

# Komentarz po Radzie

## Korekta marcowego ruchu, nie ostatnia

8 maja 2013

RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, ponieważ ostatnie dane wpłynęły na pogorszenie oceny przez Radę perspektyw gospodarczych i obniżenie prognoz inflacji. Prezes Marek Belka podkreślił, że to nie jest rozpoczęcie nowego cyklu obniżek, a jedynie korekta marcowego ruchu (RPP obniżyła wówczas stopy o 50pb ogłaszając „dopełnienie” cyklu). Naszym zdaniem, dzisiejszy ruch to zapewne nadal nie jest koniec cyklu i do lipca stopy mogą zostać obniżone jeszcze o 25-50 pb. Będą temu sprzyjały dane napływające z gospodarki (coraz niższa inflacja, brak wyraźnego ożywienia). Niemniej, wciąż uważamy, że skala obniżek stóp wyceniana obecnie przez rynek (jeszcze ok. 100bp) jest zdecydowanie przesadzona.

Rada Polityki Pieniężnej na majowym posiedzeniu obniżyła główne stopy procentowe o 25 pb, w wyniku czego stopa referencyjna NBP została zredukowana do rekordowo niskiego poziomu 3,0%.

Rada napisała w komunikacie, że napływające dane ekonomiczne potwierdziły niski wzrost gospodarczy w Polsce i silniejszy spadek inflacji, a także zwiększyły niepewność co do ożywienia gospodarczego za granicą. W efekcie, wzrosło ryzyko utrzymania się krajowej inflacji wyraźnie poniżej celu w średnim okresie – wg Prezesa NBP Marka Belki pod wpływem ostatnich informacji RPP oceniła, że inflacja może utrzymywać się na bardzo niskim poziomie, nawet poniżej poziomu prognozowanego w ostatniej projekcji NBP, co stworzyło przestrzeń do obniżek. Tę przestrzeń RPP postanowiła „skonsumować”. Jednocześnie, Prezes NBP podkreślił kilkakrotnie, że majowej decyzji nie należy traktować, jako rozpoczęcia nowego cyklu obniżek stóp, a jedynie „korektę tego, co Rada zaanonsowała dwa miesiące wcześniej”. Powiedział też, że intencją Rady nie jest sugerowanie wysokiego prawdopodobieństwa kolejnych obniżek – zarówno obniżka stóp jak i utrzymanie ich bez zmian w kolejnym miesiącu są jego zdaniem „równo prawdopodobne”. Z drugiej strony, dodał też, że różnica między stopami procentowymi w Polsce i krajach rozwiniętych jest nadal znaczna, więc nie można uznać, że zbliżamy się do „ultra-niskiego” poziomu stóp procentowych (którego, jak mówił miesiąc wcześniej, RPP chciałaby uniknąć). Rada pozostaje też wg Belki w łagodnym nastawieniu.

W kluczowym, ostatnim zdaniu komunikatu RPP (tabela poniżej) skreślono fragment sugerujący, że dla decyzji Rady w kolejnych miesiącach istotny będzie wpływ nowych danych na ocenę sytuacji „w sferze realnej gospodarki”. Marek Belka zwrócił uwagę, że jest to nieprzypadkowa zmiana komunikatu, sugerująca, że RPP będzie teraz większą wagę przykładac do perspektyw inflacji niż tempa wzrostu gospodarczego. Jednocześnie, Prezes NBP dużo uwagi poświęcił niepewności dotyczącej tempa i skali ewentualnego ożywienia gospodarczego, a także tego, że ważna jest jego struktura. Dał do zrozumienia, że Rada wprawdzie spodziewa się, że polska gospodarka dalej zwalniać nie powinna, ale de facto skala przewidywanej poprawy tempa rozwoju będzie niewielka. Co więcej, zdaniem Belki ważniejsza jest struktura tworzenia PKB, która jest niepokojąca, ponieważ „nie sądzimy, by polska gospodarka mogła przez dłuższy czas lecieć na jednym silniku, jakim jest eksport netto”.

Marek Belka zapytany o to, czemu zdecydowano się tym razem na obniżkę stóp jedynie o 25 pb stwierdził, że RPP „nie lubi zaskakiwać”. Ostatnie decyzje Rady (w tym dzisiejsza) były jednak często rozbieżne z oczekiwaniami rynków finansowych. Inwestorzy nadal agresywnie wyceniają skalę obniżek stóp w kolejnych miesiącach. Zmieniliśmy niedawno prognozę odnośnie stóp banku centralnego, oczekując jeszcze 50pb redukcji. Jednak zakładaliśmy, że obniżka nie nastąpi dziś. Ponieważ nie można wykluczyć kolejnej redukcji o 25 pb już na następnym posiedzeniu, a kolejna może nastąpić w lipcu (na skutek dalszego spadku inflacji), istnieje ryzyko w dół dla naszej prognozy. Niemniej, wciąż uważamy, że skala obniżek wyceniana obecnie przez rynek jest zbyt agresywna.

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

Koniunktura w gospodarce światowej, mimo stopniowej poprawy utrzymuje kształtu się na niskim poziomie. Choć w I kw. wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przyspieszył, to w marcu widoczne było pewne pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorstw. W strefie euro w I kw. br. najprawdopodobniej nadal trwała utrzymała się prawdopodobnie recesja, choć sytuacja poszczególnych krajów była zróżnicowana. W a w Niemczech, po spadku PKB w IV kw. ub. r., na początku roku nastąpiło ożywienie aktywności, choć w ostatnim okresie – pomimo oczekiwanego dodatniego tempa wzrostu – pogorszyły się nastroje przedsiębiorstw pogorszyły się podmiotów gospodarczych. Jednocześnie obniżyła się dynamika wzrostu gospodarczego w Chinach. 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. Również w części największych gospodarek wschodzących dynamika aktywności gospodarczej prawdopodobnie nieznacznie się zwiększyła. Niska dynamika aktywności gospodarczej na świecie sprzyja obniżaniu się inflacji w wielu krajach. W tym samym kierunku oddziałuje także obserwowany w ostatnim okresie spadek cen surowców na rynkach światowych.

W Polsce w I kw. 2013 r. tempo napływające informacje potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego PKB prawdopodobnie pozostało niskie. W IV kw. wzrost PKB był niższy niż wskazywały wcześniejsze szacunki. Wskazuje na to obserwowany w pierwszych miesiącach 2013 r. spadek Dane dotyczące produkcji przemysłowej i oraz budowlano-montażowej oraz jedynie nieznaczny wzrost a także sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach br. wskazują, że także w I kw. dynamika aktywności gospodarczej pozostała niska. O obniżonej aktywności gospodarczej w I kw. br. świadczą również niskie poziomy wskaźników koniunktury. Niskiej aktywności gospodarczej w pierwszych miesiącach br. towarzyszył W I kw. nastąpił spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz wzrost bezrobocia (po wyeliminowaniu czynników sezonowych), co nadal ograniczało dynamikę W dalszym ciągu obniża się dynamika 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 utrzymała zmniejszyła się niska dynamika akcji kredytowej, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

W lutym marcu inflacja CPI ponownie się obniżyła i wyniosła 1,3% 1,0% r/r, kształtując się pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Do obniżenia inflacji przyczynił się głównie spadek dynamiki cen żywności. Spadły Obniżyły się również miary inflacji bazowej oraz dynamika cen produkcji, co potwierdza niską presję popytową i kosztową w gospodarce. Nastąpiło także dalszy obniżenie spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają wskazują na utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej oraz silniejszy od oczekiwanego w marcowej projekcji spadek inflacji. Jednocześnie wzrosła niepewność dotycząca tempa i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, co może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. W związku z tym zwiększyło się ryzyko utrzymania się inflacji wyraźnie poniżej celu w średnim okresie. W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną.

Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła utrzymać obniżyć 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.