

# KOMENTARZ PO RADZIE

2 lipca 2014

## Neutralne nastawienie zamiast forward guidance

RPP utrzymała w lipcu stopy bez zmian i zgodnie z naszymi oczekiwaniami zrezygnowała z formuły forward guidance. Jednak wbrew temu co sądziliśmy, rynek nie odebrał tej zmiany jako sygnału wzrostu szans na obniżkę stóp po wakacjach, po tym jak prezes NBP Marek Belka mocno stwierdził, że prawdopodobieństwo obniżek pozostaje niskie i zasugerował wprowadzenie czegoś na kształt neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem do złagodzenia polityki pieniężnej mogłoby dojść gdyby dane o aktywności ekonomicznej z kolejnych miesięcy były bardzo słabe (inflacja poniżej zera nie będzie niespodzianką!). Jeżeli jednak, zgodnie z naszymi prognozami, napływające informacje będą potwierdzały kontynuację umiarkowanie szybkiego wzrostu, czeka nas dalsza stabilizacja stóp na obecnym poziomie.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w lipcu stopy procentowe bez zmian, w tym referencyjną na poziomie 2,5%. Dość istotne zmiany nastąpiły jednak w komunikacie RPP opublikowanym po posiedzeniu, co zresztą nie było dużym zaskoczeniem. RPP od kilku miesięcy zapowiadała, że po zapoznaniu się z wynikami nowej projekcji NBP będzie mogła lepiej ocenić perspektywy polityki pieniężnej i zmodyfikować sposób komunikacji z rynkiem. W szczególności, tak jak oczekiwaliśmy (i jak sugerował w ostatnich tygodniach prezes NBP Marek Belka oraz kilku innych członków Rady), z komunikatu zniknęło zdanie deklarujące stabilność stóp procentowych do końca III kwartału, czyli tzw. *forward guidance*. Zamiast tego napisano, że decyzje RPP w kolejnych miesiącach będą uzależnione od napływających informacji i ich wpływu na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie. Co ważne, na samym początku konferencji prasowej po posiedzeniu RPP prezes NBP Marek Belka bardzo mocno zaakcentował, że zmiana formuły komunikatu nie oznacza, że we wrześniu należy się spodziewać obniżki stóp procentowych i powtórzył stwierdzenie z poprzedniego miesiąca, że prawdopodobieństwo takiego ruchu (obniżki) Rada ocenia jako bardzo niewielkie. Dodał też, że zmiana oznacza, iż w kolejnych miesiącach można się spodziewać wszelkich działań ze strony NBP, a o tym, jakie decyzje zostaną podjęte przesądzą napływające informacje nt. sytuacji gospodarczej. De facto RPP powróciła więc w lipcu do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.

Przedstawione w komunikacie RPP główne wyniki najnowszej projekcji NBP wskazują na scenariusz niższej inflacji i nieco niższego wzrostu PKB niż w projekcji marcowej (patrz tabela). Według banku centralnego inflacja może przejściowo obniżyć się poniżej zera (Belka powiedział na konferencji, że może to być kilka miesięcy), jednak w kolejnych kwartałach powinna stopniowo rosnąć w kierunku celu inflacyjnego. Warto podkreślić, że, po zapoznaniu się z takimi prognozami rozwoju sytuacji, zakładającymi raczej stabilizację wzrostu gospodarczego niż jego wyraźne przyspieszenie oraz dość powolne tempo wzrostu inflacji w kolejnych dwóch latach, RPP wciąż uważa, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych jest bardzo niskie. Potwierdza to naszą opinię, że aby doszło do złagodzenia polityki pieniężnej, kolejne dane napływające z gospodarki musiałyby wskazywać na wyraźne pogorszenie scenariusza makroekonomicznego. Argumentem za obniżką nie będzie przejściowy spadek CPI poniżej zera, ponieważ taki scenariusz jest już dziś antycypowany przez RPP. Następne posiedzenie decyzyjne będzie dopiero na początku września i do tego czasu pojawi się sporo nowych informacji, które pozwolą naszym zdaniem zweryfikować, czy zmierzamy w kierunku wyhamowania wzrostu gospodarczego, czy jednak (jak sądzimy) ostatnie słabsze dane były jedynie krótkotrwałym odchyleniem od trendu i w kolejnych kwartałach można liczyć na utrzymanie przyzwoitego tempa wzrostu aktywności ekonomicznej (ważniejsze od danych za II kw. mogą być pierwsze miesięczne wskaźniki dot. III kwartału). W tym drugim scenariuszu, który jest wciąż naszym scenariuszem bazowym, obniżki stóp procentowych nie będą potrzebne.

### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

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 czerwcem)

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 **gospodarczej** w ostatnich miesiącach poprawiły się. W strefie euro kontynuowane jest **słabe stopniowe** ożywienie ~~ze wzrostem PKB w I kw. niższym od oczekiwań~~ **koniunktury**. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska jak na te kraje, ~~a w Chinach i Rosji uległa osłabieniu~~. Umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach **gospodarkach, w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej**. ~~W Europie Środkowo-Wschodniej inflacja obniżyła się w ostatnich miesiącach w pobliże zera.~~

Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną, ~~a Europejski Bank Centralny sygnalizuje~~ **możliwość dalszego poluzowania polityki monetarnej w najbliższym czasie**. **W czerwcu Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe oraz zapowiedział przeprowadzenie dodatkowych operacji zasilających banki w płynność, co ma na celu zwiększenie akcji kredytowej.**

W Polsce, w I kw. wzrost PKB przyspieszył do 3,4% r/r, a więc w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji **utrzymuje się stopniowe ożywienie gospodarcze**. ~~Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego przyczynił się wzrost dynamiki inwestycji oraz niewielkie przyspieszenie popytu konsumpcyjnego. W kwietniu Dane za maj ustabilizował się wzrost produkcji przemysłowej, a dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się~~ **pokazują jednak, że roczna dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich miesiącach**. Jednocześnie ~~wzrosła dynamika sprzedaży detalicznej w ostatnim okresie~~ **część wskaźników koniunktury obniżyła się, co sygnalizuje** **możliwość spowolnienia tempa poprawy koniunktury**. Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. ~~Towarzyszył temu~~ **Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy** umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej, ~~zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.~~

Ożywienie gospodarcze **Stopniowo poprawia się** ~~przekłada się na~~ **sytuacją na rynku pracy. Dane z sektora przedsiębiorstw za maj wskazują na stabilizację zatrudnienia oraz niewielkie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń**. ~~Według BAEL w I kw. 2014 r. wzrosła dynamika liczby pracujących w gospodarce. Sprzyjało to stopniowemu spadkowi~~ **Towarzyszy temu obniżenie stopy bezrobocia, która pozostaje jednak na podwyższonym poziomie. Nadal podwyższone bezrobocie ogranicza presję płacową w gospodarce.**

W ~~kwietniu~~ **maju** inflacja CPI ~~obniżyła się istotnie poniżej~~ **była niższa od** ~~oczekiwań z marcowej projekcji~~ i wyniosła ~~0,30,2%~~, **pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%)**. ~~Obniżyły się również~~ **Równocześnie** wszystkie miary inflacji bazowej **pozostały bardzo niskie**. Towarzyszył temu dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz obniżenie się ~~oczekiwań~~ **inflacyjnych gospodarstw domowych i 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 lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1-0,4% w 2014 r. (wobec 0,8-1,4% w projekcji z marca 2014 r.), 0,5-2,1% w 2015 r. (wobec 1,0-2,6%) oraz 1,3-3,1% w 2016 r. (wobec 1,6-3,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,2-4,1% w 2014 r. (wobec 2,9-4,2% w projekcji z marca 2014 r.), 2,6-4,5% w 2015 r. (wobec 2,7-4,8%) oraz 2,3-4,5% w 2016 r. (wobec 2,3-4,8%).

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach ~~prawdopodobna jest~~ **kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, a presja inflacyjna pozostanie bardzo niska** ~~miesiącach inflacja pozostanie bardzo niska i może przejściowo obniżyć się poniżej zera~~. **W kolejnych kwartałach trwające ożywienie gospodarcze oraz poprawa sytuacji na rynku pracy powinny sprzyjać stopniowemu wzrostowi inflacji i przybliżaniu się jej do celu w horyzoncie projekcji**. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja inflacji i PKB. **Utrzymuje się jednak niepewność dotycząca skali dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz perspektyw powrotu inflacji do celu.**

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na ~~obecnym~~ **niezmienionym** poziomie. ~~Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennymi 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~~. **Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uwarunkowane napływającymi informacjami wpływającymi na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie.**