

Obniżka stóp procentowych o 75 pb, choć była w skali większej od mediany oczekiwań, to nie zrobiła dużego wrażenia, szczególnie w kontekście kolejnych publikacji danych, wskazujących na dalsze wyraźne pogorszenie koniunktury (niski wzrost sprzedaży, kiepska koniunktura konsumencka, niski wzrost płac i znaczna redukcja zatrudnienia w sektorze przetwórczym). Wydaje się, że już w najbliższych kilku miesiącach stopa referencyjna NBP może spaść do 4%, a nawet niżej.

Rada Polityki Pieniężnej podtrzymała opinię, że wejście Polski do systemu ERM2 i strefy euro powinno nastąpić jak najszybciej, ale po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji. Biorąc pod uwagę niechęć Prawa i Sprawiedliwości do zmiany Konstytucji bez referendum i jednoczesną niechęć Platformy Obywatelskiej do referendum, wydaje się, że szanse na wejście do ERM2 w przyszłym roku nie są zbyt duże.

RPP zdecydowała obniżyć stopy procentowe o 75 pkt bazowych, referencyjną do 5,0%. Mediana prognoz analityków rynkowych wynosiła 50 pb, jednak chyba wszyscy zdawali sobie sprawę z tego że możliwe jest głębsze dostosowanie polityki pieniężnej do szybko zmieniających się warunków ekonomicznych. Co więcej, według ankiety przeprowadzonej przez Parkiet, mediana odpowiedzi (nasza również) na pytanie „co Rada powinna zrobić?” wynosiła właśnie 75 pb. Wydaje nam się, że taka decyzja jest najbardziej uzasadniona w kontekście dzisiejszych danych opublikowanych przez GUS, o których poniżej. Reakcja rynku, który najwyraźniej pozostaje już w spokojnym przedsięwzięcznym nastroju, zarówno na dane, jak i na decyzję Rady była umiarkowana – umocnienie na rynku długu i umocnienie złotego.

Komunikat opublikowany po posiedzeniu zawierał wiele zmian, wskazujących na ryzyka dla wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie oraz poprawiające się perspektywy inflacji (szczegóły na następnej stronie). Rada oczekuje, że inflacja już w najbliższym czasie obniży się poniżej 3,5% i będzie spadała w kolejnych miesiącach, co będzie związane z obniżającym się tempem wzrostu gospodarczego. Jedynym wymienionym podczas konferencji prasowej ryzykiem dla inflacji była skala wzrostu cen regulowanych. Utwierdza nas to w przekonaniu, że Rada będzie kontynuowała politykę obniżek stóp procentowych w 2009 roku. Pozostaje tylko pytanie o ich skalę i rozłożenie w czasie. Rada wykazała dziś sporą chęć do obniżek i możliwe jest, że stopa referencyjna osiągnie poziom 4% już w lutym (po dwóch kolejnych obniżkach o 50 pb). Z drugiej strony, wydaje się również możliwe, że po zaaplikowaniu praktycznie 100 pb w ciągu miesiąca (25 pb 26-go listopada i 75 pb dziś) Rada zdecyduje się wstrzymać z kolejną obniżką w styczniu, o ile kolejne publikacje danych po raz kolejny nie zaskoczą *in minus*. Rada może poczekać na nową projekcję inflacji, która będzie opublikowana w lutym a kolejna obniżka mogłaby wówczas wynieść ponownie 75 pb. Po niej nastąpiłyby kolejne i w sumie stopa referencyjna tak czy inaczej spadłaby do 4% (lub nawet poniżej) w ciągu kilku najbliższych miesięcy.

W komunikacie Rada podtrzymała dotychczasowe stanowisko, że „przystąpienie Polski do mechanizmu kursowego ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce”. Co prawda podczas konferencji prasowej prezes NBP powiedział, że ten temat nie był przedmiotem dyskusji, jednak członek Rady, Dariusz Filar dodał, że zdanie to jest „wyrazem głęboko przemyślanego stanowiska”. Wydaje się nam to szczególnie ważne w kontekście ostatnich wypowiedzi przedstawicieli partii rządzących, którzy sugerowali możliwość wejścia do ERM2 przed dokonaniem zmian prawnych. Jak widać, bank centralny nie zgadza się z takim punktem widzenia, co naszym zdaniem jest jak najbardziej zrozumiałe. Premier Donald Tusk powiedział dzisiaj: „będziemy podejmowali wszelkie dostępne prawem wysiłki, by wprowadzić Polskę do strefy euro (...) zgodnie z planem”. Nie wiemy co takie stwierdzenie w praktyce oznacza. Co prawda wejście do ERM2 przed zmianą konstytucji jest zgodne z prawem, ale nie oznacza, że jest dobrym posunięciem (o ryzyku z tym związanym pisaliśmy wielokrotnie). Biorąc pod uwagę niechęć PiS do zmiany Konstytucji bez referendum i jednoczesną niechęć PO do referendum, wydaje się, że szanse na wejście do ERM2 w przyszłym roku nie są zbyt duże.

Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone istotne zmiany w porównaniu z listopadem)

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie, **w szczególności wyraźny spadek dynamiki inwestycji w III kw. br.**, wskazują **potwierdzać**, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce uleganie **istotnemu** obniżeniu – w kolejnych kwartałach. Do silniejszego niż dotychczas oczekiwano spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego **w kolejnych kwartałach** przyczyni się znaczące **obniżenie – spadek** wzrostu gospodarczego za granicą, **zwiększona niepewność – co do przyszłej sytuacji gospodarczej – pogorszenie się oczekiwań podmiotów gospodarczych** oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt związany z wyższą premią za ryzyko zawartą w rynkowych stopach procentowych. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na **spadek zatrudnienia, wzrost bezrobocia i obniżanie się dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, co będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej** utrzymywanie się **wysokiej dynamiki wynagrodzeń i niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy**. Obniżająca się dynamika zatrudnienia sygnalizuje **łagodzenie napięć na rynku pracy i prawdopodobne zmniejszenie presji płacowej w kolejnych kwartałach**.

Od październikowego **listopadowego** posiedzenia Rady nadal obniżano prognozy wzrostu dla gospodarki światowej, ~~co~~ związane było z utrzymującymi się zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych i rosnącym wpływem tych zaburzeń na realną sferę gospodarki. Jednocześnie ~~–~~ **Silne** spowolnienie wzrostu gospodarki światowej – w szczególności **pogłębiająca się** recesja w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii – oraz towarzyszący mu spadek cen surowców i żywności na rynkach światowych ~~przyczynia się do~~ **prowadzący do szybszego niż oczekiwano spadku inflacji**, ~~co~~ skłoniły wiele banków centralnych do dalszego **znaczącego łagodzenia polityki pieniężnej** ~~obniżania stóp procentowych~~. Zaburzenia na globalnych rynkach finansowych ~~deprowadziły do~~ **wzrostu i podwyższona** awersją do ryzyka, ~~czemu towarzyszyło osłabienie~~ **przyczyniają się do utrzymania zwiększonej zmienności kursów walut wielu krajów**, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej ~~oraz zwiększona zmienność kursów tych walut~~.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja ~~utrzyma się powyżej górnej granicy~~ **znajdzie się w przedziale** odchyleni od celu inflacyjnego, ~~co w głównej mierze będzie związane ze wzrostem cen kontrolowanych~~. Jednakże w **W** średnim okresie silniejsze niż dotąd oczekiwano spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej – w szczególności recesja u głównych partnerów handlowych Polski – i w konsekwencji obniżenie tempa krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ~~obniżenia~~ **dalszego spadku** inflacji w Polsce. Obniżająca się dynamika PKB i związane z tym ograniczenie popytu na pracę, a także pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw przyczynią się do osłabienia presji płacowej, a ~~tym samym w konsekwencji~~ **presji inflacyjnej**. W tym samym kierunku będzie oddziaływać zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki. Czynniki ~~opóźniającymi~~ **ograniczającymi** proces obniżania się inflacji ~~możegą być – obok wysokiego rocznego tempa~~ **dalszy** wzrostu cen kontrolowanych ~~– rosnące ceny niektórych usług, co częściowo wynikać może ze wzrostu cen nośników energii~~ **oraz obserwowana w ostatnich miesiącach deprecjacja złotego, choć skala jej wpływu na inflację może być ograniczona w warunkach spowolnienia gospodarczego**.

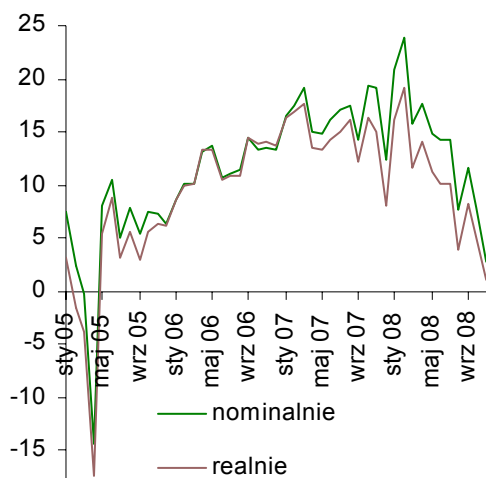
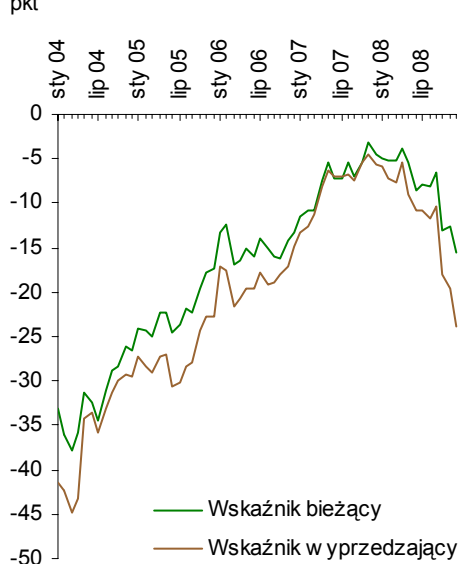
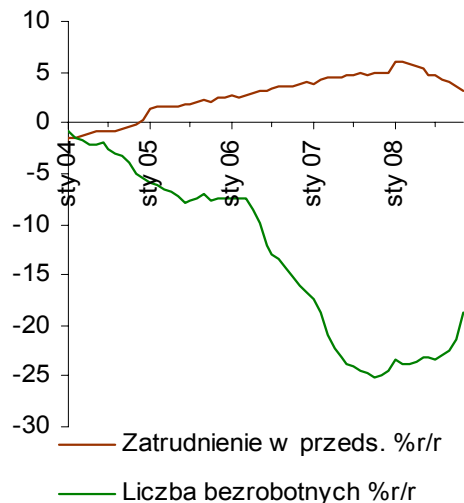
Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu i podjęła decyzje o obniżeniu stóp procentowych.

Łagodzenie polityki pieniężnej powinno przyczynić się do stabilizowania tempa wzrostu gospodarczego na poziomie tempa wzrostu produktu potencjalnego, co w średnim okresie będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce i na świecie. Czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych.

Rada będzie analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce.

Rada podtrzymuje dotychczasowe stanowisko, że przystąpienie Polski do mechanizmu kursowego ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

Rada przedłużyła możliwość stosowania przez Narodowy Bank Polski rozszerzonego zakresu instrumentów polityki pieniężnej, w szczególności transakcji swapów walutowych, na 2009 r. Decyzja ta stanowi uzupełnienie Założeń polityki pieniężnej na rok 2009 w części dotyczącej instrumentów polityki pieniężnej.

Sprzedaż detaliczna % r/r**Koniunktura konsumencka****Zmiany na rynku pracy, % r/r****Kolejne kiepskie informacje!**

Od jakiegoś czasu wydawało się przesądzone, że eksport i inwestycje spowolnią znacząco w kolejnych kwartałach, a pierwsze tego symptomy już obserwowaliśmy w danych. Dzisiaj dodatkowo poznaliśmy kiepskie informacje dotyczące konsumpcji. Wymieniamy je w punktach poniżej:

- sprzedaż detaliczna wzrosła o zaledwie 2,7% r/r w ujęciu nominalnym, a wzrost realnie wyniósł zaledwie 1,1% r/r. Co prawda niektóre kategorie wciąż wykazują wzrost powyżej 20% r/r (meble, sprzęt RTV AGD, odzież i obuwie), a kiepski wynik wynika w znacznej mierze ze spadku sprzedaży samochodów (o 16,9% r/r) oraz spadku sprzedaży paliw (o 4 % r/r) w wyniku spadku cen. Dodatkowo, w listopadzie mieliśmy mniejszą liczbę dni roboczych i dwa dni wolne, podczas których według nowego prawa zamknięte były centra handlowe. Niemniej, te czynniki brane były w pewnym stopniu pod uwagę przy formułowaniu prognoz (rynkowa 6,0%, nasza 5,0%).

- koniunktura konsumencka GUS wskazuje na dalsze pogorszenie nastrojów społeczeństwa. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej spadł o 3,0 pkt w porównaniu z poprzednim miesiącem i o 11 w porównaniu z listopadem 2007. Wskaźnik wyprzedzający zmniejszył się o 4,3 pkt w ujęciu miesięcznym i niemalże 20 pkt w ujęciu rocznym. Według GUS wskazuje to, że możliwe jest istotne spowolnienie dynamiki konsumpcji indywidualnej.

- w listopadzie tempo wzrostu płac spowolniło do 7,4% r/r. O tym wiedzieliśmy wcześniej. Dziś dowiedzieliśmy się, że w znacznym stopniu za takie tempo odpowiadał sektor górniczy (wyплаты barbońkowe), natomiast w sektorze przetwórczym płac wzrosły o niewiele ponad 5%.

- co więcej, zatrudnienie w sektorze przetwórczym zmniejszyło się w listopadzie aż o 0,8%, czyli zwolniono 17 tysięcy ludzi. Zwolnienia kontynuowane też były w budownictwie. Jedynym sektorem który wciąż zwiększa zatrudnienie jest handel (0,2% m/m), choć w kontekście wyników sprzedaży detalicznej zasadne jest pytanie jak długo to jeszcze potrwa.

Stopa bezrobocia będzie dalej rosła

Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec listopada wzrosła do 9,1% z 8,8% na koniec października. Tym samym okazała się zgodna z naszą prognozą, a wyższa od oczekiwań rynku na poziomie 8,9-9,0%. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia nadal spada, ale skala tego spadku zmniejszyła się z 2,5pp do 2,1pp. W ciągu roku wyraźnie zmalała liczba ofert pracy, a jednocześnie wzrosła liczba zapowiadanych zwolnień pracowników. W najbliższych miesiącach, ze względu na działanie czynników sezonowych, należy spodziewać się dalszego znacznego wzrostu stopy bezrobocia. Dodatkowo nakładać się będą na to opisane wyżej negatywne tendencje w zakresie zatrudnienia oraz powroty emigrantów, co spowoduje, że już w pierwszym kwartale 2009 roczna zmiana stopy bezrobocia zmieni się wg nas z ujemnej w dodatnią. Prognozujemy, że na koniec grudnia 2008 stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie 9,6%, a na koniec przyszłego roku sięgnie ok. 12%.

Podsumowując, dzisiejsze informacje zdecydowanie nie napawają optymizmem i powodują znaczące ryzyko dla naszej prognozy wzrostu PKB na poziomie 3,5% w czwartym kwartale br. i 2,6% w przyszłym roku. Nowe prognozy przedstawimy w miesięcznym raporcie na początku nowego roku.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group