

KOMENTARZ PO RADZIE

3 czerwca 2014

Obniżki niewykluczone, ale mało prawdopodobne

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, ale zmieniła ton komunikatu, w stronę, która wydaje się bardziej gołębia. Utrzymano deklarację stabilnych stóp do końca III kwartału, ale prezes NBP nie wykluczył obniżki stóp procentowych w dalszym horyzoncie. Naszym zdaniem, aby doszło do złagodzenia polityki pieniężnej, musielibyśmy zobaczyć w kolejnych miesiącach serię rozczarowujących danych o aktywności ekonomicznej, niższą od prognoz inflację i znaczną aprecjację złotego. Na razie wzrost gospodarczy przyspiesza, a złoty utrzymuje się w niezbyt szerokim przedziale wahań, dlatego zgadzamy się z opinią RPP, że scenariusz obniżek stóp nie jest scenariuszem bazowym ani prawdopodobnym.

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w czerwcu parametry polityki pieniężnej bez zmian – stopa referencyjna pozostała na rekordowo niskim poziomie 2,5%, na którym znajduje się od lipca 2013 r. Jednak wbrew temu, co sugerował miesiąc temu prezes NBP Marek Belka, konferencja prasowa po posiedzeniu Rady nie była wcale mało ekscytująca.

Treść oficjalnego komunikatu RPP uległa dość ważnej zmianie – w ostatnim akapicie Rada zadeklarowała utrzymanie stóp procentowych bez zmian do końca trzeciego kwartału br. (poprzednio było „w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału”) i zapowiedziała, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się m.in. z nową projekcją NBP. Jednocześnie, w bardziej stanowczy sposób niż poprzednio napisano, że w kolejnych kwartałach presja inflacyjna pozostanie „bardzo niska” (w poprzednim miesiącu: „pozostanie ograniczona”). Odnotowano jednak przyspieszenie wzrostu gospodarczego, a członek RPP Jerzy Osiatyński przyznał na konferencji prasowej, że struktura tego wzrostu (w szczególności siła ożywienia inwestycji) jest dla członków Rady zaskoczeniem.

Prezes NBP Marek Belka powiedział w czasie konferencji prasowej, że zmiany w komunikacie sygnalizują, że nie można wykluczyć dostosowania stóp procentowych w 2014 r. Jednocześnie, nie chciał jednoznacznie określić, o jaki kierunek dostosowania chodzi, mówiąc, że to zależy od napływających informacji oraz projekcji NBP. W dalszej części konferencji Belka przyznał, że nie można w obecnych warunkach wykluczyć, obniżek stóp procentowych, szczególnie w dalszej perspektywie niż koniec III kwartału. Z drugiej strony, dodał też, że Rada nie planuje obecnie obniżek, nie jest to obecnie scenariusz bazowy ani prawdopodobny i nie należy zmiany w komunikacie traktować, jako zapowiedzi obniżek. Jego zdaniem „nie ma powodów, abyśmy w tej chwili spekulowali o obniżkach stóp procentowych”. Pytany o to, czy podtrzymałby swoje stwierdzenie z poprzedniego miesiąca, że obniżka stóp w obecnych warunkach (przyspieszającego wzrostu gospodarczego) byłaby „grzechem śmiertelnym” odpowiedział, że co do zasady należy unikać procyklicznej polityki pieniężnej, ale inflacja zaskakuje i obecnie śmiertelność tego grzechu wydaje się trochę mniejsza. Jednocześnie, przyznając, że inflacja pozostaje znacznie poniżej celu, Belka zaznaczył, że jest to w dużym stopniu importowana niska inflacja, która nie szkodzi wzrostowi gospodarczemu. Wprawdzie bank centralny nie wyklucza, że w miesiącach letnich CPI może nawet przejściowo spaść poniżej zera (m.in. z powodu efektów bazy), ale to nie oznacza uporczywej deflacji i warunków, które przemawiałyby za obniżaniem stóp.

W sumie, sygnał wysłany przez RPP w tym miesiącu brzmi niejednoznacznie. Z jednej strony, komunikat i wypowiedzi podczas konferencji prasowej wydają się bardziej gołębie niż poprzednio. Z drugiej strony, obniżki stóp nie są dla Rady „scenariuszem bazowym, ani prawdopodobnym”. Warto się zastanowić, co mogłoby spowodować zmianę tej sytuacji. Nowa projekcja NBP, dostępna w lipcu, może pokazać trochę niższą ścieżkę CPI w krótkim horyzoncie, ale zapewne również kontynuację ożywienia gospodarczego, która powinna sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim horyzoncie. Wydaje nam się, że do zmiany bazowego scenariusza Rady potrzebne byłyby zaskakująco słabe dane o aktywności ekonomicznej (i to zapewne nie tylko z jednego miesiąca), niższa od prognoz inflacja i wyraźne umocnienie złotego. Tak czy inaczej, scenariusz obniżki stóp lipcu nie wchodzi naszym zdaniem w grę (RPP podtrzymuje przecież, że stopy powinny być stabilne do końca III kw.). W lipcu RPP zdecyduje, czy wydłużyć horyzont *forward guidance*. Jeśli przedłuży go do końca IV kwartału, będzie to sygnałem, że scenariusz złagodzenia polityki pieniężnej staje się mało prawdopodobny. Być może jednak deklaracja stabilnych stóp nie zostanie wydłużona, co rynek odczyta jako sygnał rosnącego prawdopodobieństwa dostosowania stóp w dół. Po lipcu RPP spotyka się dopiero we wrześniu. Naszym zdaniem dostępne wówczas dane będą wskazywały na kontynuację ożywienia gospodarczego opartego w coraz większym stopniu na popycie krajowym i prawdopodobne odbicie w górę inflacji po wakacjach. Nie będą to więc warunki sprzyjające obniżkom stóp procentowych.

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 majem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych – **po spadku PKB na początku br. – wskaźniki aktywności w ostatnich miesiącach poprawiły się** wzrost PKB w I kw. spowolnił, jednak napływające dane sugerują poprawę koniunktury w kolejnych miesiącach. W strefie euro kontynuowane jest **słabe** ożywienie wzrostu, choć jego tempo pozostaje umiarkowane **ze wzrostem PKB w I kw. niższym od oczekiwań**. Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną, a Europejski Bank Centralny sygnalizuje możliwość dalszego poluzowania polityki monetarnej w najbliższym czasie.

W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostaje – jak na te kraje – niska, a w Chinach i Rosji uległa osłabieniu. Umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. **W Europie Środkowo-Wschodniej inflacja obniżyła się w ostatnich miesiącach w pobliże zera.**

Dane o krajowej aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. **W Polsce, w I kw. wzrost PKB przyspieszył do 3,4% r/r, a więc w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji. Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego przyczynił się wzrost dynamiki inwestycji oraz niewielkie przyspieszenie popytu konsumpcyjnego.** W marcu produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna nadal rosły, choć wolniej niż oczekiwano. Równocześnie przyspieszył wzrost produkcji budowlano-montażowej. Wskaźniki koniunktury – pomimo pewnego osłabienia w marcu – nadal sygnalizują kontynuację wzrostu aktywności w kolejnych kwartałach. Stopniowemu przyspieszeniu aktywności gospodarczej towarzyszy umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. **W kwietniu ustabilizował się wzrost produkcji przemysłowej, a dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się. Jednocześnie wzrosła dynamika sprzedaży detalicznej. Towarzyszył temu umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.**

Ożywienie gospodarcze stopniowo przekłada się na sytuację na rynku pracy. **Według BAEL w I kw. 2014 r. wzrosła dynamika liczby pracujących w gospodarce.** Powolnemu wzrostowi zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy stopniowy spadek bezrobocia. **Sprzyjało to stopniowemu spadkowi bezrobocia, które pozostało jednak na podwyższonym poziomie.** Nadal podwyższone bezrobocie ogranicza presję płacową w gospodarce.

W marcu kwietniu inflacja CPI wyniosła **0,7% obniżyła się istotnie poniżej oczekiwań z marcowej projekcji i wyniosła 0,3%**, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). **Na niskim poziomie utrzymała się także inflacja bazowa. Obniżyły się również wszystkie miary inflacji bazowej.** Towarzyszył temu dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz obniżenie się oczekiwań inflacyjnych.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, **jednak a presja inflacyjna pozostanie ograniczona bardzo niska.** Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na obecnym poziomie. Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione **w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania poziomu stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym lipcową projekcją NBP.**

W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu ub. r. 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