

## **Komentarz po Radzie**

### **Mocne uderzenie na koniec cyklu**

6 marca 2013

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50 pb, co było zaskoczeniem dla rynku i dla nas. Prognozowaliśmy redukcję o 25 pb i jednoczesne zakończenie cyklu obniżek. Jeśli chodzi o ten drugi element, Rada potwierdziła, że ta decyzja dopełniła cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Najwyraźniej większość członków RPP zgodziła się co do skali dalszych redukcji i uznała, że nie ma sensu tego rozkładać na dwa miesiące. Takie podejście wspierała również nowa projekcja inflacji i PKB. W sumie, dzisiejsza decyzja i komunikat są według nas jak najbardziej uzasadnione. Cytując klasyka: „nieważne jak się zaczyna, ale jak się kończy”.

Ku zaskoczeniu uczestników rynku RPP podjęła dziś decyzję o obniżeniu głównych stóp procentowych o 50 pb. W efekcie, stopa referencyjna NBP obniży się od jutra do 3,25%, najniższego poziomu w historii. Co prawda, w [jednym z naszych ostatnich raportów](#) napisaliśmy, że „naszym zdaniem uzasadnione byłoby jednorazowe głębsze cięcie stóp w marcu na zakończenie cyklu”, ale jednak oczekiwaliśmy, że skończy się na kompromisie w postaci niewielkiej redukcji i sygnalizacji przejścia do postawy wyczekującej. Warto przypomnieć, że niektórzy członkowie RPP chcieli zakończyć cykl obniżek już wcześniej, a z wypowiedzi pozostałych wcale nie wynikało, że obniżka o 25 pb jest przesadzona. Z komunikatu i konferencji prasowej wynika, że rzeczywiście RPP zdecydowała się na mocne uderzenie na koniec cyklu redukcji stóp procentowych (szczegóły poniżej). W reakcji na decyzję złoty osłabił się do euro o kilka groszy (do 4,16), a krzywa rentowności obniżyła się o ok. 10 pb na krótkim końcu i ok. 5 pb na długim. Po opublikowaniu komunikatu nastąpiła częściowa korekta tego ruchu.

Tak więc, po tym jak RPP od paru miesięcy przekonywała (zarówno w komunikatach, jak i wypowiedziach poszczególnych członków), że zbliża się koniec cyklu obniżek stóp procentowych, dokonała obniżki w większej skali niż poprzednie. I jednocześnie dobitnie zakomunikowała zakończenie obniżek. Tego akurat można było się spodziewać, choć prognozowaliśmy obniżkę o 25 pb. Najwyraźniej RPP stwierdziła, że nowa projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego daje podstawy do głębszej redukcji stóp i że nie ma sensu tego robić stopniowo. Można tylko powiedzieć, że szkoda, iż dopiero teraz Rada doszła do takiego wniosku. Od dawna argumentowaliśmy, że sytuacja gospodarcza uzasadniała obniżkę stopy referencyjnej w okolice 3%.

Komunikat bardzo wyraźnie sugeruje zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych. Kluczowe zdanie brzmi: **„Marcowa decyzja stanowi dopełnienie rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej”**. Dodatkowo, Rada napisała, że „istotne złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w ostatnich miesiącach i na marcowym posiedzeniu Rady pozwoli na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu w średnim okresie i jednocześnie sprzyja ożywieniu polskiej gospodarki.” Podczas konferencji prasowej Prezes Marek Belka potwierdził, że obniżką o 50 pb Rada chciała zakończyć cykl łagodzenia polityki pieniężnej, a nowa projekcja (szczegóły przedstawiamy w tabeli poniżej) uzasadniała takie podejście i stwarzała przestrzeń do bezpiecznego obniżenia stóp procentowych w większej skali niż poprzednio. Inflacja prognozowana jest poniżej celu w średnim terminie, a stopniowe ożywienie gospodarcze nie stanowi w tym kontekście zagrożenia.

Nie jest wykluczone, że niektórzy uczestnicy rynku nie odbiorą tego komunikatu bezpośrednio i stwierdzą, że kolejne słabe dane płynące z gospodarki realnej oraz dalszy wyraźny spadek inflacji mogą spowodować następne cięcie stóp. Prezes Belka powiedział co prawda, że Rada zostawia sobie jeszcze furtkę na dodatkową ewentualną obniżkę (podejście wait-and-see), ale podkreślił, że nastroje w Radzie wskazują, że do tego potrzebny byłby napływ takich informacji, które zmieniłyby ścieżkę zaprezentowaną w projekcji. Nie wydaje nam się, żeby taki rozwój sytuacji gospodarczej miał mieć miejsce. Naszym zdaniem, cykl obniżek stóp procentowych zakończył się i co najmniej do końca tego roku stopy NBP pozostaną bez zmian.

## Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13	Mar 12	Lip 12	Lis 12	Mar 13
<b>2013</b>	1,1-3,5	1,0-3,2	0,5-2,5	0,6-2,0	2,2-3,6	2,0-3,4	1,8-3,1	1,3-1,9
<b>2014</b>	1,9-4,4	1,7-4,2	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,0	1,0-2,7	0,7-2,4	0,8-2,4
<b>2015</b>				1,9-4,4				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 lutym)

Napływające dane wskazują, że aktywność w gospodarce światowej nadal kształtuje się na niskim poziomie. W IV kw. 2012 r. **wzrost gospodarczy** w Stanach Zjednoczonych ~~wzrost gospodarczy~~ obniżył się **wyhamował**, podczas gdy **natomiast** w strefie euro najprawdopodobniej utrzymała się recesja. **Spadek PKB nastąpił we wszystkich dużych gospodarkach strefy euro, w tym w Niemczech.** Jednocześnie w ostatnim okresie części wskaźników koniunktury dotyczących krajów rozwiniętych nieznacznie się poprawiła. Również w części największych gospodarek wschodzących widoczne są oznaki pewnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego **wzrost gospodarczy prawdopodobnie przyspieszył** Niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji w wielu krajach, a w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały pewnej poprawy koniunktury w niektórych **gospodarkach rozwiniętych. W Polsce dane o PKB potwierdziły, że w IV kw. nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu.**

W Polsce napływające dane, w tym dane o PKB **potwierdziły, że w 2012 r. wskazują, że w IV kw. – zgodnie z oczekiwaniami – nastąpiło dalsze wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego.** 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. W grudniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw po raz kolejny obniżyło się, a wzrost wynagrodzeń pozostał niski. Równocześnie ponownie wzrosła stopa bezrobocia. **Napływające dane wskazują na utrzymanie niskiego wzrostu gospodarczego na początku bieżącego roku. Niskiemu wzrostowi aktywności towarzyszy spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz wzrost bezrobocia, co przyczynia się do wyhamowania wzrostu wynagrodzeń. W ostatnich miesiącach nadal osłabiała. Jednocześnie utrzymuje się też niska dynamika akcji kredytowej, zarówno wobec gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.**

W grudniu inflacja ~~styczeniu~~ nastąpił większy od oczekiwań spadek inflacji CPI ~~obniżyła się i~~ Według wstępnych danych wyniosła ona ~~2,4%~~ **1,7%** r/r, kształtując się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym **poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%).** Jednocześnie nadal obniżały się miary **Utrzymał się także niski poziom inflacji bazowej oraz dynamika cen produkcji,** co potwierdza dalsze osłabianie się presji popytowej i kosztowej **ograniczoną presję popytową** w gospodarce. Obniżeniu inflacji ~~towarzyszył spadek~~ **Nastąpiło również dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.**

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają ~~wyraźne osłabienie koniunktury~~ **utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego** w Polsce, które prowadzi do ograniczenia ~~czemu towarzyszy brak presji płacowej i niska presja inflacyjna inflacyjnej.~~ Równocześnie Rada ocenia, że **W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB w najbliższych kwartałach prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, przez co utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną.** Taką ocenę wspiera **marcowa projekcja inflacji i PKB.** Biorąc to pod uwagę **ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie,** 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.~~ **Marcowa decyzja stanowi dopełnienie rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia 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.~~ **W ocenie Rady, istotne złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w ostatnich miesiącach i na marcowym posiedzeniu Rady pozwoli na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu w średnim okresie i jednocześnie sprzyja ożywieniu polskiej gospodarki.**

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.