

KOMENTARZ PO RADZIE

3 września 2014

Co się odwlecze...

RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, co było zgodne z naszą prognozą i konsensusem rynkowym, jak również z wypowiedziami członków Rady (mniejszość sugerowała obniżkę we wrześniu). Jak zwracaliśmy uwagę wielokrotnie, zmiana bilansu czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji, która miała miejsce w ostatnich tygodniach, uzasadniała obniżkę stóp (nawet o 50 pb) już dziś. Rada najwyraźniej chce poznać więcej danych. Najważniejsze zdanie komunikatu mówi, że jeśli kolejne odczyty potwierdzą ostatnio obserwowane tendencje, Rada „rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej”. Otwiera to drogę do obniżek już w październiku. Prezes NBP powiedział zresztą wprost, że „obniżki stóp są bardzo prawdopodobne”. Podtrzymujemy prognozę, że w najbliższych miesiącach stopy NBP zostaną obniżone o 75 pb.

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła we wrześniu stopy procentowe bez zmian. Było to zgodne z konsensusem rynkowym i naszymi oczekiwaniami, choć na rynku pojawiały się głosy, że do obniżki może dojść już dziś. Pomimo braku obniżki rynek stopy procentowej nie zareagował na ogłoszenie decyzji, gdyż jednocześnie widzieliśmy pozytywny wpływ (również na złotego) wydarzeń na Ukrainie (szansa na zawieszenie broni).

Jak ostatnio wielokrotnie zwracaliśmy uwagę, zmiana bilansu czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji, która miała miejsce w ostatnich tygodniach, uzasadniała obniżkę stóp już dziś (nawet o 50 pkt bazowych). Najwyraźniej takie głosy w RPP wciąż są w mniejszości, a pozostali członkowie chcą poznać więcej danych z gospodarki potwierdzających zmianę scenariusza.

Znajduje to potwierdzenie w komunikacie, którego najważniejsze zdanie brzmi: „Jeśli napływające dane będą potwierdzały osłabienie koniunktury gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej”. Rada zwróciła również uwagę na fakt wydaje się oczywisty. Mianowicie, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce, a przez to tempa powrotu inflacji do celu.

Jeśli chodzi o perspektywy inflacji Rada wyraźnie zwraca, że mamy obecnie: 1. ujemną inflację, czyli wyraźnie poniżej celu; 2. brak presji popytowej; 3. brak presji kosztowej; 4. bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę, że jednocześnie Rada pisze, że „napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego”, nie ma w sumie wątpliwości, że łagodzenie polityki pieniężnej może się rozpocząć.

Odpowiadając na pytanie co musiałoby się wydarzyć, aby nie doszło do obniżki, Prezes NBP odpowiedział, że między innymi fantastyczne wyniki w przemyśle. Cóż, nasza prognoza spadku produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym (lub nawet jej delikatny wzrost) nie wskazywałaby na taki rozwój sytuacji. Mówiąc wprost, uważamy, że kolejne dane pozwolą Radzie obniżyć stopy procentowe już w październiku. Na konferencji prasowej Prezes NBP powiedział wprost, że Rada nie musi czekać na listopadową projekcję. Co więcej, ostatnie zdanie komunikatu mówi o „rozpoczęciu” dostosowania polityki pieniężnej, a nie o dostosowaniu polityki pieniężnej. Oznacza to, że możemy mieć do czynienia z rozpoczęciem cyklu obniżek stóp w październiku. Biorąc pod uwagę pokazaną dziś niespieszność Rady w podejmowaniu decyzji, widzimy ryzyko, że oczekiwana przez nas skala redukcji (75 pkt bazowych) może być rozłożona nawet na trzy miesiące (trzy obniżki po 25 pb co miesiąc w czwartym kwartale).

Dlaczego RPP nie obniżyła stóp już dziś? Wszystko wskazuje na to, że taki wniosek się pojawił ale nie uzyskał większości (Prezes NBP powiedział, że dziś decyzja nie była jednomyślna). Jednym z argumentów była duża skala niepewności odnośnie sytuacji na Wschodzie (wojna). Po drugie, zwrócono uwagę na konferencji na *forward guidance*. Rada zrezygnowała z niego w lipcu, ale najwyraźniej jest wciąż do niego przywiązana i nie chciała (przynajmniej niektórzy członkowie) zmienić stóp przed końcem trzeciego kwartału.

Podsumowując, Rada Polityki Pieniężnej otworzyła dziś drogę do obniżek stóp procentowych. Można powiedzieć, że wprowadziła nieformalne łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Właściwie musiałoby wydarzyć się coś bardzo pozytywnego w gospodarce, aby do obniżki stóp w październiku nie doszło. Wciąż uważamy, że pod wpływem wyraźnej zmiany scenariusza makroekonomicznego, która zaszła w ostatnich tygodniach, Rada obniży stop procentowe o 75 pkt bazowych w najbliższych miesiącach, być może stopniowo po 25 pb co miesiąc w czwartym kwartale.

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 lipcem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych, po spadku PKB na początku roku, ~~wskaźniki aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach poprawiły się.~~ **w II kwartale wzrost gospodarczy istotnie przyspieszył.** Ponadto **wskaźniki koniunktury sugerują kontynuację ożywienia w kolejnych kwartałach.** W strefie euro ~~kontynuowane jest stopniowe ożywienie koniunktury natomiast kwartalna dynamika PKB wyhamowała do zera.~~ **Przyczyniło się do tego obniżenie PKB w Niemczech i Włoszech, przy utrzymującej się stagnacji we Francji.** **Wskaźniki koniunktury dotyczące strefy euro sugerują możliwość pewnej poprawy aktywności gospodarczej w III kwartale, choć nastroje w przemyśle pogorszyły się w ostatnim okresie.** W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska jak na te kraje. ~~Umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej.~~ **W ostatnich miesiącach obniżyły się ceny wielu surowców rolnych i energetycznych, co wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.** W najbliższym otoczeniu Polski – w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej – inflacja pozostaje zbliżona do zera. Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną, przy czym Rezerwa Federalna ogranicza skalę luzowania ilościowego, natomiast Europejski Bank Centralny będzie ją zwiększał. W efekcie, część banków centralnych krajów powiązanych gospodarczo ze strefą euro obniżyło stopy procentowe w ostatnim okresie. ~~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 ~~utrzymuje się stopniowe ożywienie gospodarcze napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego.~~ **Wzrost PKB w II kwartale był nieznacznie niższy niż w poprzednim kwartale.** Do obniżenia wzrostu przyczynił się spadek wkładu eksportu netto poniżej zera oraz obniżenie dynamiki inwestycji. **Jednocześnie w kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływało niewielkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji oraz znaczące zwiększenie zapasów.** Dane za ~~maj~~ lipiec pokazują jednak, że roczna dynamika produkcji przemysłowej, ~~budowlano-montażowej oraz i sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich miesiącach~~ **pozostały niskie, a dynamika produkcji budowlano-montażowej znacząco się obniżyła.** ~~Jednocześnie w ostatnim okresie~~ **W ostatnim okresie obniżyła się także część wskaźników koniunktury obniżyła się,** co sygnalizuje **sugerując** możliwość **dalszego** spowolnienia tempa **poprawy koniunktury dynamiki aktywności gospodarczej.** Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

~~Stopniowo poprawia się sytuacja na rynku pracy. Dane z sektora przedsiębiorstw za maj wskazują na stabilizację zatrudnienia oraz niewielkie przyspieszenie~~ **W II kwartale spowolnieniu dynamiki wzrostu gospodarczego towarzyszyło utrzymanie się wzrostu liczby pracujących w gospodarce.** ~~Jednocześnie obniżyła się dynamika wynagrodzeń. Towarzyszy temu obniżenie stopy bezrobocia, która pozostaje jednak na podwyższonym poziomie.~~ **Dane za lipiec sygnalizują kontynuację wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach przy stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń.** Dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie.

W ~~maju~~ lipcu **roczna inflacja CPI była niższa od oczekiwań obniżyła się i była ujemna (i wyniosła -0,2%),** pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). ~~Równocześnie wszystkie miary inflacji bazowej pozostały bardzo niskie.~~ **Spadkowi inflacji sprzyjało obniżenie dynamiki cen żywności oraz inflacji bazowej, co wskazuje na brak presji popytowej. Brak presji kosztowej potwierdza natomiast utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu.** ~~Towarzyszyły temu bardzo niskie dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz obniżenie się oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.~~

W ocenie Rady w najbliższych 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 w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce, a przez to tempa powrotu 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 niezmiennym poziomie. ~~Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uwarunkowane napływającymi informacjami wpływającymi na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie.~~ **Jeśli napływające dane będą potwierdzały osłabienie koniunktury gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej.**