

KOMENTARZ PO RADZIE

5 marca 2014

Dłuższy okres stabilnych stóp

Wbrew naszym oczekiwaniom, Rada Polityki Pieniężnej wydłużyła dziś sugerowany okres stabilnych stóp procentowych do końca trzeciego kwartału 2014 roku. Jak można było oczekiwać, nowa projekcja wzrostu gospodarczego została podwyższona - środek przedziału na 2014 rok wynosi 3,5% (poprzednio ok. 2,5%), co jest zgodne z naszą prognozą (która jest powyżej konsensusu). Nieco szybszy wzrost PKB przewidywany jest w roku 2015. Co ciekawe, projekcja inflacji zakłada, że pomimo takiego ożywienia gospodarczego inflacja CPI utrzyma się wyraźnie poniżej celu w latach 2014-15 (podobnie jak w poprzedniej projekcji) i wzrośnie w kierunku celu dopiero w roku 2016. Prezes NBP przyznał, że RPP zastanawiała się, czy nie wydłużyć deklaracji stabilnych stóp do końca roku. Zdecydowano się jednak na krótszy horyzont ze względu na dużą skalę niepewności. Po dzisiejszym posiedzeniu widzimy większe ryzyko scenariusza stabilizacji stóp NBP do końca tego roku.

Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 2,5%. Zaskoczeniem jest, że RPP zdecydowała już dziś wydłużyć deklarowany okres stabilnych stóp (tzw. *forward guidance*) – z połowy roku do końca trzeciego kwartału. Stało się tak pomimo licznych wcześniejszych sugestii ze strony członków Rady Polityki Pieniężnej, że nad taką decyzją Rada będzie zastanawiać się dopiero na kolejnych posiedzeniach, a niektórzy członkowie wręcz stwierdzali, że wydłużanie sugerowanego okresu stabilnych stóp tylko o jeden kwartał nie ma zbyt dużego sensu. W chwili obecnej wydaje się jednak jasne, że stopy procentowe nie ulegną zmianie przynajmniej do października. Prezes NBP Marek Belka w czasie konferencji prasowej zwrócił uwagę na to, że w kluczowym zdaniu komunikatu, wydłużającym horyzont *forward guidance* RPP dodała nowy element, stwierdzając, że „stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.” Podkreślił, że jest to sygnał, że nie należy oczekiwać, że Rada zabierze się do podwyżek od razu po zakończeniu III kwartału. Biorąc pod uwagę termin publikacji kolejnej projekcji NBP (listopad), faktycznie wydaje się, że pierwsza zmiana (podwyżka) stóp raczej nie nastąpi w październiku. Wprawdzie Prezes NBP stwierdził, że w komunikacie nigdzie nie ma mowy, że kolejną decyzją będzie podwyżka, to jednocześnie dał do zrozumienia, że obniżki nie powinny być obecnie brane pod uwagę – jego zdaniem obniżanie stóp w sytuacji, gdy gospodarka dość żwawo przyspiesza byłoby „dziwnym” działaniem procyklicznym i błędem (którego zresztą Rada nie ustrzegła się w przeszłości). Warto zaznaczyć, że działanie procykliczne to jedno, a działanie wyprzedzające to drugie. Niska projekcja inflacji CPI (szczegóły poniżej) uzasadnia oczywiście utrzymywanie stóp bez zmian, niemniej naszym zdaniem istnieje ryzyko, że przy obserwowanym i oczekiwanym ożywieniu gospodarczym, inflacja będzie jednak wyższa. Oby nie okazało się, że podwyższając stopy procentowe dopiero gdy inflacja wzrośnie, zaostrenie polityki pieniężnej przyjdzie zbyt późno.

Belka przyznał, że RPP zastanawiała się, czy nie wydłużyć deklaracji stabilnych stóp nawet do końca roku. Zdecydowano się jednak na krótszy horyzont ze względu na dużą skalę niepewności.

Biorąc pod uwagę sposób działania Rady w ostatnim czasie (od projekcji do projekcji – wprowadzenie *forward guidance* w lipcu 2013, wydłużenie w listopadzie 2013 i po raz kolejny w marcu 2014), wygląda na to, że najbliższym posiedzeniem Rady, na które warto zwrócić uwagę będzie dopiero spotkanie lipcowe. Wówczas, na podstawie kolejnej projekcji, RPP albo wydłuży okres stabilnych stóp do końca tego roku albo zaostrzy nieco ton, nie wykluczając podwyżki. Będzie to rzecz jasna zależało również od napływających danych, choć po dzisiejszym posiedzeniu widzimy większe ryzyko tego pierwszego scenariusza (wobec naszej dotychczasowej prognozy pierwszej podwyżki na jesieni).

Według Prezesa NBP argumentem za wydłużeniem okresu stabilnych stóp były wyniki projekcji, a jednocześnie nie miało sensu wydłużanie okresu niepewności dla rynków finansowych. Prezes dodał również, że decyzję przyspieszyła sytuacja na Ukrainie.

Jak można było oczekiwać, nowa projekcja wzrostu gospodarczego została podwyższona - środek przedziału na 2014 rok wynosi 3,5% (poprzednio ok. 2,5%), co jest zgodne z naszą prognozą (która jest powyżej konsensusu). Nieco szybszy wzrost PKB przewidywany jest w roku 2015. Co ciekawe, projekcja inflacji zakłada, że pomimo takiego ożywienia gospodarczego inflacja CPI utrzyma się wyraźnie poniżej celu w latach 2014-15 (podobnie jak w poprzedniej projekcji) i wzrośnie w kierunku celu w roku 2016. Z pewnością ciekawy będzie cały *Raport o inflacji* przedstawiający szczegóły projekcji (publikacja w poniedziałek).

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

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Mar 13	Lip 13	Lis 13	Mar 14	Mar 13	Lip 13	Lis 13	Mar 14
2014	1,4-3,7	1,2-3,5	2,0-3,9	2,9-4,2	0,8-2,4	0,4-2,0	1,1-2,2	0,8-1,4
2015	1,9-4,4	1,6-4,2	2,1-4,5	2,7-4,8	0,7-2,4	0,7-2,4	1,1-2,6	1,0-2,6
2016				2,3-4,8				1,6-3,3

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

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

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, choć **przy czym** sytuacja w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych koniunktura – **pomimo sygnałów pewnego osłabienia w ostatnim okresie** – poprawia się, co skłania Rezerwę Federalną do ograniczania skali luzowania ilościowego **pozostaje korzystna**. Równocześnie w strefie euro następuje powolne ożywienie wzrostu w strefie euro, choć **jego** skala tego ożywienia jest dotychczas niewielka. 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 **w dalszym ciągu** kształtuje się na niskim jak na te kraje poziomie. **W części z nich wskaźniki koniunktury pogorszyły się w ostatnim okresie**. 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 sygnalizują **potwierdzają** 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 **W IV kw. roczna dynamika PKB była wyższa niż w III kw. 2013 r.** Głównym czynnikiem wzrostu pozostał eksport netto do wzrostu PKB. **Jednocześnie zwiększył się wkład popytu krajowego do wzrostu PKB. Było to związane z przyspieszeniem dynamiki konsumpcji oraz inwestycji.** Stopniowe przyspieszenie wzrostu potwierdzają także dane o **Na kontynuację stopniowego ożywienia na początku roku wskazuje utrzymanie się wzrostu** produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, **w styczniu.** a także wyhamowanie spadku **Jednocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej była ujemna.** Wzrost aktywności w kolejnych kwartałach sygnalizują **Wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak dalsze ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach.** Stopniowe ożywienie gospodarcze oddziałuje w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy. **Według BAEL, w IV kw. liczba pracujących w gospodarce była wyższa niż rok wcześniej.** Pojawiają się sygnały wzrostu zatrudnienia, co powinno sprzyjać **Sprzyjało to pewnemu obniżeniu się stopy bezrobocia, która Stopa bezrobocia kształtuje się pozostała jednak nadal na podwyższonym poziomie, co ogranicza presję płacową.** **Nadal podwyższone bezrobocie sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki płac w gospodarce.**

Według wstępnych danych, inflacja CPI w grudniu **styczniu 2013 r.** wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Na niskim poziomie utrzymały się także miary** **Towarzyszyło temu obniżenie** inflacji bazowej, co **nadal** potwierdza **nadal** ograniczoną presję popytową. Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. **Towarzyszy temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.**

W ostatnim okresie **Akcja** kredytowa dla sektora prywatnego – **choć powoli przyspiesza** – **nieznacznie przyspieszyła,** choć pozostaje ograniczona **niska.** W grudniu 2013 r. roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wciąż była **niska.** **Jednocześnie W szczególności,** od połowy 2013 r. stopniowo przyspieszała dynamika kredytów konsumpcyjnych. **W ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosła również – z niskiego poziomu – dynamika kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw.**

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 lutego 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,8-1,4% w 2014 r. (wobec 1,1-2,2% w projekcji z listopada 2013 r.), 1,0-2,6% w 2015 r. (wobec 1,1-2,6%) oraz 1,6-3,3% w 2016. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-4,2% w 2014 r. (wobec 2,0-3,9% w projekcji z listopada 2013 r.), 2,7-4,8% w 2015 r. (wobec 2,1-4,5%) oraz 2,3-4,8% w 2016 r.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. **Taką ocenę potwierdza marcową projekcją inflacji i PKB.** W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada **podtrzymuje ocenę** **ocenia,** że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione **w dłuższym okresie,** tj. co najmniej do końca **pierwszego półrocza trzeciego kwartału 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 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