

Komentarz po Radzie

Co się odwlecze...

3 października 2012

Choć pisaliśmy w ostatnich raportach o sporym ryzyku utrzymania stóp bez zmian, to jednak prognozowaliśmy, że uda się znaleźć większość do poparcia obniżki stóp procentowych na październikowym posiedzeniu. Tym bardziej, że było to uzasadnione w świetle przewidywań dotyczących przyszłej inflacji i tempa wzrostu gospodarczego. Podobnie uważała większość uczestników rynku i dlatego też po dzisiejszej decyzji wzrosły rynkowe stopy procentowe i wzmocnił się złoty. Uważamy, że najbliższe informacje płynące z gospodarki potwierdzą trwałość osłabienia koniunktury a ryzyko nasilenia presji inflacyjnej będzie ograniczone. Ponieważ tymi czynnikami RPP uwarunkowała obniżkę, spodziewamy się jej w listopadzie (o 25 pb) i kolejnych dwóch do końca I kw. Wówczas też opublikowana będzie nowa projekcja CPI i PKB, która może pomóc niektórym członków RPP dołączyć do zwolenników łagodzenia polityki. Niemniej, argumentacja mówiąca o odkładaniu decyzji o obniżce ze względu na moment tej publikacji nie do końca nas przekonuje. Gdyby ten dokument i projekcje były tak ważne w podejmowaniu decyzji, to obniżkę powinniśmy zobaczyć po publikacji lipcowego raportu, a w świetle marcowego raportu nie powinno dojść do podwyżki stóp w maju.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła na październikowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 4,75%). Większość analityków (18 na 21 w ostatniej ankiecie Gazety Giełdy Parkiet) spodziewało się obniżki stóp procentowych o 25 pb w tym miesiącu. Taki scenariusz był również wyceniany przez instrumenty rynku pieniężnego. W efekcie, tuż po ogłoszeniu decyzji nastąpił wyraźny wzrost stawek FRA (7-12pb) i rentowności obligacji na krótkim końcu krzywej (6pb), a złoty umocnił się o ok. 3 grosze. My również zakładaliśmy, że RPP zdecyduje się już teraz na rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej (co byłoby w naszej ocenie jak najbardziej uzasadnione w świetle przewidywań dotyczących przyszłej inflacji i tempa wzrostu gospodarczego), wskazując jednocześnie w naszych opracowaniach na spore ryzyko dla tego scenariusza. Mimo wywiadu, jakiego udzielił w ub. tygodniu Prezes NBP Marek Belka, sugerującego rychłe rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, zdawaliśmy sobie sprawę, że „zebranie większości (5 głosów) za obniżką może nie być łatwe, bo na niektórych członkach RPP ostatnie słabe dane najwyraźniej nie zrobiły dużego wrażenia” (patrz: [Tygodnik ekonomiczny 1-7 października 2012](#)).

Ton komunikatu po posiedzeniu RPP uległ dalszemu złagodzeniu. Rada odnotowała postępujące spowolnienie gospodarcze za granicą, czynniki sprzyjające obniżeniu inflacji na świecie, a także sygnały osłabienia koniunktury w krajowej gospodarce. Spodziewane jest stopniowe obniżanie inflacji w najbliższych kwartałach, mimo wciąż obecnego ryzyka ze strony wysokich cen surowców na świecie. Modyfikacji uległo ostatnie, kluczowe zdanie komunikatu, w którym RPP stwierdziła, że dokona złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury, a ryzyko nasilenia presji inflacyjnej będzie ograniczone. To bardzo wyraźna zapowiedź, że na kolejnym posiedzeniu główne stopy procentowe najprawdopodobniej zostaną obniżone. Prezes NBP potwierdził na konferencji, że celem Rady przy zmianie tego fragmentu było „wzmocnienie przekazu”, zapowiadającego możliwość złagodzenia polityki pieniężnej. Marek Belka powiedział też, że jednym z powodów, dla których decyzja o obniżce stóp nie zapadła już w tym miesiącu, jest chęć upewnienia się co do tendencji w zakresie wzrostu gospodarczego i inflacji, m.in. poprzez zapoznanie się z wynikami nowej projekcji NBP.

Ciekawe, że obecnie RPP tak bardzo zależy na zapoznaniu się z nowymi wynikami projekcji NBP, podczas gdy wyniki jej dwóch ostatnich aktualizacji najwyraźniej nie zostały obdarzone przez członków Rady nadmiernym zaufaniem. Przypomnijmy, że już marcowa projekcja NBP wskazywała na znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego i spadek inflacji w 2013 r., a jeszcze dobitniej pokazywała to aktualizacja lipcowa. Przez ostatnie pół roku wskazania projekcji nie były wyznacznikiem dla decyzji RPP, a prezes Belka kilkakrotnie podkreślał, że istnieją też inne opracowania i prognozy (być może lepsze), które Rada bierze pod uwagę. Skąd zatem teraz to

powracające przywiązanie do projekcji? Być może zbyt szybkie cofnięcie niefortunnej majowej podwyżki stóp byłoby w ocenie niektórych członków otwartym przyznaniem się do błędu i potrzebne są argumenty, aby to wrażenie zamaskować. Marek Belka pytany na konferencji o to, czy majowa decyzja o podwyżce stóp nie była błędem, odpowiedział, że w jego ocenie nie. Trudno jednak podzielić tą opinię.

Dane makroekonomiczne za wrzesień, które RPP pozna przed kolejnym posiedzeniem, będą wg naszych prognoz wyglądały naprawdę fatalnie, co znacznie ułatwi Radzie podjęcie decyzji o obniżce stóp w listopadzie. Nadal spodziewamy się, że do końca I kwartału 2013 stopa referencyjna może zostać obniżona do 4,0%. Marek Belka powiedział na konferencji, że przestrzeń do obniżki stóp można wywnioskować na podstawie intencji RPP do pozostawienia realnych stóp procentowych na dodatnim poziomie. Jest to spójne z zakładaną przez nas skalą złagodzenia polityki – realne stopy procentowe są obecnie na poziomie ok. 1% (choć warto zauważyć, że mogą wzrosnąć na skutek spadku inflacji i oczekiwań inflacyjnych).

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

Dostępne informacje wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w III kw. pozostaje utrzymuje się na niskim poziomie. Recesji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost aktywności w Stanach Zjednoczonych. **W II kw. obniżył się wzrost gospodarczy. Jednocześnie w wielu krajach wschodzących ma miejsce dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. Uwzględniając niekorzystne perspektywy wzrostu gospodarczego, we wrześniu banki centralne największych gospodarek rozwiniętych dokonały dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, głównie poprzez ogłoszenie zwiększenia dotychczasowych lub rozpoczęcia nowych programów tzw. luzowania ilościowego. Zwiększenie ekspansji monetarnej przez główne banki centralne przyczyniło się do pewnej poprawy nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, sprzyjając wzrostowi cen niektórych aktywów finansowych. Jednocześnie wobec pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie zahamował wzrost cen surowców na rynkach światowych. Choć niższe tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyjało obniżeniu się inflacji w wielu krajach, to wciąż relatywnie wysoki poziom cen surowców oddziałuje w kierunku utrzymania jej na podwyższonym poziomie w wielu krajach. W ostatnim okresie nastąpiła pewna poprawa nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co sprzyjało wzrostowi cen niektórych aktywów finansowych oraz napływowi kapitału na rynki wschodzące. Jednocześnie wzrosły istotnie ceny surowców rolnych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych.**

Dane o PKB aktywności gospodarczej w Polsce w lipcu i sierpniu, w tym 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. Jednocześnie wzrost produkcji przemysłowej, **utrzymujący się spadek produkcji budowlano-montażowej oraz dalsze obniżenie sprzedaży detalicznej w lipcu był wyższy niż średnio w II kw., jednak towarzyszyło temu utrzymanie spadku produkcji budowlano-montażowej, sygnalizują kontynuację osłabienia koniunktury w III kw.** Również oceny dotyczące koniunktury pozostają niekorzystne. Według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności w II kw. wyhamował wzrost liczby pracujących, a stopa bezrobocia była wyższa niż rok wcześniej, głównie ze względu na dalszy wzrost liczby osób aktywnych zawodowo. Jednocześnie obniżyła się dynamika wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw. **Także dane z rynku pracy, w tym spadek zatrudnienia i niski wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnąca stopa bezrobocia, sygnalizują możliwe osłabienie popytu ze strony sektora prywatnego. Wskazuje na to również pogorszenie się większości wskaźników koniunktury.** 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 w tym dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych, oraz niższa dynamika kredytów mieszkaniowych, w tym spadek kredytów walutowych. Mimo to w I kw. nastąpił dalszy spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych. utrzymanie umiarkowanego wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.**

Po przejściowym wzroście w czerwcu, w lipcu sierpniu inflacja CPI ponownie się obniżyła (do 4,0% 3,8%), pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie obniżyła się inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na niezmiennym poziomie. Równocześnie, utrzymały się podwyższone oczekiwania inflacyjne. Nastąpił także pewien spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach kwartałach inflacja będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce, **jednak do końca bieżącego roku pozostanie ona powyżej celu inflacyjnego 2,5%.** Czynnikiem ryzyka dla obniżenia inflacji jest obserwowany w ostatnim okresie **wzrost cen surowców na rynkach światowych.** W średnim okresie spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu, **choć ryzykiem dla obniżenia inflacji pozostają wysokie ceny surowców na rynkach światowych.** Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Jeśli napływające informacje, **w tym listopadowa projekcja NBP,** będą potwierdzały dalsze trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada **rozważy dostosowanie dokona złagodzenia polityki pieniężnej.**

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.