

KOMENTARZ PO RADZIE

3 grudnia 2014

Furtka do obniżki nieco bardziej uchylona?

Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych drugi miesiąc z rzędu, zgodnie z oczekiwaniami. Prezes NBP Marek Belka powiedział, że ostatnie dane „nieznacznie” poprawiły perspektywy gospodarcze Polski. Jednakże, oficjalny komunikat został zmieniony w sposób, który naszym zdaniem sugeruje, że furtka do obniżki stóp została uchylona nieco bardziej niż miesiąc temu. W poprzednim komunikacie Rada zasugerowała, że może obciąć stopy tylko jeśli nadchodzące dane potwierdzą wzrost ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego. Tym razem, ostatnie zdanie komunikatu mówi, że kolejne dostosowanie polityki pieniężnej nie jest wykluczone, jeśli nadchodzące dane potwierdzą osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce i kontynuację słabego wzrostu za granicą. Te dwa warunki prawdopodobnie zostaną spełnione w najbliższych miesiącach, jako że spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu PKB poniżej 3% na przełomie 2014/2015, a na odbicie wzrostu w strefie euro też trzeba będzie zapewne trochę poczekać. Tymczasem inflacja w nadchodzących miesiącach pozostanie wyraźnie poniżej zera (naszym zdaniem nawet do połowy 2015 r.). Uważamy, że nieznaczne obniżenie stóp procentowych w Polsce jest możliwe w I kw. 2015, nawet w styczniu, jeśli produkcja przemysłowa będzie znacząco poniżej konsensusu, zgodnie z naszą prognozą.

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal jest na poziomie 2,0%, stopa lombardowa wynosi 3,0%, a stopa depozytowa 1,0%.

Ciekawa zmiana nastąpiła w ostatnim, kluczowym paragrafie komunikatu. W poprzednim komunikacie Rada zasugerowała, że może obciąć stopy tylko jeśli nadchodzące dane potwierdzą wzrost ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego. Wiemy już, że dane, jakie pojawiły się od poprzedniego posiedzenia nie pogorszyły, a poprawiły perspektywy gospodarcze. Przyznał to na konferencji prasowej prezes NBP Marek Belka (dodając jednak, że poprawiły „nieznacznie”). Tym razem, ostatnie zdanie komunikatu RPP mówi, że kolejne dostosowanie polityki pieniężnej nie jest wykluczone, jeśli nadchodzące dane potwierdzą osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce i kontynuację słabego wzrostu za granicą. Warunkiem dla ewentualnej decyzji o obniżce nie jest już więc pogorszenie oczekiwanego scenariusza, a jedynie potwierdzenie tego, że wzrost gospodarczy w kraju spowalnia, a za granicą utrzymuje się na niskim poziomie. Takiego rozwoju sytuacji właśnie się spodziewamy, przewidując spowolnienie wzrostu PKB w Polsce do 2,9-2,8% r/r na przełomie tego i przyszłego roku i utrzymanie dość słabej aktywności gospodarczej w strefie euro w najbliższych dwóch kwartałach. Marek Belka powiedział na konferencji prasowej, że zdaniem Rady „PKB w IV kwartale będzie rósł w tempie zbliżonym, może trochę niższym, do III kwartału” i że to jest wariant optymistyczny, ale gdyby wokół nas sytuacja się pogarszała, to można się liczyć ze spowolnieniem wzrostu. Jednocześnie, wg naszych prognoz stopa inflacji w nadchodzących miesiącach pozostanie wyraźnie poniżej zera i okres deflacji przedłuży się bardziej niż zakłada obecnie bank centralny (naszym zdaniem nawet do połowy 2015 r., podczas gdy Marek Belka nie wykluczył, że do lutego-marca).

Co ciekawe, Prezes NBP przyznał na konferencji prasowej, że problemem w poprzednim miesiącu było pewne „zaburzenie w komunikacji” i dlatego Rada postanowiła to „zrekapitulować” w tym miesiącu, zwracając uwagę w komunikacie, że widzi możliwość dalszego luzowania polityki w określonej sytuacji, również po to, aby „samyh siebie nie zaskakiwać”.

W sumie, wydaje nam się, że zmiana w komunikacie RPP sygnalizuje, że furtka do obniżki stóp procentowych została uchylona nieco szerzej. Uważamy, że nieznaczne obniżenie stóp procentowych w Polsce jest możliwe w I kw. 2015, ponieważ napływające dane powinny wskazywać na obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego w końcu roku. Decyzja o obniżce możliwa jest nawet w styczniu, szczególnie jeśli dynamika produkcji przemysłowej będzie ujemna, zgodnie z naszą prognozą.

Ani decyzja RPP ani konferencja prasowa nie wywołały istotnej reakcji rynkowej (krajowe obligacje osłabiły się dzisiaj, ale jeszcze przed ogłoszeniem wyniku posiedzenia). Kolejne publikacje danych (szczególnie CPI, produkcja) mogą sprawić, że rynek ponownie może zacząć wyceniać możliwość redukcji stóp, aczkolwiek raczej w ograniczonej skali.

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

Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z listopadem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. W strefie euro natomiast dynamika aktywności PKB – mimo nieznacznego przyspieszenia – pozostała niska, a prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w dół. Jednocześnie oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w przyszłym roku jest wyższe niż w obecnym, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się niskiego wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Towarzyszy temu osłabienie – wzrostu relatywnie niska dynamika w największych gospodarkach wschodzących, w która w ostatnim okresie osłabiła się w Rosji i PKB w Chinach i wyhamowanie wzrostu aktywności gospodarczej w Rosji.

W ostatnim okresie miesiąca nadal obniżały się ceny wielu surowców, w tym ceny ropy naftowej. 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, utrzymując stopy procentowe na historycznie niskich poziomach. Jednocześnie wobec zróżnicowanej sytuacji gospodarczej następuje dywergencja polityki pieniężnej w głównych gospodarkach. Rezerwa Federalna zakończyła program zakupu aktywów finansowych. Z kolei a Europejski Bank Centralny rozpoczął zakupy aktywów, a i Bank Japonii istotnie je zwiększył realizując programy skupu aktywów.

W Polsce dane o aktywności sygnalizują spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. roczna dynamika PKB obniżyła się do 3,3% r/r (z 3,5% w II kw.). Stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło przyspieszenie wzrostu inwestycji. Równocześnie spowolnił wzrost eksportu i importu. W rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał ujemny. Dane za październik wskazują, że dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej pozostały na niskim poziomie, a dynamika produkcji budowlano-montażowej obniżyła się w III kw. była niższa niż w poprzednim kwartale. Towarzyszyło temu osłabienie stabilny wzrostu eksportu związane ze spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych Polski akcji kredytowej zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, co przyczynia się do stopniowego obniżenia się Według BAEL w III kw. nastąpiło przyspieszenie wzrostu liczby pracujących w gospodarce, co przyczyniło się do dalszego spadku bezrobocia. Stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co wciąż ogranicza. Jednocześnie presją płacową pozostaje ograniczona, na co wskazuje utrzymująca się umiarkowana W efekcie dynamika wynagrodzeń w gospodarce 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 wrześniu październiku dynamika cen konsumpcyjnych pozostała ujemna i wyniosła -0,3%, obniżyła się do -0,6% r/r. Do spadku cen w ujęciu rocznym przyczyniło się głównie obniżenie cen paliw, związane ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Towarzyszyło temu obniżenie W wskaźników inflacji bazowej pozostały zbliżone do zera, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. 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.

W ocenie Rady 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. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury. Z tego względu Jeśli napywające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki, to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napywające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego.

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