

KOMENTARZ PO RADZIE

5 lutego 2014

A może ciekawiej dopiero w lipcu?

Dzisiejsze posiedzenie nie przyniosło wiele istotnych informacji z punktu widzenia oceny perspektyw polityki pieniężnej. Z pewnością ważniejsze i ciekawsze będzie posiedzenie marcowe, ze względu na nową projekcję inflacji i PKB, które pokażą zapewne wyższe wskaźniki na lata 2014-15 (oraz po raz pierwszy prognozę na rok 2016). Nie wykluczamy jednak, że marcowe posiedzenie wcale nie będzie przełomowe, a RPP będzie spokojnie czekała nawet do lipca, na kolejną projekcję. A po lipcowym posiedzeniu nastąpić może zmiana polityki relatywnie długiego (jak na polskie warunki) *forward guidance* na politykę analizowania sytuacji „z posiedzenia na posiedzenie”. Podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stóp na jesieni.

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 2,5%.

Główne elementy komunikatu Rady nie zmieniły się (szczegóły na następnej stronie), a Prezes Marek Belka nazwał je demonstracyjną repliką zdań z poprzedniego miesiąca, co miało być sygnałem dla rynku, że Rada czuje się w obecnych uwarunkowaniach komfortowo.

Prezes Belka uniknął odpowiedzi na pytanie dotyczące wydłużenia sugerowanego okresu stabilnych stóp. Ponownie podkreślona została istotność marcowej projekcji, która może rzucić więcej światła na dłuższy horyzont (po raz pierwszy projekcja pokaże rok 2016). W komunikacie można zauważyć delikatne sygnały sugerujące zmianę oceny sytuacji gospodarczej na bardziej optymistyczną. Dotyczy to przede wszystkim rynku pracy. Miesiąc temu RPP napisała, że ożywienie gospodarcze jedynie w ograniczonym stopniu przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy, a wzrost zatrudnienia pozostaje niewystarczający do obniżenia stopy bezrobocia. Tym razem ten fragment brzmi „ożywienie gospodarcze oddziałuje w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy i pojawiają się sygnały wzrostu zatrudnienia, co powinno sprzyjać obniżeniu się bezrobocia”. Nie zmienia to zasadniczo oceny RPP, która nadal podkreśla, że „stopa bezrobocia kształtuje się jednak nadal na podwyższonym poziomie, co ogranicza presję płacową w gospodarce”. Podobny głos, podkreślający powolną poprawę na rynku pracy i wciąż ujemną lukę popytową, można było usłyszeć na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. Ponadto, RPP w komunikacie zauważa nieznaczne przyspieszenie akcji kredytowej.

Odnosząc się do obecnej sytuacji gospodarczej - wzrost gospodarczy przyspiesza, a inflacja utrzymuje się na niskim poziomie – Prezes Belka stwierdził, że „można tylko marzyć o takiej sytuacji”. Podkreślił startowanie gospodarki z niskiego pułapu (luka popytowa nie zamknie się szybko) oraz sprzyjanie zewnętrznej sytuacji inflacyjnej, szczególnie w zakresie surowców.

Rada w komunikacie wspominała również o obserwowanej w ostatnich tygodniach sytuacji w krajach rozwijających się (odpływ kapitału). Podczas konferencji Prezes Belka stwierdził, że nie miało miejsca nic takiego, co skłoniłoby NBP do interwencji na rynku walutowym. Całkowicie zgadzamy się z taką oceną.

Jak wiadomo było od jakiegoś czasu, najciekawszym spotkaniem RPP w pierwszym kwartale będzie spotkanie marcowe, przede wszystkim ze względu na nową projekcję inflacji. Chcielibyśmy zwrócić uwagę, że całkiem możliwe jest, że po marcowym spotkaniu będziemy wiedzieć niewiele więcej. Nowa projekcja będzie zapewne pokazywać wyższą ścieżkę inflacji i PKB (co samo w sobie może wpłynąć na oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych), jednak niekoniecznie może to oznaczać jakąkolwiek sugestię ze strony RPP odnośnie *forward guidance*. Wyobrażamy sobie taką sytuację, że jeszcze w kwietniu-maju Rada powtórzy po prostu obecną retorykę, natomiast w maju-czerwcu stwierdzi, że chciałaby poczekać na nową projekcję (lipcową). W takim scenariuszu dopiero w lipcu (kiedy minie obecnie sugerowany okres stabilnych stóp) Rada musiałaby się określić co dalej ze stopami. Zgadzamy się z członkiem RPP Andrzejem Bratkowskim, że wydłużanie sugerowanego okresu stabilnych stóp o jeden kwartał dużo nie da. Z kolei wydłużanie o kolejne pół roku nie będzie miało sensu biorąc pod uwagę perspektywę inflacji i wzrostu gospodarczego. Innymi słowy, po lipcowym posiedzeniu nastąpi prawdopodobnie zmiana polityki relatywnie długiego (jak na polskie warunki) *forward guidance* na politykę analizowania przez RPP sytuacji „z posiedzenia na posiedzenie”.

Nie zmieniamy prognozy pierwszej podwyżki stóp NBP na jesieni.

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 Luzziński 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 ze styczniem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, **choć sytuacja w poszczególnych krajach jest zróżnicowana**. W Stanach Zjednoczonych koniunktura **wyraźnie poprawia się, w efekcie czego Rezerwa Federalna podjęła decyzję o zmniejszeniu od stycznia 2014 r. co skłania Rezerwę Federalną do ograniczania** skali luzowania ilościowego. Równocześnie następuje powolne ożywienie wzrostu w strefie euro, choć skala **tego** ożywienia jest **dotychczas** niewielka i **silnie zróżnicowana pomiędzy poszczególnymi krajami strefy. W związku z tym, Europejski Bank Centralny utrzymuje silnie akomodacyjną politykę pieniężną.** Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej – pomimo pewnej poprawy – nadal kształtuje się na niskim jak na te kraje poziomie. Umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

Ograniczanie skali zakupu aktywów przez Rezerwę Federalną przyczyniło się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, w szczególności w odniesieniu do niektórych gospodarek wschodzących.

Dane o krajowej aktywności gospodarczej w listopadzie 2013 r. sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. **Wstępne dane o PKB w 2013 r. wskazują, że w IV kw. wzrost gospodarczy był wyższy niż w III kw., przy wciąż istotnym wkładzie eksportu netto do wzrostu PKB. W szczególności Stopniowe przyspieszenie wzrostu potwierdzają także dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) wskazują na utrwalenie tendencji wzrostowych w przemyśle i handlu detalicznym. Równocześnie ograniczenie, a także wyhamowanie spadku produkcji budowlano-montażowej świadczy o pewnej poprawie sytuacji w budownictwie. Także Wzrost aktywności w kolejnych kwartałach sygnalizują wskaźniki koniunktury sygnalizują dalszy wzrost aktywności w gospodarce. Postępujące Stopniowe ożywienie gospodarcze jedynie w ograniczonym stopniu przekłada się na oddziałuje w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy, a Pojawiają się sygnały wzrostu zatrudnienia, pozostaje niewystarczający do obniżenia stopy co powinno sprzyjać obniżeniu się bezrobocia, która Stopa bezrobocia kształtuje się jednak nadal na podwyższonym poziomie, co Wysokie bezrobocie ogranicza presję płacową i popytową w gospodarce, a dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw pozostaje niska.**

Inflacja CPI w listopadzie **grudniu** 2013 r. **obniżyła się do wyniosła 0,6% 0,7% (z 0,8% w październiku)**, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Towarzyszył temu spadek większości Na niskim poziomie utrzymały się także** miary inflacji bazowej, **co potwierdza nadal ograniczoną presję popytową. Równocześnie wciąż obniżają się ceny produkcji sprzedanej przemysłu, co sygnalizuje niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Na niskim poziomie kształtują się również oczekiwania inflacyjne. Towarzyszy temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.**

Przyrost akcji kredytowej W ostatnim okresie akcja kredytowa dla sektora prywatnego nieznacznie przyspieszyła, choć pozostaje ograniczona. W listopadzie grudniu 2013 r. roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wciąż była niska. Jednocześnie od połowy 2013 r. stopniowo przyspiesza dynamika kredytów konsumpcyjnych.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. 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 br.

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

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 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