

KOMENTARZ PO RADZIE

5 listopada 2014

RPP wcisnęła pauzę czy stop?

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian na dzisiejszym posiedzeniu. Było to sporym zaskoczeniem, ponieważ spodziewaliśmy się, podobnie jak większość analityków, cięcia o 25 pb. Dodatkowo, niektóre prognozy wskazywały na jeszcze głębszą obniżkę stóp; rynek finansowy też wyceniał obniżkę w skali większej niż 25pb. Dlatego też na rynku stóp procentowych nastąpiła korekta po ogłoszeniu decyzji. Wciąż widzimy przestrzeń dla jednej obniżki o 25 pb (choć nie jest pewne, czy w grudniu), co jest uzasadnione wynikami nowej projekcji NBP i zostanie potwierdzone przez najbliższe dane. Wydaje nam się, że korekta na rynku obligacji, która miała miejsca dzisiaj, może zostać zatrzymana w przyszłym tygodniu po publikacji bardzo niskiego odczytu październikowej inflacji (-0,5% r/r).

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała dziś stopy procentowe bez zmian, wbrew naszym oczekiwaniom i konsensusowi zakładającym cięcie o 25 pb. Warto jednak podkreślić, że nastawienie było raczej w kierunku większej obniżki, a i rynek wyceniał cięcie większe niż 25 pb i w rezultacie decyzja RPP wywołała gwałtowny ruch w górę rentowności obligacji (o prawie 10 pb na całej długości krzywej). Wg ankiety agencji Reuters przeprowadzonej w zeszłym tygodniu, prawdopodobieństwo braku obniżki stóp było niewielkie i wyniosło ok. 20%. Na pierwszy rzut oka, trudno ocenić czy taka decyzja oznacza tylko przerwę w cyklu luzowania polityki pieniężnej czy jego koniec po tylko jednej obniżce o 50 pb w październiku.

Niestety, w trakcie konferencji prasowej RPP nie przedstawiła żadnych czytelnych wskazówek odnośnie przyszłych decyzji ani nawet jasnego uzasadnienia dzisiejszej decyzji. Wg komunikatu, „(...) Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego”. Jednocześnie, nowa projekcja PKB (szczegóły w tabeli poniżej) pokazała ścieżkę poniżej poprzedniej prognozy, z centralną ścieżką poniżej 3% w 2015. W trakcie konferencji prasowej zostało jednocześnie powiedziane, że większość członków RPP uważa, że perspektywy wzrostu gospodarczego są lepsze niż te przedstawione w projekcji. Oznacza to, że materializacja scenariusza wzrostu z projekcji (lub nawet nieznacznie lepszego, zgodnego z naszymi prognozami) mogłaby być przekonującym argumentem dla niektórych członków Rady, aby jeszcze raz obciąć stopy.

Naszym zdaniem to dotyczy w szczególności prof. Elżbiety Chojny-Duch, która prawdopodobnie tym razem zagłosowała przeciw obniżce stóp procentowych (choć najprawdopodobniej wsparła redukcję stóp o 50 pb w październiku). Dlaczego myślimy, że zagłosowała przeciw? W czasie konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka był wyraźnie niezadowolony z dzisiejszej decyzji Rady i potwierdził, że nie była ona jednorodna. Zapytany o perspektywy polityki pieniężnej, Belka zwrócił się do Chojny-Duch o odpowiedź na to pytanie. Członkini RPP powiedziała dziś, że wzrost PKB w IV kw. powinien przyspieszyć w porównaniu do III kwartału. W naszej ocenie wzrost PKB będzie niższy i napływające dane makroekonomiczne potwierdzą taki scenariusz. Dodatkowo, spodziewamy się wyraźnie „gołębiego” sygnału ze strony danych o inflacji (publikacja w przyszłym tygodniu), które wg nas pokażą spadek w październiku do -0,5% r/r, co może być przekonującym argumentem za kolejną obniżką stóp.

Po dzisiejszej decyzji trudno mieć mocne stanowisko w sprawie możliwej decyzji RPP w grudniu. Szczególnie, że Rada nie była spójna w wielu kwestiach. Przykładowo, prezes NBP powiedział, że „Nie ma już ryzyka, że inflacja będzie poniżej celu. Jest pewność.” To stwierdzenie jest akurat spójne z nową projekcją inflacji (wg której środkowy punkt 50-procentowego przedziału ufności prognozy CPI w 2016 r. jest na poziomie ok. 1,5%, wobec celu 2,5%). Ale jednocześnie w oficjalnym komunikacie Rady napisano, że „dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się – mimo pewnego spowolnienia – stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Wygląda więc na to, że większość członków RPP nie wierzy w wyniki projekcji. Niemniej, podczas konferencji prasowej Marek Belka powiedział, że w Radzie był konsensus co do tego, że inflacja pozostanie poniżej celu w średnim okresie. Dlaczego więc nie obniżono dzisiaj stóp procentowych?

Przed dzisiejszą decyzją spodziewaliśmy się, że po redukcji stóp o 50 pb w październiku RPP obniży stopy o kolejne 25 pb. Wciąż wydaje nam się, że stopa referencyjna spadnie do 1,75%, aczkolwiek trudno powiedzieć, czy dane, które zostaną opublikowane w listopadzie będą wystarczające, aby przekonać nieprzekonanych do zmiany stóp już w grudniu. Rynek prawdopodobnie wciąż będzie wyceniał dalsze luzowanie polityki pieniężnej w nadchodzących miesiącach (jeśli nie w grudniu, to w I kw. 2015). Dlatego też korekta zaobserwowana dzisiaj (i prawdopodobnie w najbliższych dniach) może okazać się tymczasowa, zwłaszcza jeśli nasza

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

prognoza niskiego CPI się zmaterializuje. Należy jednak pamiętać, że następnego dnia po opublikowaniu CPI za październik zobaczymy wstępny szacunek PKB za III kw., który może okazać się równie ważny (RPP sugerowała dzisiaj, że wzrost PKB jest nawet ważniejszy od CPI). Jeśli rynek zacznie wyceniać agresywne obniżki, przekraczające dodatkowo 50 punktów bazowych, jak miało to miejsce w ostatnich dniach, to w naszym odczuciu będzie to przesada.

Prezes NBP, zapytany o komunikację RPP z rynkiem (wobec kolejnej zaskakującej decyzji) odpowiedział, że nie chodzi o sztukę komunikacji, która jest na najwyższym poziomie, tylko o to, jaką decyzję podjęła Rada. Jest to zapewne najlepsze podsumowanie dzisiejszego posiedzenia.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

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 październikiem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych ~~trwa ożywienie gospodarcze, a perspektywy wzrostu PKB pozostają korzystne~~ **wzrost gospodarczy w III kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie.** W strefie euro natomiast dynamika aktywności gospodarczej ~~jest nadal~~ **pozostaje** niska, a wskaźniki koniunktury ~~pogorszyły się w ostatnim okresie~~ **prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w dół. Jednocześnie oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w przyszłym roku jest wyższe niż w obecnym.** W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB także pozostaje relatywnie niska, a w niektórych z nich, w tym w Rosji, ~~spowalnia.~~ **Towarzyszy temu osłabienie wzrostu PKB w Chinach i wyhamowanie wzrostu aktywności gospodarczej w Rosji.**

W ostatnich miesiącach ~~okresie nadal~~ **okresie nadal** obniżyły się ceny wielu surowców ~~rolnych i energetycznych, w tym ceny ropy naftowej.~~ **ee** Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja **to** 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. Jednocześnie wobec zróżnicowanej sytuacji gospodarczej następuje dywergencja polityki pieniężnej w głównych gospodarkach. Rezerwa Federalna ~~ogranicza skalę luzowania ilościowego~~ **zakończyła program zakupu aktywów finansowych.** ~~Natomiast~~ **Z kolei** Europejski Bank Centralny **zwiększa skalę ekspansji monetarnej rozpoczął zakupy aktywów, a Bank Japonii istotnie je zwiększył.**

W Polsce dane o aktywności w III kwartale sygnalizują ~~dalejsze spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego w III kw.~~ **Wskazuje na to** ~~spowolnienie~~ **Dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach w III kw. była niższa niż w poprzednim kwartale.** Spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej jest także sygnalizowane przez obniżenie się wskaźników koniunktury. **Towarzyszyło temu osłabienie wzrostu eksportu związane ze spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych Polski.**

Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, co przyczynia się do stopniowego obniżenia się bezrobocia. Stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co wciąż ogranicza presję płacową. W efekcie dynamika wynagrodzeń kształtuje się na poziomie wzrostu realnego PKB. Jednocześnie utrzymuje się stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych, czemu towarzyszy stopniowe zwiększenie dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw.

We ~~sierpniu~~ **wrześniu** dynamika cen konsumpcyjnych ~~ponownie się obniżyła~~ i pozostała ujemna i wyniosła -0,3% r/r. Do spadku cen w **ujęciu rocznym** przyczyniło się głównie obniżenie cen żywności, związane z wysoką podażą produktów rolnych, spadkiem cen surowców na rynkach światowych i rosyjskim embargiem na import żywności **paliw, związane ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych.** Jednocześnie **Wskaźniki inflacji bazowej utrzymała się na bardzo niskim poziomie pozostały zbliżone do zera,** co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. ~~Na brak presji kosztowej wskazuje natomiast~~ **Utrzymał się także spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, co wskazuje na brak presji kosztowej w gospodarce.** Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Rada zapoznana się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP i z uwzględnieniem danych dostępnych do 20 października 2014 r. – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,0-0,2% w 2014 r. (wobec -0,1-0,4% w projekcji z lipca 2014 r.), 0,4-1,7% w 2015 r. (wobec 0,5-2,1%) oraz 0,6-2,3% w 2016 r. (wobec 1,3-3,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-3,5% w 2014 r. (wobec 3,2-4,1% w projekcji z lipca 2014 r.), 2,0-3,7% w 2015 r. (wobec 2,6-4,5%) oraz 1,9-4,2% w 2016 r. (wobec 2,3-4,5%). Jednocześnie rozkład ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo kształtowania się tych zmiennych poniżej centralnej ścieżki projekcji jest większe niż powyżej centralnej ścieżki.

W ocenie Rady napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się – mimo pewnego spowolnienia – stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła obniżyć pozostawić stopy procentowe NBP, za wyjątkiem stopy depozytowej, która pozostała bez zmian, zważając na różnicę pomiędzy stopą lombardową a depozytową na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury. Z tego względu Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą wskazywały na potwierdzenie istotnego zwiększenia się ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego. Rada przyjęła Raport o inflacji – listopad 2014.

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 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