

Komentarz po Radzie

Nie ma czasu na przerwę

9 stycznia 2013

Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na trzecią z rzędu redukcję stóp procentowych o 25 pb, obniżając stopę referencyjną do 4,00%. Treść komunikatu i przebieg konferencji prasowej sugerują wprowadzenie zbliżającą się przerwę w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, ale jednocześnie widać, że Rada pozostaje pod wpływem bieżących danych. Oczekiwany przez nas spadek inflacji w najbliższych miesiącach i osłabienie wzrostu będą na tyle mocne, że wbrew sugestiom nt. możliwej pauzy Rada może ponownie uznać, że – jak powiedział w listopadzie Marek Belka – nie ma czasu na przerwę w obniżkach. Reakcja rynku długu na przedstawione przez prezesa NBP perspektywy stóp procentowych była negatywna – rentowności wzrosły o 15-30pb wzdłuż krzywej. Natomiast złoty zyskał na wartości – kurs EURPLN obniżył się w okolice 4,08.

Rada Polityki Pieniężnej na pierwszym posiedzeniu w 2013 roku obniżyła stopy procentowe o 25 pb, zgodnie z oczekiwaniami. Była to już trzecia z rzędu obniżka stóp procentowych w tej skali, w wyniku czego stopa referencyjna NBP została zredukowana do poziomu 4,0%.

Oficjalny komunikat RPP został nieco skrócony w porównaniu z poprzednimi miesiącami, jednak treść pozostała zbliżona do listopadowej. Rada podtrzymała opinię, że aktywność gospodarcza w kraju pozostała niska, a osłabienie koniunktury prowadzi do ograniczenia presji płacowej i inflacyjnej, co stwarza ryzyko spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Powtórzono też zdanie, że dokonane obniżenie stóp procentowych zmniejsza ryzyko spadku inflacji poniżej celu.

Jednocześnie, w ostatnim zdaniu komunikatu utrzymano zapowiedź możliwych kolejnych redukcji stóp, chociaż tym razem zapowiedź ta stała się nieco bardziej warunkowa – napisano, że Rada „nie wyklucza” (a nie: „dokona”) dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury. Prezes NBP Marek Belka poświęcił tej drobnej zmianie sporo uwagi na konferencji prasowej, podkreślając, że trzeba rozumieć w ten sposób, że „pewna runda obniżek stóp dobiega końca” i wprowadzenie obniżki stóp w lutym „jest możliwa, a nawet prawdopodobna, ale nie bezwarunkowa”. Anna Zielińska-Głębocka sprostowała, że sformułowanie o końcu cyklu obniżek jest niefortunne i Radzie chodzi raczej o „przerwę”. Zapytany jednak o zmianę nastawienia polityki pieniężnej Belka stwierdził, że na razie nie ulega ono zmianie, a ewentualna zmiana nastawienia na neutralne może nastąpić dopiero po analizie pierwszych danych za 2013 rok.

Przed dzisiejszym posiedzeniem przypuszczaliśmy, że RPP może w pewien sposób zasugerować przerwę w cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. O ile jednak wydawało nam się prawdopodobne, że do pauzy może dojść w lutym (w oczekiwaniu na marcową projekcję NBP), to treść komunikatu RPP i przebieg konferencji prasowej sugerują raczej, że Radzie może chodzić dopiero o kolejne miesiące. Marek Belka powiedział wprost, że w przypadku gdyby obniżka miała miejsce w lutym, to „w kolejnym miesiącu lub miesiącach” należałoby się spodziewać przerwy. Jednocześnie jednak, wydaje się, że to bieżące dane makroekonomiczne pozostaną kluczowe dla decyzji RPP w najbliższych miesiącach (ciekawe, że w komunikacie ani w wypowiedziach członków RPP na konferencji nie wspomniano o zbliżającej się aktualizacji projekcji NBP). Potwierdzają to słowa Marka Belki, wg którego „obniżenie wskaźnika inflacji na pewno umożliwi śmielsze działania po stronie stóp procentowych”. Prezes NBP przyznał, że dane makroekonomiczne za grudzień, które będą publikowane w najbliższych tygodniach mogą być „paskudne”, a inflacja bardzo szybko spada i w grudniu prawdopodobnie zbliżyła się do celu. W związku z tym oczekujemy, że w lutym RPP obniży stopy po raz kolejny i mimo deklaracji o możliwej przerwie niewykluczona jest również obniżka w kolejnym miesiącu, kiedy znane będą wyniki inflacji styczniowej (a ta według naszych prognoz spadnie poniżej 2%, co – przynajmniej dla części członków RPP – może być mocnym argumentem za kontynuacją cięć).

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

Napływające dane wskazują, że **aktywność w IV kw. 2012 r. koniunktura gospodarcza na świecie utrzymuje w gospodarce światowej nadal kształtowała** się na niskim poziomie. **Aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych w III kw. wzrost gospodarczy wprawdzie przyspieszył pozostała umiarkowana**, jednak **a w strefie euro najprawdopodobniej** utrzymała się recesja. **Równocześnie w W części** największych gospodarkach wschodzących **aktywność gospodarcza kształtowała się na niskim — jak na te kraje — poziomie obserwowane w ostatnich kwartałach osłabienie koniunktury prawdopodobnie wyhamowało**. Choć niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji, **to wcześniejsze wzrosty cen surowców i ich wciąż relatywnie wysoki poziom oddziałują w kierunku utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie w wielu krajach**. W ostatnich tygodniach **awersja do ryzyka ostatnim okresie nastroje** na światowych rynkach finansowych **ustabilizowała poprawiły się**, a **ceny surowców nieznacznie wzrosły czemu sprzyjało dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne**.

W Polsce, **napływające dane o PKB w III kw. potwierdziły wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej oraz wskaźniki koniunktury wskazują, że aktywność gospodarcza w ostatnich miesiącach pozostawała niska**. 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. W szczególności w listopadzie produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa obniżyła się, a roczna dynamika sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym utrzymała się jedynie nieznacznie powyżej zera**. Osłabieniu koniunktury towarzyszy pogorszenie sytuacji na **Także dane z rynku pracy potwierdzają osłabienie koniunktury**. W III kw. **obniżyła się dynamika zatrudnienia w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw listopadzie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz kolejny obniżyło się, a wzrost wynagrodzeń pozostał niski**. Jednocześnie **Równocześnie ponownie** wzrosła stopa bezrobocia. Spadek dynamiki zatrudnienia oraz wzrost bezrobocia przyczynili się do wyhamowania wzrostu płac. **Równocześnie w ostatnich miesiącach nadal osłabiła się też dynamika akcji kredytowej, dla zarówno wobec gospodarstw domowych dalej osłabiła się, w tym nadal spadała wartość kredytów konsumpcyjnych oraz spowolnił wzrost kredytów dla jak i przedsiębiorstw**.

W październiku **listopadzie** inflacja CPI obniżyła się i wyniosła **3,4% 2,8% r/r, pozostając jednak powyżej kształtując się w pobliżu** celu inflacyjnego NBP (2,5%). Jednocześnie w dalszym ciągu **obniżały się większość miary inflacji bazowej oraz dynamika cen produkcji, co potwierdza dalsze osłabianie się presji popytowej i kosztowej w gospodarce**. 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. **Równocześnie Rada ocenia, że dynamika PKB w najbliższych latach kwartałach** pozostanie umiarkowana, co stwarza ryzyko **obniżenia kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie**. Biorąc to pod uwagę, Rada postanowiła **ponownie** 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 **decyduje nie wyklucza** 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.