

Komentarz po Radzie

Wciąż czekają. Tylko na co?

5 września 2012

Po przerwie wakacyjnej Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, decydując się tylko na zmianę tonu komunikatu. Jak powiedział Prezes NBP Marek Belka, zmiana ta „otworzyła możliwość obniżki stóp”, jednak Rada nie zasugerowała jednoznacznie i nie zapowiedziała obniżki stóp już w październiku (przynajmniej nie w taki sposób jak zapowiadała majową podwyżkę w kwietniu). Zapewne decyzja na kolejnym posiedzeniu będzie zależała od nadchodzących danych i nie można wykluczyć redukcji stóp dopiero w listopadzie, gdy RPP pozna nową projekcję PKB i CPI. Naszym zdaniem obniżka stóp procentowych już teraz byłaby jak najbardziej zrozumiała, uzasadniona obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą w zakresie PKB i inflacji. Najwyraźniej RPP preferuje stopniowe zmiany parametrów niezależnie od tego, że perspektywy gospodarcze zmieniły się znacząco od ostatniego posiedzenia, które odbyło się w lipcu (co potwierdził Prezes NBP podczas konferencji). Podtrzymujemy prognozę, że w IV kwartale stopy NBP obniżone zostaną o 50 pb (pierwszy ruch o 25 pb raczej za miesiąc – oczekujemy słabych danych za sierpień), a na początku przyszłego roku stopa referencyjna spadnie do 4%. Będzie temu sprzyjał scenariusz dalszego spowolnienia gospodarki i spadku inflacji.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 4,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami ekonomistów (nikt nie prognozował obniżki w ankietach Parkietu i Reutersa), ale rynek finansowy wycenił możliwość obniżki stóp już teraz. Nawiązując więc do słów Prezesa NBP Marka Belki sprzed paru dni, że Rada raczej nie zaskoczy swoją decyzją, można powiedzieć, że trudno było taką obietnicę zrealizować. W efekcie decyzji na rynku stopy procentowej doszło do korekty o kilka punktów bazowych na krótkim końcu krzywej (FRA), a złoty zyskał do euro. Ten kierunek zmian był kontynuowany po ogłoszeniu komunikatu i wydaje nam się, że zobaczymy go również jutro, przynajmniej przed konferencją EBC.

W komunikacie Rada złagodziła ton. Cóż, podtrzymywanie lipcowego stwierdzenia o możliwości dalszych podwyżek wyglądałoby raczej groteskowo. Jak powiedział Prezes NBP Marek Belka, zmiana w dzisiejszym komunikacie „otworzyła możliwość obniżki stóp”, jednak ton komunikatu nie sugeruje jednoznacznie i nie zapowiada obniżki stóp już w październiku (przynajmniej nie w taki sposób jak zapowiadał majową podwyżkę w kwietniu). Zapewne decyzja na kolejnym posiedzeniu będzie zależała od nadchodzących danych. Ponieważ naszym zdaniem dane będą dość słabe i potwierdzą spowolnienie, to dajemy większą szansę na obniżkę na kolejnym posiedzeniu. Nie można jednak wykluczyć redukcji stóp dopiero w listopadzie, gdy RPP pozna nową projekcję PKB i CPI. Wówczas, opublikowane przed listopadowym posiedzeniem dane wrześniowe będą już tak kiepskie, że Rada raczej nie będzie miała wyjścia (a może wówczas obniży stopy nawet o 50pb). Naszym zdaniem, obniżka stóp procentowych już teraz byłaby jak najbardziej zrozumiała, uzasadniona obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą w zakresie PKB i inflacji. Najwyraźniej dla większości członków RPP bieżąca inflacja jest istotną przeszkodą żeby zdecydować się na obniżkę stóp. Niemniej w kontekście słów Prezesa Belki, że Rada chciałaby utrzymywać dodatnie realne stopy procentowe, warto zauważyć, że było miejsce na obniżkę nawet przy zachowaniu tego warunku – stopa referencyjna 4,75%, inflacja 4%. Po raz kolejny RPP wykazuje się polityką backward-looking pomimo tego, że większość prognoz (również projekcja NBP) wskazuje na spadek inflacji w średnim terminie. Nie da się jednak zbyt długo uciekać od rzeczywistości ekonomicznej, więc utrzymujemy prognozę, że w IV kwartale stopa referencyjna spadnie o 50 pb i kolejne 25 pb w I kw. 2013.

Najwyraźniej RPP preferuje stopniowe zmiany parametrów niezależnie od tego, że perspektywy gospodarcze zmieniły się znacząco od ostatniego posiedzenia, które odbyło się w lipcu (co potwierdził Prezes NBP podczas konferencji). Prezes powiedział na konferencji, że jedną z dobrych cech polityki pieniężnej jest jej stabilność, przewidywalność i brak gwałtownych skoków. Cóż, niepotrzebną podwyżką w maju RPP nawarzyła sobie piwa, które w końcu trzeba będzie wypić (i stopy obniżyć), a wstrzymywanie się z tym ruchem nie sprawi, że będzie to

przyjemniejsze. Wprost przeciwnie. Nie wydaje nam się, aby stopniowo trzeba było przygotowywać obserwatorów polityki pieniężnej na decyzje, których wszyscy powszechnie się spodziewają. No chyba, że Rada sama chce się na to przygotować... My zwróciłibyśmy uwagę na „najważniejszą cechę” polityki pieniężnej wspomnianą przez Prezesa Belkę na dzisiejszej konferencji – „opieranie decyzji na średnioterminowych perspektywach”. Nie możemy się oprzeć wrażeniu, że trochę tego ostatnio brakuje.

Ostatnim istotnym elementem poruszonym podczas konferencji prasowej był wątek dotyczący kursu złotego. Prezes Belka powiedział, że decyzje w polityce pieniężnej trzeba „wpasować w sytuację na rynku walutowym”, oczywiście nie tyle w kontekście wpływania na poziom kursu (byłoby to zapewne dość trudne), ale w kontekście ewentualnego „destabilizowania” sytuacji. Cóż, być może obserwowane ostatnio osłabienie złotego zniechęciło dziś RPP do obniżki stóp w obawie przed dalszą deprecjacją. Przed nami szereg wydarzeń politycznych w Europie oraz jutrzejsze posiedzenie EBC, które jednak mogą mieć większy wpływ na kurs niż ewentualna obniżka o 25 pb.

Podsumowując, RPP zrobiła dziś wymagane absolutne minimum – dostosowała ton komunikatu do zmieniającego się otoczenia gospodarczego. Najwyraźniej, spadający popyt krajowy to wciąż za mało, aby łagodzić politykę pieniężną i Rada potrzebuje więcej informacji. Naszym zdaniem, dane napływające w ciągu najbliższego miesiąca mogą skłonić Radę do obniżki w październiku, ale najbliższe dni mogą przynieść kontynuację korekty agresywnych obniżek wycenianych przez rynek gdyż komunikat był mniej „gołębi” niż spora część uczestników rynku (szczególnie tych wyceniających obniżki) zakładała.

Na konferencji Prezes NBP powiedział również, że na dzisiejszym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała nad Załoženiami Polityki Pieniężnej na rok 2013, jednak nie pojawił się temat zmiany celu inflacyjnego ponieważ nie podniósł go żaden z członków. Elżbieta Chojna-Duch wspominała wcześniej w mediach taką możliwość.

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

Napływające dane sygnalizują osłabienie koniunktury w gospodarce światowej. **Aktywność gospodarcza na świecie pozostaje na niskim poziomie.** Stagnacji **Recesji** w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie pogarsza się koniunktura gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących. Osłabienie 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. **W II kw. obniżył się wzrost gospodarczy w krajach wschodzących. Niższe tempo aktywności gospodarczej na świecie sprzyjało obniżeniu się inflacji w wielu krajach.** Mimo utrzymującej się niepewności dotyczącej sytuacji w strefie euro, nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych ustabilizowały się w ostatnich tygodniach. Przyczyniło się to do aprecjacji kursów większości walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. **Jednocześnie wzrosły istotnie ceny surowców rolnych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych.**

Dane o PKB w Polsce wskazują, że wzrost gospodarczy w II kw. spowolnił silniej niż oczekiwano. Obniżeniu uległa zarówno dynamika konsumpcji, jak i tempo wzrostu inwestycji, w tym inwestycji przedsiębiorstw. Istotny ujemny wkład do wzrostu PKB miała zmiana stanu zapasów. Zmniejszyło się również tempo wzrostu eksportu, jednak ze względu na jednoczesny spadek importu wkład eksportu netto był głównym czynnikiem wzrostu PKB. Osłabieniu wzrostu gospodarczego towarzyszyło pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw. W Polsce, dane o **Jednocześnie wzrost produkcji przemysłowej i oraz sprzedaży detalicznej w maju lipcu były lepsze od oczekiwań wyższy niż średnio w II kw., jednak towarzyszyło temu utrzymanie spadku produkcji budowlano-montażowej.** 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. W maju utrzymała się niska dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, **Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności w II kw. wyhamował wzrost liczby pracujących, a stopa bezrobocia pozostała na podwyższonym poziomie była wyższa niż rok wcześniej, głównie ze względu na dalszy wzrost liczby osób aktywnych zawodowo.** Nadal w umiarkowanym tempie rosły wynagrodzenia w przedsiębiorstwach. **Jednocześnie obniżyła się dynamika wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw.** Jednocześnie osłabiła się nieco dynamika **Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszyło stopniowe osłabianie się dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw.** W dalszym ciągu spowalniała też akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, na co złożył się **dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych oraz obniżanie się tempa wzrostu niższa dynamika kredytów mieszkaniowych, w tym spadek kredytów walutowych. Mimo to w I kw. nastąpił dalszy spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych.**

Po przejściowym wzroście w czerwcu, w maju lipcu inflacja CPI obniżyła się do 3,6% **4,0%**, pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Obniżyła się również inflacja bazowa **po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na niezmiennym poziomie. a także Równocześnie, utrzymały się podwyższone oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.**

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja **prawdopodobnie przejściowo wzrośnie, utrzymując się powyżej górnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy**

w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce. Czynnikiem ryzyka dla obniżenia inflacji jest obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen surowców na rynkach światowych. 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.

Jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada nie wyklucza dalszego rozważenia 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.