

# Komentarz po Radzie

## RPP utrzymuje łagodną politykę monetarną

6 lutego 2013

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 3,75%. Była to czwarta redukcja stóp procentowych z rzędu. W naszej ocenie Rada zdecyduje się również na dalsze łagodzenie polityki monetarnej w marcu. Napływające słabe dane z gospodarki realnej, utrzymanie trendu spadkowego inflacji i marcowe projekcje CPI i PKB będą uzasadniały taką decyzję. Co więcej, sądzimy, że marcowa projekcja CPI będzie również kluczowa dla perspektywy stóp NBP w dłuższym horyzoncie. Nie wykluczamy, że Rada może zdecydować się na przyjęcie wyczekującej postawy, monitorując napływające dane. W reakcji na komunikat, a przede wszystkim na wypowiedzi prezesa NBP Marka Belki rentowności obligacji wzrosły, gdy złoty nieznacznie się umocnił (choć tylko na krótko).

Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami obniżyła stopy procentowe o 25 pb, w tym stopę referencyjną do 3,75%. Była to czwarta z rzędu obniżka stóp - łącznie od początku cyklu (który rozpoczął się w listopadzie 2012 r.) stopy NBP spadły o 100 pb.

W oficjalnym komunikacie Rada wskazała na utrzymującą się niską aktywność w gospodarce światowej, ale również i w Polsce. Tak jak oczekiwano, IV kwartał 2012 przyniósł dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego, z dalszym obniżeniem popytu konsumpcyjnego, przy jednoczesnym ograniczeniu spadku inwestycji. Co więcej napływające dane potwierdzają wyraźne osłabienie koniunktury w kraju, co prowadzi zarówno do ograniczenia presji płacowej, jak i inflacyjnej. W czasie konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka wskazał, że w IV kwartale 2012 nie było silnego pogorszenia koniunktury. Dodał, że w ocenie Rady „dynamika PKB w najbliższych kwartałach będzie umiarkowana, co niesie ryzyko kształtowania się CPI poniżej celu w średnim okresie”.

Rada zdecydowała się na nieznaczną zmianę komunikacji odnośnie perspektyw stóp procentowych w nadchodzących miesiącach, rezygnując ze zdania „jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada nie wyklucza dalszego złagodzenia polityki pieniężnej”. Obecnie Rada uzależnia przyszłe decyzje odnośnie oficjalnych stóp „od oceny napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym od wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP”. W czasie konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka powiedział, że zmiana ta nie oznacza zmiany nastawienia w polityce monetarnej, które pozostaje łagodne. Dodał również, że nie oznacza to sugestii „że obniżki stóp w marcu nie będzie. To oznacza, że wszystkie opcje są otwarte”. To sugeruje, że marcowa projekcja CPI może okazać się kluczową dla dalszych decyzji Rady, a nawet skłonić ją do przyjęcia wyczekującej postawy.

Podsumowując, w naszej ocenie redukcja stóp procentowych w marcu jest bardzo prawdopodobna. Słabe dane z gospodarki realnej, utrzymanie trendu spadkowego inflacji CPI (poniżej 2% r/r w styczniu) w połączeniu z nowymi projekcjami CPI i PKB, które Rada pozna w marcu będą uzasadniały dalsze łagodzenie polityki monetarnej. Po marcowej redukcji stóp (obniżającej stopę referencyjną do 3,50%, czyli poziomu, do którego zredukowano stopy w odpowiedzi na kryzys w 2009 r.) spodziewamy się, że Rada może przyjąć wyczekującą postawę (co zasugerował prezes NBP), monitorując napływające dane i mając czas na dokonanie „pewnej reasumpcji, zastanowienia”.

## Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu ze styczniem)

Napływające dane wskazują, że w IV kw. 2012 r. koniunktura **aktywność** w gospodarce światowej nadal kształtowała się na niskim poziomie. **W IV kw. 2012** Aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych pozostała umiarkowana **wzrost gospodarczy obniżył się, a podczas gdy** w strefie euro najprawdopodobniej utrzymała się recesja. **Jednocześnie w ostatnim okresie część wskaźników koniunktury dotyczących krajów rozwiniętych nieznacznie się poprawiła. Również w części największych gospodarek wschodzących obserwowane w ostatnich kwartałach osłabienie koniunktury prawdopodobnie wyhamowało widoczne są oznaki pewnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego.** Niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji w wielu krajach. ~~W ostatnim okresie nastroje na światowych rynkach finansowych poprawiły się, czemu sprzyjało dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne.~~

W Polsce napływające dane oraz wskaźniki koniunktury, w tym dane o PKB w 2012 r. wskazują, że aktywność gospodarcza w ostatnich miesiącach pozostawała niska w IV kw. – zgodnie z oczekiwaniami – nastąpiło dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. 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. **Obniżeniu popytu konsumpcyjnego towarzyszyło ograniczenie spadku inwestycji. Wzrost gospodarczy nadal był wspierany przez dodatni – choć mniejszy niż w poprzednim kwartale – wkład eksportu netto. Osłabienie koniunktury potwierdzają także dane z rynku pracy potwierdzają osłabienie koniunktury.** W listopadzie **grudniu** zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz kolejny obniżyło się, a wzrost wynagrodzeń pozostał niski. Równocześnie ponownie wzrosła stopa bezrobocia. W ostatnich miesiącach nadal osłabiała się też dynamika akcji kredytowej, zarówno wobec gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

W listopadzie **grudniu** inflacja CPI obniżyła się i wyniosła ~~2,8%~~ **2,4%** r/r, kształtując się ~~w pobliżu celu inflacyjnego na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5%).~~ Jednocześnie ~~w dalszym ciągu nadal~~ obniżały się 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 kwartałach pozostanie umiarkowana, **przez co utrzymuje się stwarza** ryzyko 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 **trwałego** spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie.

~~Jeśli napływające informacje będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada nie wyklucza dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą zależały od oceny napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym od wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP.~~

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.