

Komentarz po Radzie

Lepiej późno niż później

7 listopada 2012

W końcu nastąpiło to, co od jakiegoś czasu wydawało się nieuniknione – Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe. Obniżka wyniosła tylko 25 pkt bazowych, czyli w praktyce stopa referencyjna wróciła do poziomu sprzed kontrowersyjnej podwyżki stóp w maju. W komunikacie wyraźnie zwrócono uwagę na spowolnienie gospodarcze, co znalazło odzwierciedlenie również w nowej projekcji NBP. Oprócz obniżenia prognozy wzrostu gospodarczego, obniżono również projekcję inflacji, nawet poniżej celu w średnim terminie. Rada stwierdziła, że „jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, Rada dokona dalszego złagodzenia polityki pieniężnej”. Według nas, niewątpliwie to nastąpi, a kolejny krok o 25 pb będzie miał miejsce już w grudniu. Dużą szansę takiemu scenariuszowi dał również Prezes NBP Marek Belka. Głównym czynnikiem, który nie pozwolił RPP na bardziej znaczące łagodzenie polityki pieniężnej jest wciąż podwyższony poziom inflacji. Ponieważ oczekujemy jej dalszego spadku (do celu w lutym), a spowolnienie będzie kontynuowane, w 2013 zobaczymy dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Choć podczas konferencji członkowie RPP starali się studzić oczekiwania na wyraźne łagodzenie polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas scenariusz gospodarczy na najbliższe miesiące widzimy ryzyko, że stopy NBP będą obniżone nieco bardziej niż nasza dotychczasowa prognoza mówiąca o cyklu łącznie 75 pb.

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w związku z czym od jutra stopa referencyjna NBP będzie wynosiła 4,50%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Jest również wywiązaniem się RPP z warunkowej zapowiedzi zawartej w komunikacie po październikowym posiedzeniu. Polityka pieniężna została złagodzona, ponieważ napływające dane ekonomiczne w ocenie Rady „potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej”. Jednocześnie, wyniki listopadowej projekcji NBP potwierdziły, że wzrost PKB będzie hamował i w najbliższych latach będzie poniżej poziomu potencjalnego, natomiast inflacja w najbliższych miesiącach powróci do celu, a w średnim okresie może nawet być poniżej celu.

Ton komunikatu stał się zdecydowanie bardziej gołębi w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Najwyraźniej ostatnia seria negatywnych danych oraz wyniki projekcji NBP przekonały w końcu większość członków RPP do tego, o czym my przekonywaliśmy od dłuższego czasu – że rozwój sytuacji ekonomicznej w kolejnych kwartałach będzie znacznie mniej optymistyczny niż do tej pory oceniali. W komunikacie znalazła się też wyraźna zapowiedź, że listopadowa obniżka jest najprawdopodobniej początkiem cyklu łagodzenia polityki (o ile kolejne dane potwierdzą trwałość osłabienia koniunktury, a ryzyko nasilenia presji inflacyjnej pozostanie ograniczone, co naszym zdaniem jest wysoce prawdopodobne). Prezes NBP Marek Belka powiedział, że prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp w grudniu jest „dostyc znaczne”. O tym, w jakim stopniu zmieniło się stanowisko Rady świadczy chociażby zdanie komunikatu, wg którego obniżka „oddziałuje w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i **ogranicza ryzyko spadku inflacji poniżej celu** w średnim okresie”. Do tej pory głównym zmartwieniem Rady było ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu, teraz stara się zmniejszyć ryzyko jej spadku poniżej.

Z drugiej strony, w czasie konferencji prasowej członkowie RPP starali się nieco studzić oczekiwania co do skali możliwych obniżek stóp. Marek Belka podkreślił, że bieżąca inflacja jest nadal bardzo wysoka, a Andrzej Rzońca zwrócił uwagę, że w ocenie większości członków RPP różnica między prawdopodobieństwem tego, że inflacja będzie poniżej, a powyżej celu, nie jest duża. Andrzej Kaźmierczak stwierdził, że koszty dezinflacji zostały już poniesione i łatwo to zniszczyć, potwierdził też ostrożne podejście Rady do luzowania polityki pieniężnej ze względu na „pozostające ryzyka”. Najwyraźniej bieżące dane inflacyjne są nadal ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje RPP (mimo jednoznacznie gołębiich wniosków z projekcji). Ponieważ jednak wg naszych prognoz CPI będzie szybko spadać w najbliższych miesiącach (już w lutym lekko poniżej 2,5%), stanowisko Rady może ulec dalszemu złagodzeniu, a skala obniżek może być w sumie nieco większa niż zakładana przez nas do tej pory. Jeśli

RPP obniży stopy w grudniu, do kolejnej dojsć może w styczniu, po czym RPP poczeka na kolejną marcową projekcję inflacji i PKB, od której uzależnione będą dalsze ewentualne ruchy. Jeśli nasz scenariusz zakładający dołek koniunktury w I kwartale 2013 zmaterializuje się, nie wydaje się, aby było miejsce na więcej niż jeszcze trzy obniżki stóp po 25pb (łącznie 100 pb w cyklu).

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

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)

Dostępne informacje **Napływające dane** wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w III kw. br. **utrzymuje utrzymała** się na niskim poziomie. **Recesji w strefie euro towarzyszy jedynie umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej był prawdopodobnie zbliżony do zera, a w Stanach Zjednoczonych – mimo pewnego przyspieszenia – pozostał umiarkowany.** Jednocześnie w wielu krajach **największych gospodarkach** wschodzących ma miejsce dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, **po wielu kwartałach spowalniania, dynamika aktywności prawdopodobnie ustabilizowała się na niskim – jak na te kraje – poziomie.** 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 **niska aktywność gospodarcza** na świecie sprzyja obniżeniu się inflacji, to wciąż relatywnie wysoki poziom cen surowców oddziałuje w kierunku utrzymania jej na podwyższonym poziomie w wielu krajach. **Po wcześniejszej poprawie, nastroje inwestorów na międzynarodowych rynkach finansowych nieznacznie się pogorszyły. Równocześnie niektóre banki centralne obniżyły stopy procentowe.**

Dane o aktywności gospodarczej w Polsce w lipcu i sierpniu, w tym wyhamowywanie wzrostu **W Polsce we wrześniu nastąpił spadek** produkcji przemysłowej, utrzymujący się spadek produkcji budowlano-montażowej oraz dalsze obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej **(w ujęciu realnym), a także pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej,** sygnalizują kontynuację osłabienia **Dane o aktywności gospodarczej były gorsze od oczekiwani i potwierdziły dalsze osłabienie** koniunktury w III kw. Także dane z rynku pracy, w tym **utrzymujący się** spadek zatrudnienia, i niski wzrost **obniżająca się dynamika** płac w sektorze przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnąca stopa bezrobocia, sygnalizują **brak presji płacowej oraz prawdopodobne dalsze możliwe** osłabienie popytu ze strony sektora prywatnego. Wskazuje na to również **dalsze** pogorszenie się większości wskaźników koniunktury. Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszy stopniowe osłabianie się dynamiki akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, w tym dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych, oraz **utrzymanie umiarkowanego spowolnienie** wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw.

W sierpniu **We wrześniu** inflacja CPI ponownie się obniżyła (do wyniosła 3,8%), pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie, **nadal** obniżała się inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii **oraz dynamika cen produkcji, co potwierdza obniżanie się presji popytowej.** Nastąpił także pewien spadek oczekiwań inflacyjnych **W ostatnich miesiącach obniżyły się również oczekiwania inflacyjne** gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, **napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej.** w najbliższych 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%. 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. **Jednocześnie zgodnie z listopadową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, wzrost PKB w najbliższych latach będzie utrzymywać się poniżej dynamiki produktu potencjalnego. Zgodnie z projekcją w najbliższych kwartałach inflacja powróci do celu, natomiast w średnim okresie może obniżyć się poniżej celu.**

Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP. **Obniżenie stóp procentowych oddziałuje w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ogranicza ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie.**

Jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada dokona **dalszego** 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.