

# Komentarz po Radzie

## Stopy bez zmian do końca roku

4 września 2013

RPP nie zmieniła stóp procentowych, co nie było żadną niespodzianką po serii wypowiedzi jej członków, sugerujących, że stopy powinny pozostać bez zmian przynajmniej do końca roku. Co więcej, Rada zdecydowała się wpisać tę deklarację do oficjalnego komunikatu, co oznacza, że musiałyby zajść naprawdę nadzwyczajne okoliczności, aby w polityce pieniężnej nastąpiły istotne zmiany przed końcem grudnia. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że stopy pozostaną bez zmian do połowy przyszłego roku, co jest mniej więcej zgodne z tym, co wycenia obecnie rynek pieniężny.

Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian na wrześniowym posiedzeniu, pozostawiając stopę referencyjną na rekordowo niskim poziomie 2,5%. Jednocześnie, w oficjalnym komunikacie Rada napisała, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca bieżącego roku. Tym samym, w komunikacie RPP formalnie powtórzyła zdanie, które w ostatnich miesiącach wielokrotnie pojawiało się w wypowiedziach wielu członków Rady. Według Prezesa NBP Marka Belki jest trudne do wyobrażenia, aby w najbliższych miesiącach w polskiej gospodarce zaszły takie zmiany, które skłoniłyby RPP do zmian w polityce pieniężnej.

Ton samego komunikatu pozostał dość gołębi. Wprawdzie odnotowano sygnały stopniowego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych, nieznaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce i sygnały zahamowania spadku zatrudnienia, ale jednocześnie podkreślono, że tempo rozwoju gospodarki pozostaje znacząco poniżej wzrostu potencjalnego, a do przyspieszenia PKB przyczynił się głównie eksport netto, przy pogłębiającym się spadku popytu krajowego. Prezes NBP Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej, że chociaż poprawa sytuacji w gospodarce najprawdopodobniej będzie postępować, będzie ona stopniowa i nie należy przesadzać z optymizmem dotyczącym tempa ożywienia. Przypomniał też, że zgodnie z lipcową projekcją NBP wzrost PKB powinien przyspieszyć do 2,2% w IV kw. br. i do ok. 3% w połowie 2014 r. Jednocześnie, RPP nie dostrzega istotnych zagrożeń dla perspektyw inflacji. Rada dostrzega czynniki sprzyjające utrzymaniu niskiej inflacji na świecie oraz niską presję popytową i kosztową w Polsce. W komunikacie podkreślono, że wzrost inflacji CPI i bazowej w lipcu wynikał głównie z wyższych opłat śmieciowych i zmiany cen żywności. Wg Marka Belki pod wpływem lipcowych zmian CPI ścieżka inflacji będzie nieco wyższa niż prognozowana w ostatniej projekcji NBP, ale w lipcu 2014 r. ponownie spadnie. W efekcie, zdaniem Prezesa NBP „inflacja w scenariuszu bazowym nam snu nie maćci”.

Prezes NBP odmówił komentarza nt. perspektyw polityki pieniężnej wybiegających poza koniec bieżącego roku. Gdyby założyć, że inflacja miałaby się w przyszłości kształtować zgodnie z lipcową projekcją NBP, oznaczałoby to możliwość stabilizacji stóp procentowych w Polsce jeszcze przez dość długi okres (centralna ścieżka CPI w projekcji stabilizowała się blisko 1,5% do końca horyzontu prognozy, tj. 2015 r.). Nasze prognozy wskazują jednak, że inflacja będzie stopniowo przyspieszać, co może oznaczać, że RPP zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp mniej więcej w połowie 2014 r.

RPP przyjęła *Założenia do polityki pieniężnej na rok 2014*, które zostaną opublikowane w przyszłym tygodniu. Prezes Belka ujawnił, że nie przewidują one istotnych zmian w strategii, aczkolwiek zawierają pewną zmianę akcentów: konieczność większej elastyczności w realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego i podkreślenie znaczenia polityki makrostabilnościowej.

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

Dostępne dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w I połowie 2013 r. pozostała niska. Jednocześnie wciąż widoczne jest silne zróżnicowanie stanu koniunktury w poszczególnych gospodarkach. **W II kw. br. dynamika aktywności gospodarczej na świecie była nieco wyższa niż w I kw., choć wciąż znajdowała się na umiarkowanym poziomie.** Znacząco lepszej sytuacji w Stanach Zjednoczonych towarzyszy prawdopodobnie utrzymywanie się recesji w strefie euro i brak wyraźnego ożywienia wzrostu w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach. **Przyspieszyło tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych oraz – po kilku kwartałach spadku – wzrósł PKB w strefie euro.** Napływające dane dotyczące koniunktury gospodarczej na początku III kw. sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostała na niskim – jak na te kraje – poziomie. Niska Umiarkowana dynamika aktywności gospodarczej na świecie, a także wcześniejszy spadek cen surowców sprzyjają utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. **Na rynkach finansowych sygnały dotyczące możliwości ograniczenia zmniejszenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych w ostatnim okresie. Przyczyniły się do pewnego utrzymania podwyższonej zmienności i odpływu kapitału z rynków wielu gospodarek wschodzących i oraz deprecjacji kursów ich walut, w tym kursu złotego. Kurs złotego pozostał jednak relatywnie stabilny.**

W Polsce, w II kw. wzrost gospodarczy – po okresie silnego spowolnienia – nieznacznie przyspieszył. Dynamika PKB pozostała jednak znacząco niższa od tempa wzrostu potencjalnego. Do wzrostu PKB przyczynił się znaczący wkład eksportu netto, któremu towarzyszyło pogłębienie się spadku popytu krajowego. **W II kw. nieznacznie wzrosła konsumpcja prywatna, natomiast spadek inwestycji był większy niż w poprzednim kwartale.** Dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej w kwietniu i maju lipcu wskazują na utrzymanie się niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. sygnalizują możliwość stopniowej poprawy koniunktury na początku III kw. Sygnalizuje to także część wskaźników koniunktury, choć niektóre z nich w ostatnim okresie się poprawiły. Kontynuacja niskiego wzrostu gospodarczego sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie w maju 2013 r. nastąpiło wyhamowanie **W II kw. br. liczba pracujących w gospodarce ukształtowała się na poziomie niższym niż w analogicznym okresie zeszłego roku, jednak dane miesięczne z sektora przedsiębiorstw sygnalizują możliwość zahamowania spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i nieznacznie obniżyła się stopa bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych), w ostatnich miesiącach. Z kolei stopa bezrobocia, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, ustabilizowała się na podwyższonym poziomie, co sprzyjało utrzymaniu się niskiej dynamiki wynagrodzeń.** Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostał w ostatnim okresie ograniczony. Zarówno Roczna dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw utrzymały się na niskim poziomie. dalej się obniżała, natomiast dla gospodarstw domowych utrzymała się na niskim poziomie, przy czym dynamika kredytu konsumpcyjnego nieco wzrosła.

Inflacja CPI w maju br. lipcu ponownie się obniżyła **wzrosła** i wyniosła 0,5% 1,1% r/r, pozostając jednak wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Do obniżenia inflacji przyczynił się głównie dalszy spadek dynamiki cen energii, w tym cen paliw. **Wzrost inflacji wynikał z czynników o charakterze regulacyjnym, (tj. wzrostu opłat za wywóz nieczystości), który przyczynił się również do podwyższenia inflacji bazowej, a także z podwyższenia dynamiki cen warzyw oraz cen paliw.** 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. **Presja popytowa i kosztowa w gospodarce pozostały niskie, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych wciąż się obniżały. W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona.**

W ocenie Rady, napływające dane 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. Mimo to, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP. **Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Biorąc pod uwagę niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca br., co będzie wspierać powrót inflacji do celu w średnim okresie.**

Rada uznaje, 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. Podjęta na dzisiejszym posiedzeniu decyzja o obniżeniu stóp procentowych NBP kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

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.