

KOMENTARZ PO RADZIE

4 grudnia 2013

Nihil novi... I tak jeszcze przez pół roku?

Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek, stopy procentowe pozostały w grudniu bez zmian, podobnie jak sugestia, że ten stan nie zmieni się przez pierwszą połowę 2014 roku. Prezes NBP zapytany o czynniki, które będą istotne dla przyszłych decyzji RPP, wspominał m.in. o popycie wewnętrznym i rynku pracy. Według Rady w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. Naszym zdaniem, inflacja może być wyższa niż w projekcji, a na konferencji usłyszeliśmy, że pożądane są dodatnie realne stopy procentowe. Oczekujemy pierwszej podwyżki o 25 pkt bazowych na jesieni 2014.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w grudniu stopy procentowe bez zmian. Najważniejsza informacja z komunikatu RPP nie zmieniła się: „Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.”. Oznacza to, że stopa referencyjna pozostanie na historycznie niskim poziomie 2,5% jeszcze przez pół roku. Ani w ciągu ostatniego miesiąca, ani w najbliższej przyszłości nie wystąpią zapewne czynniki, które mogłyby podejść Rady zmienić. Czego można oczekiwać w międzyczasie, zanim dojdzie do pierwszej podwyżki stóp? Liczyliśmy na to, że Rada Polityki Pieniężnej zaadresuje ciekawy wątek rozpoczęty przez Prezesa Marka Belkę na listopadowej konferencji. Chodzi mianowicie o określenie jakie symptomy zmian w gospodarce mogłyby zmienić jej postrzeganie przyszłych trendów. Byłoby to przydatne w ocenie prawdopodobieństwa przyszłych zmian stóp procentowych. Sprawić by to mogło, że nawet jeśli Rada przejdzie w końcu do polityki stopniowych podwyżek stóp, to nie będzie musiała zaskakiwać i utrzymać przewidywalnie nudną politykę pieniężną. Jak na razie bowiem, prognozy momentu pierwszej podwyżki są dość zróżnicowane. Na dzisiejszej konferencji prasowej Prezes Belka, odnosząc się do pytania na ten temat jednak nieco rozczarował. Mówiąc o głównych czynnikach obserwowanych przez RPP wspominał o popycie wewnętrznym, rynku pracy, czy też badaniach dotyczących elastyczności popytowej różnych komponentów wskaźnika cen CPI. Co więcej, stwierdził, że nie jest pewien czy RPP jest gotowa i czy w ogóle będzie przedstawiać publicznie zestaw mierników (progów), które miałyby skłaniać do zmiany stóp. Oczywiście rozumiemy, że warunkowego *forward guidance* w Polsce nie będzie, natomiast zastanawia po co o tych „symptomach” wspominał Prezes w ubiegłym miesiącu.

Wciąż wydaje nam się, że im bliżej będzie połowy 2014 roku, to coraz bardziej zasadne będzie pytanie o początek zacieśnienia polityki pieniężnej. Jeszcze niedawno niektórzy członkowie RPP nie widzieli oznak ożywienia, a dziś już chyba tylko niepoprawni pesymiści nie wierzą w dalsze przyspieszenie polskiej gospodarki. Co więcej, jest coraz większa szansa, że będzie ono w coraz większym stopniu generowane przez popyt krajowy, przy kontynuacji poprawy sytuacji na rynku pracy. Naszym zdaniem, inflacja bazowa może zbliżyć się, a być może nawet przekroczyć, poziom 2% w pierwszej połowie roku. Co za tym idzie, korekta poprzedniej ścieżki z projekcji inflacji NBP, dokonana w listopadzie, może okazać się niewystarczająca i na początku roku możemy zobaczyć kolejną. Tak więc, pierwszym najbliższym ciekawym posiedzeniem RPP będzie spotkanie w lutym, na którym poznamy nową projekcję. Kolejna projekcja będzie już w lipcu, czyli po sugerowanym okresie stabilnych stóp.

W drugiej połowie 2014 roku Rada będzie już musiała odpowiedzieć na pytanie czy w zmienionych warunkach makroekonomicznych (wyższy wzrost, wyższa inflacja) należy utrzymać stopy na tak niskim poziomie. Na konferencji prasowej, członek RPP Andrzej Rzońca (starający się mówić w imieniu całej Rady) stwierdził, że RPP chce prowadzić konwencjonalną politykę pieniężną, która to charakteryzuje się dodatnimi realnymi stopami procentowymi. Warto przypomnieć, że już w opisie z listopadowego posiedzenia RPP można przeczytać, że zdaniem niektórych członków Rady wzrost inflacji może być wyższy niż przewidywany w projekcji, jeśli presja popytowa będzie silniejsza niż zakładana w projekcji lub wystąpią negatywne wstrząsy na rynkach surowców. Ci sami członkowie zwrócili uwagę, że możliwy wzrost inflacji może spowodować obniżenie realnej stopy procentowej. W tym samym opisie można też wyczytać sugestię, że dla niektórych członków Rady możliwa aprecjacja złotego w warunkach poprawy krajowej koniunktury może hamować wzrost inflacji, a co za tym idzie zapewne zapędy do podwyższania stóp procentowych. Wciąż oczekujemy, że stopy procentowe zostaną podniesione w drugiej połowie przyszłego roku. Prognozujemy dwie podwyżki po 25 pkt bazowych, pierwszą z nich na jesieni. Okres stabilnych stóp może się wydłużyć ze względu na niższą ścieżkę inflacji oraz zwiększenie liczby członków Rady Polityki Pieniężnej. Oprócz zastąpienia prof. Zyty Gilowskiej (jednej z najbardziej „jastrzębich” członków), w trakcie 2014 roku może zostać do RPP dołączonych kolejnych trzech członków (jeśli nowelizacja ustawy o NBP wejdzie w życie). Niepewność co do składu osobowego stanowi dodatkowy czynnik ryzyka z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej.

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 Luźniński 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 listopadem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie i pozostaje umiarkowany. 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. **W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w III kw. nieco przyspieszyła, natomiast w strefie euro wzrost spowolnił do poziomu nieznacznie powyżej zera.** Z kolei w niektórych **Równocześnie dynamika aktywności gospodarczej w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, nadal kształtował się na niskim – jak na te kraje – poziomie.** Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie **oraz spadek dynamiki cen energii sprzyjały utrzymaniu obniżeniu się niskiej inflacji w wielu krajach.** Po przejściowym pogorszeniu nastrojów, związanym z niepewnością dotyczącą polityki fiskalnej w Stanach Zjednoczonych, w ostatnim okresie wzrosły ceny niektórych aktywów finansowych oraz umocniły się waluty krajów wschodzących, w tym złoty. **Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje silnie ekspansywna. W listopadzie Europejski Bank Centralny obniżył podstawową stopę procentową, a pozostałe główne banki centralne utrzymały dotychczasową skalę ekspansji monetarnej.**

W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w III kw. wskazują na utrzymywanie się niskiego, lecz stopniowo przyspieszającego, **dane o PKB za III kw. potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego. W III kw. – po kilku kwartałach spadku – nieznacznie wzrósł popyt krajowy, do czego przyczynił się wzrost konsumpcji oraz niewielkie zwiększenie inwestycji.** Towarzyszyło temu obniżenie dodatniego wkładu eksportu netto oraz nadal ujemny wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB. **październiku nastąpiło nieznaczne spowolnienie rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Równocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej, mimo wzrostu, pozostała ujemna.** Jednocześnie poprawiające się wyprzedzające wskaźniki koniunktury sygnalizują kontynuację **jednak dalsze stopniowe ożywienie i aktywności w kolejnych kwartałach.** Stopniowej poprawie koniunktury towarzyszy nieznaczny wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, jednak wciąż jest ono niższe niż rok wcześniej **wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Według BAEL, w III kw. liczba pracujących w gospodarce była nieco wyższa niż rok wcześniej.** Stopa **Przyczyniło się to także do niewielkiego obniżenia stopy bezrobocia kształtuje się natomiast nadal w ujęciu rocznym, która pozostaje jednak na podwyższonym poziomie, co przyczynia się do utrzymania niskiej W III kw. nieznacznie wzrosła dynamika wynagrodzeń w gospodarce.** Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostaje ograniczony. **We wrześniu W październiku roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wciąż kształtowała się wciąż na niskim poziomie.** Jednocześnie od połowy br. stopniowo przyspiesza dynamika kredytów konsumpcyjnych.

Presja popytowa i kosztowa w gospodarce pozostaje niska. Inflacja CPI **we wrześniu października** obniżyła się do 1,0% **0,8% r/r (z 1,0% r/r we wrześniu),** pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszyło temu **stabilizacja lub niewielki spadek miar utrzymanie się niskiej inflacji bazowej Utrzymała się ujemna dynamika, a także spadek cen 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. Równocześnie oczekiwania inflacyjne pozostały niskie.**

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. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.** W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu br. oraz utrzymanie ich na niezmiennym poziomie **w drugim półroczu br. w kolejnych kwartałach** 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 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.

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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 534 18 88, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl