

# Komentarz po Radzie

## Bez zasadniczych zmian

10 kwietnia 2013

Po pięciu miesiącach obniżek stóp procentowych (łącznie o 150 pb), Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała dziś utrzymać parametry polityki pieniężnej bez zmian. Przekaz komunikatu i konferencji prasowej był podobny jak przed miesiącem. Prezes Belka stwierdził, że oczekiwana przez Radę średnioterminowa ścieżka PKB przedstawiona w projekcji nie zmieniła się, dane odnośnie produkcji i sprzedaży nie zaskoczyły, a dane PKB za IV kw. 2012 zaskoczyły nawet pozytywnie. Na konferencji podkreślono, że RPP będzie przywiązywała większą wagę do średnioterminowych perspektyw inflacji niż do bardzo niskiej bieżącej inflacji. W sumie, po dzisiejszym posiedzeniu RPP nie wydaje nam się, aby przybliżyła się kolejna obniżka stóp procentowych. Co ważne, Prezes Belka powiedział, że ultra niskie stopy procentowe prowadzą do istotnych nierównowag gospodarczych, czego NBP chce unikać. Wydaje się więc, że nie jest uzasadniona agresywna wycena przez rynek możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

RPP zdecydowała utrzymać parametry polityki pieniężnej bez zmian, co było zgodne z oczekiwaniami i nie spowodowało wyraźnej reakcji rynku, choć kurs EURPLN spadł po tej informacji o dwa grosze a rynkowe stopy procentowe delikatnie wzrosły. Publikacja komunikatu i konferencja prasowa lekko umocniła rynek stopy procentowej.

Kluczowe zdanie komunikatu brzmi: „*decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od oceny napływających danych z punktu widzenia prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu NBP oraz sytuacji w sferze realnej gospodarki*”. RPP nie zdecydowała się więc powtórzyć zdania z poprzedniego komunikatu, które stwierdzało, 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*”. Jak zapowiadaliśmy, taka zmiana nie powinna być zaskakująca w świetle informacji napływających z gospodarki. RPP wciąż zostawia więc drzwi otwarte do ewentualnej obniżki, uzależniając ją od danych napływających z gospodarki. Podczas konferencji padło sformułowanie: „*nie ryglowaliśmy nigdy drzwi przed obniżkami*”.

Odpowiadając na pytanie o możliwość obniżki stóp na najbliższych posiedzeniach, Prezes Belka podkreślił, że zależy to od perspektyw inflacji w **średnim terminie**, zwracając uwagę, że bieżące dane inflacyjne (inflacja zapewne poniżej 1%) nie będą kluczowe. Ważniejsze będą dane z realnej sfery gospodarki, które również będą determinowały średnioterminowe perspektywy inflacyjne. Przewodniczący RPP potwierdził, że Rada pozostaje w trybie wyczekującym („wait-and-see”), a komunikat nie stanowi żadnej obietnicy następnej obniżki. Odnosząc się do informacji, które napłynęły z gospodarki w ostatnim miesiącu, Prezes NBP zwrócił przede wszystkim uwagę na niższą od oczekiwań inflację, silniejszego złotego (po chwilowym osłabieniu), dane ze sfery realnej (produkcja i sprzedaż) nie zaskoczyły, a PKB za IV kwartał był lepszy od prognoz NBP. Odnosząc się do ścieżki wzrostu gospodarczego zarysowanej w projekcji, prezes Belka stwierdził, że „**nie ma zasadniczych zmian**”, choć zaznaczył, że było trochę negatywnych informacji napływających ze strefy euro. Dodatkowym elementem, który RPP może wziąć pod uwagę będzie brak zapowiadanej wcześniej obniżki stawki VAT na początku 2014 roku, co może wpłynąć na ścieżkę inflacji w 2014 roku (choć jednocześnie wzrost VAT wpłynąć może na obniżenie konsumpcji).

W sumie, RPP powtórzyła mniej więcej komunikat sprzed miesiąca. Miesiąc temu zapowiedziano, że potrzeba byłoby zmiany średnioterminowych perspektyw, aby większość RPP opowiedziała się za kolejną obniżką. Dzisiejszy komunikat i konferencja prasowa pokazują, że taka zmiana (póki co) nie następuje. Jeśli więc RPP rzeczywiście dotrzyma słowa i bieżące dane wskazujące na bardzo niską inflację nie zrobią na niej wrażenia, a scenariusz powolnego ożywienia gospodarczego będzie kontynuowany, to kolejne obniżki mogą nie nastąpić. Tak więc, według nas ryzyko wobec obecnych oczekiwań rynku (50 pb w ciągu 6 miesięcy) jest asymetryczne w górę.

RPP potwierdziła, że zysk NBP za 2012 wyniósł ok. 5,5 mld złotych, z czego 95% zostanie przekazane do budżetu. Pomoże to w pewnym stopniu pokryć lukę w dochodach podatkowych (która szacujemy na ok. 18 mld zł), choć jak już kilkakrotnie pisaliśmy, może to być niewystarczające. Wciąż widzimy ryzyko nowelizacji budżetu.

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

Napływające dane wskazują, że aktywność Koniunktura w gospodarce światowej mimo stopniowej poprawy nadal kształtuje utrzymuje się na niskim poziomie. W IV kw. 2012 r. wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych wyhamował, natomiast w strefie euro utrzymała w I kw. br. najprawdopodobniej nadal trwała się recesja, choć sytuacja poszczególnych krajów była zróżnicowana. Spadek PKB nastąpił we wszystkich dużych gospodarkach strefy euro, w tym w Niemczech po spadku PKB w IV kw. ub. r., na początku roku nastąpiło ożywienie aktywności, choć w ostatnim okresie nastroje przedsiębiorstw pogorszyły się. W pozostałych dużych gospodarkach strefy euro utrzymały się tendencje recesyjne. W Stanach Zjednoczonych napływające dane sugerują natomiast przyspieszenie wzrostu gospodarczego, czemu sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy oraz na rynku nieruchomości. Jednocześnie Również w części największych gospodarek wschodzących wzrost gospodarczy dynamika aktywności gospodarczej prawdopodobnie przyspieszył, a w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały pewnej poprawy koniunktury w niektórych gospodarkach rozwiniętych nieznacznie się zwiększyła.

W Polsce dane o w I kw. 2013 r. tempo wzrostu PKB potwierdziły, że w IV kw. nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego prawdopodobnie pozostało niskie. Obniżeniu popytu konsumpcyjnego towarzyszyło ograniczenie spadku inwestycji. Wzrost gospodarczy nadal był wspierany przez dodatni – choć mniejszy niż w poprzednim kwartale – wkład eksportu netto. Napływające dane wskazują na utrzymanie niskiego wzrostu gospodarczego na początku bieżącego roku. Wskazuje na to obserwowany w pierwszych miesiącach 2013 r. spadek produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz jedynie nieznaczny wzrost sprzedaży detalicznej. O obniżonej aktywności gospodarczej w I kw. br. świadczą również niskie poziomy wskaźników koniunktury. Niskiej wzrośtem aktywności gospodarczej w pierwszych miesiącach br. towarzyszył spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz wzrost bezrobocia, co przyczynia się do wyhamowania wzrostu nadal ograniczało dynamikę wynagrodzeń. W lutym nastąpiło wprawdzie pewne przyspieszenie rocznej dynamiki płac w przedsiębiorstwach, jednak w znacznym stopniu mogło być to związane ze statystycznymi efektami bazy. Jednocześnie utrzymywała się niska dynamika akcji kredytowej, zarówno dla przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw.

W styczniu lutym nastąpił większy od oczekiwań spadek inflacji CPI. Według wstępnych danych ponownie się obniżyła i wyniosła ona 1,7% 1,3% r/r, kształtując się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Utrzymał się także niski poziom Spadły również miary inflacji bazowej, co potwierdza ograniczoną niską presję popytową w gospodarce. Nastąpiło również także dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i niska presja inflacyjna. W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną. Taką ocenę wspiera marcową projekcja inflacji i PKB. Biorąc pod uwagę ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP. Marcowa decyzja stanowi dopełnienie rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

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. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od oceny napływających danych z punktu widzenia prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu NBP oraz sytuacji w sferze realnej 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.