NBP będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu.** Taką ocenę wspiera również lipcowa projekcja inflacji i PKB. **W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.**

Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby perspektywy powrotu inflacji do celu uległy pogorszeniu.

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.