

# Komentarz po Radzie

To już jest koniec

3 lipca 2013

RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb jednocześnie ogłaszając, że ta decyzja kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Rada uznała, że „dokonane od listopada 2012 r. znaczące obniżenie stóp procentowych NBP, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie”. O ile spodziewaliśmy się, że będzie to ostatnia obniżka w cyklu, to jednak myśleliśmy, że Rada pozostawi sobie jak na razie furtkę do ewentualnych kolejnych obniżek na jesieni, biorąc pod uwagę skalę niepewności w gospodarce. Wydaje nam się, że takie stanowisko uzasadniałaby również nowa projekcja inflacji i PKB (niższa niż poprzednio). Większość członków Rady najwyraźniej stwierdziła, że łączna skala obniżek sprowadziła już stopy oficjalne do adekwatnego poziomu biorąc pod uwagę obecną i oczekiwaną przez nich sytuację gospodarczą. Oby nie okazało się, że podobnie jak po decyzji marcowej, cykl trzeba ponownie rozpocząć, jeśli napływające dane potwierdzą obraz z projekcji, lub gorszy. Naszym zdaniem, tak się nie stanie i Rada nie powróci w tym roku bo obniżek. Kolejny ruch to będzie podwyżka... za jakiś czas.

Zgodnie z oczekiwaniami większości analityków Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o kolejne 25 pkt bazowych, referencyjną do nowego rekordowego poziomu 2,50%. Jednocześnie RPP bardzo jednoznacznie stwierdziła, że kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Przejście do neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej, podczas konferencji prasowej Prezes Marek Belka uzasadniał poprawą perspektyw gospodarczych („najgorsze polska gospodarka ma już za sobą”), oczekiwaną wzrostową tendencją inflacji (jej obecny niski poziom powodowany przez czynniki jednorazowe) oraz faktem, że RPP dokonała już znacznych obniżek stóp w tym cyklu i nie ma miejsce na dalszą redukcję stóp NBP biorąc pod uwagę poziom realnej stopy procentowej. Według przewodniczącego Rady stopy powinny utrzymać się na bieżącym poziomie „co najmniej do końca bieżącego roku”, „parę ładnych miesięcy”.

Bank centralny opublikował też dziś nowe wyniki projekcji inflacji i PKB (tabela poniżej). Wskazują one na ścieżkę obydwu wskaźników na poziomie niższym (niewiele, ale jednak) niż w projekcji marcowej. Oznaczać to może, że większość członków Rady ocenia sytuację gospodarczą bardziej optymistycznie. Potwierdzone to zostało na konferencji prasowej. Prezes Belka powiedział, że „zakończenie cyklu obniżek stanowi wyraz pewnego optymizmu RPP i chciałbym aby było to traktowane jako sygnał wysłany do gospodarki, że droga do ożywienia jest otwarta”.

Podczas dzisiejszej konferencji zostało podkreślone, że poprzez ogłoszenie końca obniżek Rada chciała „uporządkować” sytuację odnośnie oczekiwań. Wydaje nam się jednak, że oczekiwania zarówno analityków jak i wycena przyszłej ścieżki stóp zakładały, że Rada może zakończyć cykl ze stopą referencyjną na poziomie właśnie ok. 2,5%. Dzisiejsza decyzja oraz komunikat zapewne te oczekiwania ustabilizują. Po konferencji prasowej złoty był mocniejszy do euro o ok. 2 grosze, a rynek obligacji w sumie zakończył dzień bez znaczących zmian w porównaniu z wtorkową sesją, stawki FRA i krótkoterminowe IRS (1-2 lata) wzrosły o ok. 10 pb.

## Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

Dostępne dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w I kw. I połowie 2013 r. **pozostała niska**. Jednocześnie **wciąż widoczne było silne zróżnicowanie stanu koniunktury w poszczególnych gospodarkach**. Znacząco lepszej sytuacji w Przyspieszeniu wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszyły **prawdopodobnie** utrzymanie się recesji w strefie euro i  **pewne osłabienie brak wyraźnego ożywienia** wzrostu w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach. W Niemczech dynamika PKB była dodatnia, natomiast w pozostałych dużych gospodarkach strefy euro PKB nadal się obniżał. Najnowsze dane dotyczące koniunktury w strefie euro, mimo pojawienia się sygnałów pewnej poprawy, wskazują na utrzymywanie się niekorzystnych tendencji w tej gospodarce na początku II kw. Niska dynamika aktywności gospodarczej na świecie, a także wcześniejszy spadek cen surowców sprzyjają dalszemu obniżaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. **Sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych w ostatnim okresie. Przyczyniło się to do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut, w tym kursu złotego.**

W Polsce, wstępne dane o PKB w I kw. 2013 r. wskazują na nieco silniejsze niż oczekiwano spowolnienie wzrostu gospodarczego dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej w kwietniu i maju wskazują na utrzymanie się niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. Obniżenie dynamiki PKB w I kw. wynikało ze zmniejszenia dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, przy jednocześnie nadal obniżającym się popycie krajowym. Do spadku popytu krajowego – w warunkach utrzymującej się stagnacji konsumpcji – nadal przyczyniał się spadek inwestycji, choć był on mniejszy niż w poprzednim kwartale. Dane za kwiecień o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej, a także większość wskaźników koniunktury, wskazują na utrzymanie się niskiego wzrostu gospodarczego także na początku II kw. **Sygnalizuje to także część wskaźników koniunktury, choć niektóre z nich w ostatnim okresie się poprawiły.** Kontynuacja spowolnienia popytu w gospodarce krajowej w I kw. br. przyczyniła się do dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, w tym spadku liczby pracujących i wzrostu bezrobocia niskiego wzrostu gospodarczego sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń. **Jednocześnie w maju 2013 r. nastąpiło wyhamowanie** Również dane z sektora przedsiębiorstw za kwiecień wskazują na kontynuację spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, czemu towarzyszy wzrost i nieznacznie obniżyła się stopy bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych). Sytuacja na rynku pracy przyczynia się do utrzymania niskiej dynamiki wynagrodzeń. W kwietniu przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostał ograniczony. Zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw utrzymały się na niskim poziomie.

Inflacja CPI w kwietniu br. w maju br. ponownie się obniżyła i wyniosła ~~0,8%~~ **0,5%** r/r, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Do obniżenia inflacji przyczynił się głównie **dalszy** spadek dynamiki cen energii, w tym paliw. ~~Jednocześnie~~ Niski poziom inflacji bazowej, a także pogłębienie się spadku cen produkcji, potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Towarzyszy temu dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i **przedsiębiorstw.**

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2013 r. (tj. nie uwzględniając lipcowej decyzji Rady) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,6-1,1% w 2013 r. (wobec 1,3-1,9% w projekcji z marca 2013 r.), 0,4-2,0% w 2014 r. (wobec 0,8-2,4%) oraz 0,7-2,4% w 2015 r. (wobec 0,7-2,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,5-1,7% w 2013 r. (wobec 0,6-2,0% w projekcji marcowej), 1,2-3,5% w 2014 r. (wobec 1,4-3,7%) oraz 1,6-4,2% w 2015 r. (wobec 1,9-4,4%).

W ocenie Rady, napływające dane wskazują na niższy niż oczekiwano wzrost gospodarczy w Polsce oraz silniejszy od przewidywanego w marcowej projekcji spadek inflacji **potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej.** Lipcowa projekcja wskazuje jednak, że od II połowy bieżącego roku – wraz z oczekiwaną poprawą koniunktury na świecie – prognozowane jest stopniowe przyspieszenie dynamiki PKB, które będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji w kolejnych latach. ~~Jednocześnie~~ **Mimo to, utrzymuje się niepewność dotycząca skali ryzyko kształtowania się inflacji i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, która może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce poniżej celu w średnim okresie.** Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP.

Rada uznaje, że rozpoczęty w **dokonane od** listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych **znaczące obniżenie stóp procentowych NBP**, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. **Podjęta na dzisiejszym posiedzeniu decyzja o obniżeniu stóp procentowych NBP kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.**

Rada przyjęła Raport o Inflacji – Lipiec 2013.

---

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.