

KOMENTARZ PO RADZIE

8 października 2014

Jeden głębszy (ruch) na początek

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę lombardową o 100pb (do 3%), stopę referencyjną o 50bp (do 2%), a stopę depozytową pozostawiła bez zmian (1%). Zawężenie korytarza między stopą depozytową a lombardową wynikało z dostosowania jego proporcji do ogólnie niższego poziomu stóp procentowych. Furtka do dalszych ruchów w polityce pieniężnej pozostała otwarta i naszym zdaniem korekcyjna obniżka w listopadzie jest prawdopodobna, ale nie powinna przekroczyć 25pb. Utrzymujemy więc prognozę, że stopa referencyjna na koniec roku wyniesie 1,75%.

Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o zmianie stóp procentowych. Stopę referencyjną obniżono o 50pb, do poziomu 2,0%; stopę lombardową obniżono o 100pb, do 3,0%; stopa depozytowa pozostała bez zmian na poziomie 1,0%. Tym samym szerokość symetrycznego korytarza wokół stopy referencyjnej, jaki tworzą stopy depozytowa i lombardowa, została zawężona z 1,5 pkt. proc. do 1,0 pkt. proc. To pierwsza taka decyzja od ponad dekady. Pamiętajmy jednak, że wówczas, gdy szerokość korytarza została ustalona na 1,5 pkt. proc. (kwiecień 2003), stopy procentowe były na kilkakrotnie wyższym poziomie niż obecnie (stopa referencyjna wynosiła 6,25%), więc zawężenie tego przedziału można interpretować, jako proporcjonalne dostosowanie go do nowych uwarunkowań (ogólnie znacznie niższego poziomu stóp procentowych). Taką interpretację tej decyzji potwierdził w czasie konferencji prasowej Prezes NBP Marek Belka.

Wprawdzie na podstawie dotychczasowego zachowania RPP (brak obniżki we wrześniu) i niedawnych wypowiedzi jej przedstawicieli spodziewaliśmy się ostrożnego tempa redukcji stóp w najbliższych miesiącach (trzy razy po po 25pb od października do grudnia), ale decyzję o większej jednorazowej skali dostosowania uważamy za słuszną, biorąc pod uwagę zestaw informacji, który pojawił się w ostatnich miesiącach (osłabienie aktywności ekonomicznej w kraju i w strefie euro, obniżenie ścieżki inflacji). Tak naprawdę, decyzję o redukcji stóp o 50pb można było naszym zdaniem podjąć już we wrześniu.

RPP dała do zrozumienia w komunikacie, że złagodzenie polityki pieniężnej jest odpowiedzią na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego oraz zmianę perspektyw inflacji (brak presji popytowej i kosztowej na wzrost cen, niskie oczekiwania inflacyjne). W kluczowym zdaniu komunikatu Rada napisała, że „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej, że decyzja nie była jednomyślna, ale ci członkowie RPP, którzy ją poparli, byli zdania, że korektę stóp trzeba skoncentrować w czasie i (ewentualny) cykl obniżek należy możliwie szybko zakończyć, m.in. dlatego aby zdjąć presję z rynku papierów wartościowych. Z jego dalszych komentarzy wynikało, że sam też podziela tę opinię. Wypowiedzi nt. ewentualnych dalszych obniżek stóp były wyraźnie warunkowe. Prezes NBP powiedział, że Rada nie wyklucza dalszych ruchów, ale członek RPP Andrzej Kaźmierczak dodał od razu, że też ich nie obiecuje. Później Belka ponownie podkreślił, że może być więcej niż jeden ruch stóp w cyklu, ale nie musi.

Naszym zdaniem jest prawdopodobne, że stopy procentowe zostaną jeszcze obniżone w listopadzie, a skala obniżki nie powinna przekroczyć 25pb. Nowa projekcja NBP potwierdzi zapewne wolniejsze niż wcześniej przewidywano tempo powrotu inflacji do celu, ale z drugiej strony pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego nie będzie na tyle głębokie, aby uzasadniać bardziej zdecydowany ruch. Poza tym Marek Belka powiedział na konferencji prasowej, że stopa depozytowa na poziomie 0,5% dotykałaby już niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. RPP może pozostawić sobie w komunikacie otwartą furtkę do dalszych korekt, na wypadek gdyby dane w kolejnych miesiącach były nadal mocno rozczarowujące, ale w naszej ocenie nie będzie musiała z tej furtki korzystać. W efekcie, podtrzymujemy przewidywaną łączną skalę obniżek stóp do końca roku – stopa referencyjna ustabilizuje się naszym zdaniem na poziomie 1,75% do końca 2015 r. Taka skala obniżek praktycznie została już wyceniona przez rynek finansowy, więc trudno już teraz z tej strony oczekiwać impulsu do dalszego umocnienia obligacji.

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 wrześniem)

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, w II kwartale wzrost gospodarczy istotnie przyspieszył. Ponadto wskaźniki koniunktury sugerują kontynuację ożywienia w kolejnych kwartałach. **trwa ożywienie gospodarcze, a perspektywy wzrostu PKB pozostają korzystne** W strefie euro natomiast kwartalna dynamika PKB wyhamowała do zera. Przyniło się do tego obniżenie PKB w Niemczech i Włoszech, przy utrzymującej się stagnacji we Francji. **dynamika aktywności gospodarczej jest nadal niska, a** 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 **PKB także pozostaje relatywnie niska jak na te kraje a w niektórych z nich, w tym w Rosji, spowalnia**. 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. **Jednocześnie wobec zróżnicowanej sytuacji gospodarczej następuje dywergencja polityki pieniężnej w głównych gospodarkach**. Rezerwa Federalna ogranicza skalę luzowania ilościowego, natomiast Europejski Bank Centralny będzie ją zwiększał. **Zwiększa skalę ekspansji monetarnej** W efekcie, część banków centralnych krajów powiązanych gospodarczo ze strefą euro obniżyło stopy procentowe w ostatnim okresie.

W Polsce, napływające dane wskazują na **dane o aktywności w III kwartale sygnalizują dalsze 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 lipiec pokazują, że roczna **Wskazuje na to spowolnienie** dynamiki produkcji przemysłowej, **budowlano-montażowej i oraz** sprzedaży detalicznej pozostały niskie, a dynamika produkcji budowlano-montażowej znacząco się obniżyła. **W ostatnich miesiącach. W ostatnim okresie obniżyła się także część** **Spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej jest także sygnalizowane przez obniżenie się** wskaźników koniunktury, sygnalizując możliwość dalszego spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej.

W II kwartale spowolnieniu dynamiki wzrostu gospodarczego towarzyszyło utrzymanie się wzrostu liczby pracujących w gospodarce. **Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie. Wzrost zatrudnienia sprzyja spadkowi bezrobocia**. Jednocześnie obniżyła się **W efekcie**, dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Dane za lipiec sygnalizują kontynuację wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach przy stabilizacji tempa wzrostu wynagrodzeń. **Jednocześnie ustabilizowała się** dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w ostatnich miesiącach ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie.

W lipcu **sierpniu** roczna inflacja CPI **dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła się i była pozostała** ujemna (wyniosła -0,23%), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Spadkowi inflacji sprzyjało **Do spadku cen przyczyniło się głównie** obniżenie dynamiki cen żywności **związane z wysoką podażą produktów rolnych, spadkiem cen surowców na rynkach światowych i rosyjskim embargiem na import żywności**. Jednocześnie oraz inflacja bazowa, **utrzymała się na bardzo niskim poziomie**, co wskazuje **potwierdza na** brak presji popytowej. **Na** **Brak** presji kosztowej **potwierdza wskazuje** natomiast utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W ocenie Rady w ostatnim okresie **wzrosła niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce, a przez to tempa** **powrotu** napływające dane wskazują na **spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się** inflacji **do poniżej** celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła **utrzymać obniżyć** stopy procentowe NBP na **niezmienionym poziomie** za wyjątkiem stopy depozytowej, która pozostała bez zmian, zawiązując różnicę pomiędzy stopą lombardową a depozytową. Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej **Jeśli** napływające dane **informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały** osłabienie koniunktury gospodarczej oraz **wzrost istotne** ryzyka **utrzymania się** inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada **rozpocznie** dostosowanie polityki pieniężnej.

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 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