

# KOMENTARZ PO RADZIE

4 lutego 2015

## Blisko, coraz bliżej (obniżki)

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna nadal na poziomie 2%), ale ton komunikatu i przebieg konferencji prasowej wyraźnie sugerują duże szanse na obniżkę stóp w marcu. Prezes NBP nie wykluczył, że skala dostosowania polityki pieniężnej może być większa niż tylko 25pb i nam również wydaje się, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza rośnie. Zakładamy, że Rada obniży stopy o 50pb w tym roku i mogłaby tego dokonać nawet w jednym ruchu, w sytuacji gdyby sytuacja na światowych rynkach finansowych stabilizowała się, wyraźne umocnienie złotego było kontynuowane, a deflacja i dane o aktywności zaskoczyły w dół.

Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w związku z czym stopa referencyjna od października pozostaje na poziomie 2,0%. Decyzja nie jest zaskoczeniem. Ostatnie dane z polskiej gospodarki były całkiem niezłe (m.in. solidny wzrost produkcji przemysłowej w grudniu, ożywienie na rynku pracy, mocny wzrost styczniowego PMI), więc ci z członków RPP, którzy czekali na przekonujące sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego nie dostali nowych silnych argumentów. Dodatkowo, zamieszanie na rynkach finansowych po decyzji SNB i niepewność związana z sytuacją w Grecji i na Ukrainie również nie sprzyjały decyzji o obniżce w lutym – prezes NBP wyraźnie sugerował po poprzednim posiedzeniu, że okresy znacznych wahań kursowych nie są najlepszym momentem na dostosowanie poziomu stóp. W komunikacie w tym miesiącu ten ostatni argument pojawił się zresztą ponownie – RPP napisała, że utrzymała stopy bez zmian „biorąc pod uwagę zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie”.

Prezes NBP Marek Belka odpowiadając na pytania dziennikarzy zasugerował dość wyraźnie, że perspektywa obniżek stóp przybliżyła się i w kolejnym miesiącu, jeśli sytuacja nie ulegnie gwałtownej zmianie, to „możemy się liczyć z zaistnieniem większości” za obniżką stóp. W końcowym akapicie komunikatu nieco zmieniono kluczowe zdanie. Obecnie RPP nie wyklucza dostosowania polityki pieniężnej, „jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrośnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Zrezygnowano więc z warunku obecnego miesiąc wcześniej (jeśli napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej). To również w naszej ocenie wyraźny sygnał tego, że moment dostosowania polityki pieniężnej się przybliżył.

Nadal spodziewamy się obniżki stóp procentowych w marcu. Po pierwsze, dane, które pojawią się przed kolejnym posiedzeniem pokażą zapewne dalsze pogłębienie deflacji, słabą produkcję przemysłu i słabszy wzrost PKB w IV kw. 2014. Po drugie, nowe projekcje NBP potwierdzą prawdopodobnie, że deflacja będzie znacznie głębsza i dłuższa niż wcześniej szacowano. Po trzecie, złoty powinien dalej zyskiwać dzięki programowi QE w strefie euro, co też ułatwi decyzję o obniżeniu stóp.

Co ważne, Marek Belka potwierdził w czasie konferencji prasowej, że skala dostosowania stóp może być większa niż 25 pb. Wydaje nam się prawdopodobne, że Rada obniży stopy o 50pb w tym roku i mogłaby tego dokonać nawet w jednym ruchu, w sytuacji gdyby sytuacja na światowych rynkach finansowych stabilizowała się, umocnienie złotego było kontynuowane, a deflacja i dane o aktywności zaskoczyły w dół.

#### 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 ze styczniem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych **wzrost PKB w IV kw. ub.r. trwale ożywienie gospodarcze utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie w stosunku do większości gospodarek rozwiniętych, a perspektywy koniunktury w tej gospodarce pozostają korzystne.** ~~a dane o PKB w III kw. zostały zrewidowane w górę. Natomiast~~ **Jednakże** w strefie euro, **będącej głównym partnerem handlowym Polski**, dynamika aktywności pozostała niska, a prognozy wzrostu na 2015 r. ~~były w ostatnich miesiącach obniżane~~ **napływające informacje sygnalizują jedynie powolne ożywienie w kolejnych kwartałach.** Również w największych gospodarkach wschodzących, **w tym w Chinach**, wzrost aktywności gospodarczej PKB ~~utrzymuje się~~ **utrzymuje się** na niskim, jak na te kraje poziomie, a w Rosji ~~dynamika PKB spadła~~ **prawdopodobnie wzrost wyhamował** w pobliże zera.

W ostatnim miesiącu nadal ~~silnie~~ **ponownie** obniżyły się ceny ropy naftowej. **Równocześnie nastąpił spadek cen niektórych innych surowców.** Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyjało to ~~utrzymywaniu się~~ **bardzo niskiej powodowało to obniżenie** inflacji w wielu krajach oraz przyczyniło do wystąpienia deflacji w strefie euro. **W najbliższym otoczeniu Polski – w tym strefie euro i większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej – roczna dynamika cen spadła poniżej zera. W krajach będących importerami surowców netto spadek cen surowców może wspierać wzrost gospodarczy.**

Główne banki centralne nadal prowadzą ~~ekspansywną politykę pieniężną,~~ utrzymując stopy procentowe na historycznie niskich poziomach. **Jednocześnie Europejski Bank Centralny i Bank Japonii realizują istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe.** 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. **Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nieoczekiwanie upłynił kurs franka wobec euro, co przyczyniło się do jego silnej aprecjacji wobec innych walut, w tym złotego. SNB obniżył także stopy procentowe.**

W Polsce, dynamika aktywności gospodarczej w IV kw. ub. r. ~~mogła nieco spowolnić~~ **wstępne dane o rachunkach narodowych za 2014 r. sygnalizują, że dynamika PKB w IV kw. nieznacznie się obniżyła, utrzymując się powyżej 3%. Stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszyło pewne spowolnienie wzrostu inwestycji. Jednocześnie dynamika importu obniżyła się silniej niż eksportu, ograniczając ujemny wkład eksportu netto do wzrostu PKB.** W listopadzie ~~grudniu~~ **tempo wzrostu wzrosła dynamika** produkcji przemysłowej ~~obniżyło się w pobliże zera, a dynamika produkcji, budowlano-montażowej pozostała ujemna. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu oraz~~ **tempo wzrostu oraz** sprzedaży detalicznej. Wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw, pozostał stabilny. **Silne umocnienie franka szwajcarskiego zwiększyło zarazem poziom zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania w tej walucie, co może prowadzić do ograniczenia ich konsumpcji.**

Dane z rynku pracy wskazują na dalszy **spadek bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wynikający w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia w przedsiębiorstwach sektorze przedsiębiorstw, co przyczynia się do kontynuacji spadku bezrobocia po uwzględnieniu czynników sezonowych. Jednocześnie utrzymująca się umiarkowana dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wskazuje, że** ~~Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje jednak ograniczona, na co wskazuje utrzymywanie się~~ **umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń.**

W listopadzie ~~grudniu~~ **dynamika cen i towarów konsumpcyjnych pozostała ujemna i była niższa od oczekiwań, kształtując się na poziomie -0,6% r/r była niższa od oczekiwań, obniżając się do -1,0% r/r.** Towarzyszyło temu ~~obniżenie~~ **dalszy spadek** większości miar inflacji bazowej, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. **Jednocześnie, utrzymał się także przyspieszył spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wskazuje na utrzymujący brak presji kosztowej w gospodarce. Towarzyszą temu bardzo niskie** ~~Oczekiwania~~ **oczekiwania** inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych **pozostają bardzo niskie.**

**Biorąc pod uwagę zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury, nie wyklucza jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym czasie, 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, to Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej. Pełniejsza ocena perspektyw powrotu inflacji do celu będzie możliwa, po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym marcową projekcją NBP.**

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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)