

KOMENTARZ PO RADZIE

6 listopada 2013

Stopy bez zmian do połowy 2014

Zgodnie z powszechnym konsensusem i swoją własną deklaracją, RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, główna nadal jest na rekordowo niskim poziomie 2,50%. Co ważne, Rada zdecydowała wydłużyć sugerowany okres stabilnych stóp procentowych „co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014”. Wypadałoby, aby w takim zobowiązaniu wytrwać, więc pierwszej podwyżki można spodziewać się najwcześniej w lipcu 2014 roku. Nowa projekcja wzrostu gospodarczego jest bardziej optymistyczna (wzrost ok. 3% w 2014 i powyżej 3% w 2015), ale projekcja inflacji jest wciąż niska (poniżej 2% w 2014-15). Naszym zdaniem inflacja będzie wyższa, a Rada rozpocznie podwyżki stóp w III kwartale 2014.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w listopadzie stopy procentowe bez zmian, co nie było zaskoczeniem. W komunikacie widzimy jednak dwa bardzo ciekawe elementy: wydłużenie sugerowanego okresu stabilnych stóp i wyniki nowej projekcji inflacji i PKB.

Najważniejsze zdanie komunikatu brzmi: „**Biorąc pod uwagę bieżące dane statystyczne oraz przedstawioną projekcję PKB i inflacji potwierdzające niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.**” Oznacza to, że oficjalne stopy procentowe pozostaną najprawdopodobniej na historycznie niskim poziomie przez ponad pół roku. Podczas konferencji prasowej Prezes NBP Marek Belka powiedział wprost, że „trudno sobie wyobrazić, aby w ciągu pół roku nastąpiło coś takiego, co by mogło zmienić przekonanie RPP”. Jednocześnie podkreślone zostało, że obietnica nie jest w stu procentach bezwarunkowa. Z jednej strony, Rada widzi sporo korzyści wynikających z faktu, że bank centralny nie utrzymuje rynków w stanie niepewności - ograniczona zmienność na rynku walutowym i na rynku stopy procentowej oraz plusem dla kredytobiorców wynikające ze stabilnych stóp przez dłuższy okres. Z drugiej strony z kolei, sytuacja ekonomiczna jest na tyle stabilna, a wskaźniki gospodarcze zmieniają się stopniowo, że RPP postrzega ryzyko popełnienia błędu (zapowiedzią stabilnych stóp na tak długi okres) jako niewielkie. Trzeba powiedzieć, że to formalne wydłużenie okresu stabilnych stóp procentowych jest spójne z wcześniejszymi wypowiedziami medialnymi członków RPP. Niemniej, jesteśmy nieco zaskoczeni. Cóż, wypadałoby teraz, aby w takim zobowiązaniu przez te ponad pół roku wytrwać, tak więc pierwszej podwyżki stóp w Polsce można spodziewać się najwcześniej w lipcu 2014 roku. Nie znaczy to, że w polityce pieniężnej nic się nie będzie działo. Prezes NBP powiedział nawet podczas konferencji, że Rada będzie pracować nad określeniem takich symptomów zmian w gospodarce, które mogłyby zmienić jej postrzeganie gospodarki.

Jeśli chodzi o nową projekcję inflacji i PKB przygotowaną przez Instytut ekonomiczny NBP, to zgodnie z naszymi oczekiwaniami ścieżka PKB i CPI został podwyższona (szczegóły w tabeli poniżej). Tempo wzrostu gospodarczego może być zbliżone do 3% w roku przyszłym i przekroczyć ten poziom w 2015. Nasze prognozy w tym zakresie są bardzo podobne. Jednak w przypadku inflacji, projekcja została podwyższona niewiele i wskaźnik CPI pozostaje poniżej celu w średnim terminie. Jak powiedział Prezes NBP na konferencji, projekcja nie wzbudziła większych emocji wśród członków RPP, co oznacza, że zapewne jej wyniki są spójne ze scenariuszem zakładanym przez Radę. Szczegóły projekcji poznamy dopiero w przyszłym tygodniu (12 listopada) i wówczas będzie można ocenić z czego wynika niska prognozowana inflacja. Warto zwrócić uwagę, że podczas konferencji prasowej Prezes NBP zasugerował, że tempo wzrostu potencjalnego to co najmniej 3% („3% to bezpieczna wielkość”), podczas gdy w poprzedniej projekcji ten szacunek na lata 2013-14 wyniósł 2,6%. Nowe prognozy PKB oznaczałyby więc szybsze domknięcie luki popytowej.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 14	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 14
2013	0,5-2,5	0,6-2,0	0,5-1,7	1,0-1,5	1,8-3,1	1,3-1,9	0,6-1,1	0,9-1,0
2014	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,5	2,0-3,9	0,7-2,4	0,8-2,4	0,4-2,0	1,1-2,2
2015		1,9-4,4	1,6-4,2	2,1-4,5		0,7-2,4	0,7-2,4	1,1-2,6

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Web site: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU:

Poznań 61 856 5814/30

Warszawa 22 586 8320/38

Wrocław 71 369 9400

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

W III kw., pomimo pewnej poprawy, koniunktura w gospodarce światowej pozostała umiarkowana. Poprawa wskaźników aktywności gospodarczej była widoczna w największych gospodarkach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. **Aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie. W strefie euro w III kw. dynamika PKB utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do II kw., natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost prawdopodobnie nieznacznie spowolnił.** Z kolei w **niektórych** największych gospodarkach wschodzących, **w tym w Chinach**, dynamika aktywności nadal kształtowała się **wciąż** na niskim – jak na te kraje – poziomie. Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie sprzyjał utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. Na rynkach finansowych nastąpiła pewna poprawa nastrojów, do czego częściowo przyczyniło się odsunięcie w czasie rozpoczęcia ograniczania łagodzenia ilościowego przez Rezerwę Federalną. **Po przejściowym pogorszeniu nastrojów, związanym z niepewnością dotyczącą polityki fiskalnej w Stanach Zjednoczonych, w ostatnim okresie wzrosły ceny niektórych aktywów finansowych i oraz umocniły się kursy waluty rynków krajów wschodzących, w tym kurs złotegey.**

W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w ~~sierpniu~~ **III kw.** wskazują na utrzymywanie się ~~relatywnie~~ **relatywnie** niskiego, ~~choć wyższego niż w poprzednim kwartale~~ **choć wyższego niż w poprzednim kwartale** ~~lecz stopniowo przyspieszającego~~, wzrostu gospodarczego. Jednocześnie poprawiające się **wyprzedzające** wskaźniki koniunktury sygnalizują ~~możliwość~~ **możliwość** kontynuację stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach. ~~W sierpniu br. obserwowano dalsze wyhamowanie spadku~~ **Stopniowej poprawie koniunktury towarzyszy nieznaczny wzrost** zatrudnienia w przedsiębiorstwach (~~w ujęciu rocznym~~) ~~oraz nieznaczne obniżenie stopy bezrobocia (po wyeliminowaniu czynników sezonowych),~~ **jednak wciąż jest ono niższe niż rok wcześniej.** ~~Stopa bezrobocia~~ kształtuje się ~~jednak~~ **natomiast** nadal na podwyższonym poziomie, co ~~sprzyja~~ **przyczynia się do** utrzymania niskiej dynamiki wynagrodzeń. Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostaje ograniczony. ~~W sierpniu~~ **We wrześniu** roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtowała się wciąż na niskim poziomie. ~~Widoczne jest jednak pewne ożywienie w segmencie~~ **Jednocześnie od połowy br. stopniowo przyspiesza** dynamika kredytów konsumpcyjnych.

Inflacja CPI w ~~sierpniu~~ **we wrześniu** ~~utrzymała~~ **utrzymała** ~~obniżyła~~ **obniżyła** się na poziomie ~~do 1,1%~~ **do 1,0%** r/r, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). ~~Towarzyszyły temu nieznaczne obniżenie większości~~ **stabilizacja lub niewielki spadek** miar inflacji bazowej, ~~natomiast inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmieniła się.~~ ~~Jednocześnie nadal obniżały się~~ **Utrzymała się** ~~ujemna dynamika~~ **ujemna dynamika** ceny produkcji sprzedanej przemysłu (~~w ujęciu rocznym~~). ~~Kształtowanie się wskaźników inflacji, a także niski poziom oczekiwań inflacyjnych,~~ **potwierdzają** utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce. ~~Towarzyszy temu niski poziom oczekiwań inflacyjnych, mimo ich pewnego wzrostu we wrześniu.~~

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. **Taką ocenę potwierdza listopadowa projekcja inflacji i PKB.**

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. **W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu br. oraz utrzymanie ich na niezmiennym poziomie w drugim półroczu br. sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.**

Biorąc pod uwagę bieżące dane statystyczne oraz przedstawioną projekcję PKB i inflacji potwierdzającą niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.