

KOMENTARZ PO RADZIE

14 stycznia 2015

Prezes NBP nadal w mniejszości

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, referencyjną nadal na poziomie 2,0%. Jednocześnie, zmiana w komunikacie i wypowiedzi prezesa NBP w czasie konferencji prasowej sugerują, że większość członków RPP może przekonać się do obniżki, jeśli nowe dane potwierdzą głębszą i dłuższą deflację oraz słabszy wzrost gospodarczy. Takiego właśnie scenariusza się spodziewamy. W bazowym scenariuszu zakładamy, że obniżka nastąpi w marcu, kiedy dostępne będą nowe projekcje NBP. Jednak jeśli najbliższe dane będą wyraźnie poniżej konsensusu, niewykluczone, że Rada zabierze się do działania już na najbliższym posiedzeniu.

Rada Polityki Pieniężnej po raz trzeci z rzędu utrzymała stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal wynosi 2,0%, stopa depozytowa 1,0%, a stopa lombardowa 3,0%.

W oficjalnym komunikacie nastąpiła dość istotna zmiana. Po pierwsze, z końcowego akapitu usunięto zdanie, stwierdzające, że październikowe dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy ograniczają w ocenie Rady ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Po drugie, w ostatnim zdaniu komunikatu RPP nie wykluczyła dalszego dostosowania polityki pieniężnej „jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrosnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, a napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki”. Do stwierdzenia z ubiegłego miesiąca dano zatem nowy warunek: wydłużenie oczekiwanego okresu deflacji. Choć z punktu widzenia logicznego rozumowania mogłoby to oznaczać zaostrzenie kryteriów, jakie powinny być spełnione, aby możliwa była obniżka (więcej warunków do spełnienia, czyli mniejsze szanse), to jednak traktujemy tą zmianę jako sygnał ze strony RPP, że złagodzenie polityki pieniężnej jest coraz bardziej prawdopodobne. Dodając fragment o wydłużeniu deflacji do kluczowego zdania w komunikacie RPP chciała prawdopodobnie zwrócić uwagę na to, że ten właśnie czynnik może przesądzić w najbliższym czasie o zmianie w polityce pieniężnej. Taką interpretację zdają się też potwierdzać wypowiedzi prezesa NBP Marka Belki na konferencji prasowej. Stwierdził on m.in., że dzisiejszy komunikat wskazuje, że dla większości członków Rady Polityki Pieniężnej przedłużająca się deflacja ma znaczenie i może być istotnym czynnikiem, który zdecyduje, że Rada przystąpi do działania. Powiedział też, że jego zdaniem napływające dane mogą skłonić niektórych członków RPP do dostosowania polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach.

Zapytany o powody pozostawienia stóp procentowych bez zmian w styczniu, prezes NBP wskazał m.in. na podwyższoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnich tygodniach, która jego zdaniem powoduje, że nie jest to najlepszy moment do modyfikacji stóp procentowych. Powiedział też, że dla tych członków RPP, którzy nie chcą obniżek stóp ważnym argumentem jest kwestia stabilności finansowej. Ultra-niskie stopy procentowe w skali świata powodują trudno przewidywalne, znaczące przepływy kapitału i część członków RPP obawia się, że dalsze obniżki stóp w Polsce oznaczałyby wkroczenie na teren tak niskich stóp, że mogłyby zdestabilizować zachowania podmiotów gospodarczych. Jednocześnie, Marek Belka przyznał, że w jego ocenie jest jeszcze przestrzeń do obniżenia stóp procentowych, ale opinie w tej sprawie w Radzie są podzielone.

Zmiana w komunikacie i przebieg konferencji wydają się potwierdzać nasze oczekiwania dotyczące schematu działania RPP w kolejnych miesiącach. Nadchodzące dane potwierdzą naszym zdaniem, że deflacja będzie znacznie głębsza i dłuższa niż oczekiwał wcześniej bank centralny (CPI poniżej -1% r/r w I kw. 2015 i poniżej zera do końca III kw.), a wzrost gospodarczy lekko spowolni na przełomie roku. To z kolei powinno przechylić szalę na korzyść obniżki stóp procentowych. W bazowym scenariuszu zakładamy, że obniżka nastąpi w marcu, kiedy dostępne będą nowe projekcje NBP. Jednak jeśli najbliższe dane będą wyraźnie poniżej konsensusu, niewykluczone, że Rada zabierze się do działania już na najbliższym posiedzeniu.

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 Luzziński 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 grudniem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III i IV kw. ub.r. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie **trwało ożywienie, a dane o PKB w III kw. zostały zrewidowane w górę. Natomiast w** strefie euro natomiast dynamika PKB — mimo nieznacznego przyspieszenia — **aktywności** pozostała niska, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się niskiego wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach **prognozy wzrostu na 2015 r. były w ostatnich miesiącach obniżane. Również w** Towarzyszy temu relatywnie niska dynamika PKB w największych gospodarkach wschodzących, która w ostatnim okresie osłabiła się w Rosji i Chinach **wzrost aktywności gospodarczej utrzymał się na niskim, jak na te kraje poziomie, a w Rosji dynamika PKB spadła prawdopodobnie w pobliże zera.**

W ostatnim miesiącu nadal **silnie** obniżyły się ceny ropy naftowej. Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyjało to utrzymywaniu się bardzo niskiej inflacji w wielu krajach **oraz przyczyniło do wystąpienia deflacji w strefie euro. 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, a Europejski Bank Centralny i Bank Japonii realizują programy skupu aktywów. **Jednocześnie nasiliły się oczekiwania stopniowego podwyższenia stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, co przyczyniło się w ostatnim okresie do osłabienia kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Utrzymuje się podwyższona awersja do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.**

W Polsce, w III kwartał roczna dynamika PKB obniżyła się do 3,3% r/r (z 3,5% w II kw.). Stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło przyspieszenie wzrostu inwestycji **dynamika aktywności gospodarczej w IV kw. ub. r. mogła nieco spowolnić. Równocześnie spowolnił** wzrost eksportu i importu. W rezultacie wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał ujemny. Dane za październik wskazują, że dynamika **W listopadzie tempo** wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej pozostały na niskim poziomie, a produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w **pobliże zera, a dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała ujemna. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu sprzedaży detalicznej. Towarzyszy temu stabilny** wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, **pozostał stabilny.**

Według BAEL w III kw. nastąpiło przyspieszenie wzrostu liczby pracujących w gospodarce **Dane z rynku pracy wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, co przyczyniło się do dalszego spadku bezrobocia po uwzględnieniu czynników sezonowych. Jednocześnie utrzymująca się umiarkowana dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wskazuje, że presja płacowa pozostaje ograniczona, na co wskazuje utrzymująca się umiarkowana dynamika wynagrodzeń w gospodarce.**

W październiku **listopadzie** dynamika cen konsumpcyjnych obniżyła się do **pozostała ujemna i była niższa od oczekiwań, kształtując się na poziomie -0,6% -0,9%** r/r. Towarzyszyło temu obniżenie wskaźników **większości** miar inflacji bazowej, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. Utrzymał się także spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wskazuje na brak presji kosztowej w gospodarce. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

W ocenie Rady dokonano 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. Jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrośnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, a napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki, to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania 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 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 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