

# Komentarz po Radzie

## I jeszcze jeden, i jeszcze raz...

5 grudnia 2012

**Zgodnie z oczekiwaniami RPP obniżyła stopy po raz drugi z rządu o 25pb, podtrzymując zapowiedź kontynuacji cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Najprawdopodobniej w styczniu czeka nas kolejna redukcja o 25 pb. Dalszych obniżek stóp spodziewamy się po aktualizacji przez NBP projekcji inflacji i PKB w marcu. Stopa referencyjna NBP może w efekcie zostać obniżona do kwietnia do 3,5%.**

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe drugi raz z rządu o 25 pb, w wyniku czego od jutra stopa referencyjna NBP będzie wynosić 4,25%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami, aczkolwiek część inwestorów obstawiała głębszą redukcję stóp, dlatego – tak jak zakładaliśmy – po ogłoszeniu wyniku posiedzenia nastąpiła korekta na rynku stopy procentowej i umocnienie złotego.

Komunikat opublikowany po posiedzeniu RPP był bardzo zbliżony do tego sprzed miesiąca. Rada odnotowała, że ostatnie dane potwierdziły wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej, osłabienie presji płacowej i inflacyjnej, oraz przyznała, że widzi ryzyko obniżenia inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Powtórzono zostało ostatnie zdanie komunikatu z listopada, zapowiadające dalsze obniżki stóp procentowych, o ile kolejne dane będą potwierdzały słabość koniunktury i brak ryzyka nasilenia presji inflacyjnej.

Tym samym, RPP zapowiedziała kontynuację w kolejnych miesiącach cyklu obniżek stóp rozpoczętego w listopadzie. Nadal uważamy, że kolejna obniżka stóp jest bardzo prawdopodobna już w styczniu, co zresztą dał do zrozumienia Prezes NBP Marek Belka stwierdzając (pół serio) w czasie konferencji prasowej, że Rada ciężko pracuje i nie może sobie pozwolić na przerwę w łagodzeniu polityki pieniężnej w kolejnym miesiącu. Pytany o to, czemu nie zdecydowano się od razu na obniżkę głębszą niż 50 pb Belka powiedział, że większość członków RPP opowiada się za gradualistycznym podejściem do zmian parametrów polityki pieniężnej: ich zdaniem zmiany stóp powinny być dokonywane stopniowo, „chyba, że w gospodarce dzieje się coś strasznego”. Tymczasem w ocenie RPP obecna sytuacja w gospodarce jest poważna i nie powinna być bagatelizowana, ale nadal nie jest to stan dramatyczny. Belka stwierdził, że odejście od polityki dodatnich stóp procentowych (za którą obecnie opowiada się większość członków Rady) byłoby możliwe w sytuacji „wyjątkowego kryzysu”. Niemniej, w jego ocenie scenariusz recesyjny w Polsce jest mało prawdopodobny.

W sumie, ani decyzja RPP ani jej uzasadnienie nie zmieniają w istotny sposób naszych przewidywań dotyczących perspektyw polityki pieniężnej: spodziewamy się, że po kolejnej obniżce stóp procentowych o 25pb w styczniu Rada zdecyduje się na krótką pauzę, w oczekiwaniu na wyniki kolejnej projekcji inflacji i PKB (które będą dostępne w marcu). Jednak informacje o dalszym spowolnieniu gospodarczym i spadku inflacji skłonią zapewne RPP do kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej. Obecnie zakładamy, że stopa referencyjna NBP może do kwietnia powrócić do 3,5%, rekordowo niskiego poziomu, do którego obniżyła ją RPP poprzedniej kadencji w reakcji na światowy kryzys gospodarczy z 2009 r.

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

Napływające dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie ~~w III kw. br. utrzymała~~ **się** na niskim poziomie. ~~W strefie euro wzrost gospodarczy był prawdopodobnie zbliżony do zera, a w Stanach Zjednoczonych – mimo pewnego przyspieszenia – pozostał umiarkowany w III kw. wzrost gospodarczy wprawdzie przyspieszył, jednak w strefie euro utrzymała się recesja. Jednocześnie~~ **Równocześnie**, w największych gospodarkach wschodzących, ~~po wielu kwartałach spowalniania, dynamika aktywności prawdopodobnie ustabilizowała~~ **aktywność gospodarcza kształtowała** się na niskim – jak na te kraje – poziomie. Choć niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji, to **wcześniejsze wzrosty cen surowców i ich** wciąż relatywnie wysoki poziom ~~een surowców oddziałują~~ **ją** w kierunku utrzymania ~~jej~~ **się inflacji** na podwyższonym poziomie w wielu krajach. ~~Pe~~ **wcześniejszej poprawie**, nastroje inwestorów na międzynarodowych rynkach finansowych ~~nieznacznie się pogorszyły. Równocześnie niektóre banki centralne obniżyły stopy procentowe. W ostatnich tygodniach awersja do ryzyka na światowych rynkach finansowych ustabilizowała się, a ceny surowców nieznacznie wzrosły.~~

W Polsce ~~we wrześniu nastąpił spadek produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej (w ujęciu realnym), a także pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej. Dane o PKB w III kw. potwierdziły wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej były gorsze od oczekiwań i potwierdziły dalsze osłabienie koniunktury w III kw. Pogłębił się spadek popytu krajowego, na który złożyło się obniżenie inwestycji oraz wyhamowanie wzrostu konsumpcji. Równocześnie wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB pozostał ujemny. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał eksport netto, co było związane z dalszym spadkiem importu, przy wciąż dodatniej dynamice eksportu. Napływające dane miesięczne, w tym utrzymująca się niska dynamika produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, a także spadek produkcji budowlano-montażowej, wskazują na wciąż niską dynamikę aktywności na początku IV kw. Także dane z~~ **Oslabieniu koniunktury towarzyszy pogorszenie sytuacji** na rynku pracy, w tym utrzymujący się spadek zatrudnienia, obniżająca się dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw oraz stopniowo rosnąca stopa bezrobocia, sygnalizują brak presji płacowej oraz prawdopodobnie dalsze osłabienie popytu ze strony sektora prywatnego. **W III kw. obniżyła się dynamika zatrudnienia w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie wzrosła stopa bezrobocia. Spadek dynamiki zatrudnienia oraz wzrost bezrobocia przyczyniły się do wyhamowania wzrostu płac.** Wskazuje na to również dalsze pogarszanie się większości wskaźników koniunktury. Spowolnieniu gospodarczemu towarzyszy stopniowe osłabianie dynamiki **Równocześnie w ostatnich miesiącach dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych dalej osłabiła się, w tym dalszy spadek nadal spadała** wartości kredytów konsumpcyjnych, oraz ~~spowolnienie spowolniał~~ **wzrostu** kredytów dla przedsiębiorstw.

~~We wrześniu październiku inflacja CPI obniżyła się i wyniosła 3,8% 3,4%, pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie~~ **Jednocześnie, nadal w dalszym ciągu** obniżała się inflacja bazowa **większość** miar inflacji bazowej oraz dynamika cen produkcji, co potwierdza ~~obniżanie~~ **osłabianie** się presji popytowej i **kosztowej w gospodarce. W ostatnich miesiącach obniżyły się również oczekiwania inflacyjne Obniżeniu inflacji towarzyszył spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.**

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w Polsce, które prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej. ~~Jednocześnie zgodnie z listopadową projekcją, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, wzrost~~ **Równocześnie Rada ocenia, że dynamika 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** **pozostanie umiarkowana, co stwarza ryzyko obniżenia się inflacji** poniżej celu **inflacyjnego NBP w średnim okresie.**

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 będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostanie 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.