

KOMENTARZ PO RADZIE

4 marca 2015

Bohaterowie ostatniej akcji

Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła obniżką stóp o 50 pb, podczas gdy konsensus rynkowy przewidywał obniżkę o ćwierć punktu procentowego. My również zakładaliśmy taki scenariusz i oczekiwaliśmy drugiej obniżki o 25 pb w kwietniu. Wygląda na to, że RPP wolała skondensować cykl obniżek i w jednym ruchu dostosować stopy do nowego środowiska (głębsza deflacja) i nowych prognoz (projekcja NBP pokazuje wzrost CPI na poziomie 1% w 2016-2017). Przed dzisiejszą decyzją rynek FRA wyceniał cięcie o ponad 50 pb w ciągu 6 miesięcy, ale nam wydaje się, że więcej obniżek już nie zobaczymy. Komunikat RPP wyraźnie stwierdził, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został zamknięty i była to zapewne ostatnia zmiana stóp procentowych dokonana przez RPP obecnej kadencji. Przypomnijmy, że na początku 2016 r. nastąpi wymiana ośmiu z dziewięciu członków i nie jest pewne, czy Prezes NBP zostanie mianowany na drugą kadencję. Wydaje nam się, że krzywa swap jest obecnie zbyt niska, biorąc pod uwagę prawdopodobne odbicie inflacji oraz kontynuację mocnego wzrostu napędzanego popytem krajowym.

Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 50 pb, główną do 1,50%, lombardową do 2,5%, a depozytową do 0,5%. Stopa lombardowa jest bardzo ważna dla sektora bankowego, bowiem jej czterokrotność wyznacza maksymalne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych. W rezultacie, maksymalne oprocentowanie kredytów dla konsumentów będzie teraz wynosić 10%.

Po tym jak w lutym prezes NBP Marek Belka dość jasno zasugerował, że poluzowanie polityki pieniężnej na kolejnym posiedzeniu jest bardzo prawdopodobne, obniżka stóp w marcu była powszechnie oczekiwana. Spodziewaliśmy się, że łączna skala obniżek wyniesie 50pb, ale sądziliśmy, że stanie się to raczej w dwóch krokach po 25 pb w marcu i kwietniu. Nasza ocena wynikała z dość zachowawczych wypowiedzi członków RPP i te same argumenty, który powstrzymały ich przed obniżką miesiąc temu, mogły też zadziałać tym razem. Tym bardziej, że niektóre dane o aktywności gospodarczej zaskoczyły na plus, wskazując na silne pozytywne trendy na rynku pracy i wciąż mocny popyt krajowy. Najwyraźniej członkowie RPP byli bardziej pod wpływem pogłębiającej się deflacji i nowych średnioterminowych projekcji przygotowanych przez NBP. Wyniki projekcji przedstawiamy w tabeli poniżej. Prognoza inflacji pokazuje bardzo niską ścieżkę CPI ze środkiem przedziału nieco poniżej 1% w 2016, tylko lekko powyżej tego poziomu w 2017 oraz brakiem perspektyw na osiągnięcie celu w średnim terminie. Taki scenariusz nie uwzględnia efektów dzisiejszej obniżki stóp o 50 pb, ale prezes Belka powiedział, że nawet gdyby prognozy wzięły to pod uwagę, to wpływ na projekcję inflacji nie byłby znaczny. Podkreślił jednocześnie, że cięcie o 50 pb nie było niewystarczające i że przekaz komunikatu jest silny. RPP jasno stwierdziła, że **decyzja o obniżeniu stóp procentowych na obecnym posiedzeniu oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej**.

W czasie konferencji prasowej wspomniano o tym, że możliwe skutki ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC (i działania innych banków centralnych) znalazły się wśród argumentów za obniżką stóp. Belka powiedział, że decyzja była trudna, a debata intensywna, chociaż na końcu wypracowano „solidną większość”. Prezes NBP powtórzył kilkakrotnie, że ani on, ani RPP nie widzi miejsca do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej po dzisiejszej obniżce stóp o 50pb (nie wspominając już o tych członkach Rady, którzy byli przeciwko obniżce).

Jeśli chodzi o projekcję PKB, środek przewidywanego przedziału przesunął się lekko w górę, szczególnie dla 2015 r. (o ok. 0,5 pkt. proc.), a projekcja na 2017 r., pokazana po raz pierwszy, zakłada utrzymanie umiarkowanie szybkiego tempa wzrostu.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Mar 14	Lip 14	Lis 14	Mar 15	Mar 14	Lip 14	Lis 14	Mar 15
2014	2,9-4,2	3,2-4,1	2,9-3,5	-	0,8-1,4	-0,1-0,4	0,0-0,2	-
2015	2,7-4,8	2,6-4,5	2,0-3,7	2,7-4,2	1,0-2,6	0,5-2,1	0,4-1,7	-1,0-0,0
2016	2,3-4,8	2,3-4,5	1,9-4,2	2,2-4,4	1,6-3,3	1,3-3,1	0,6-2,3	-0,1-1,8
2017	-	-	-	2,4-4,6	-	-	-	0,1-2,2

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%.

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 Luźniński 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

Wniosek z dzisiejszego posiedzenia jest taki, że RPP chciała dopasować stopy do nowych uwarunkowań sytuacji gospodarczej i perspektyw (głębsza deflacja) i to w jednym tylko ruchu. Jakikolwiek dalsze zmiany parametrów polityki pieniężnej wymagałyby bardzo istotnej zmiany sytuacji. Nie uważamy, by było to prawdopodobne i zakładamy, że niebawem roczna dynamika inflacji CPI odbije się od dna (lutowy spadek o 1,5%, czyli nasza prognoza, niższa od oczekiwań, to naszym zdaniem tegoroczne minimum). W średnim terminie nasza ścieżka CPI jest wyższa niż pokazana w projekcji NBP. Spodziewamy się też kontynuacji względnie silnego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Oczywiście, biorąc pod uwagę takie prognozy, można zapytać, czy dzisiejsza decyzja nie była procykliczna. Naszym zdaniem nie. Bardzo niski punkt startowy dla inflacji (aż 4 punkty procentowe poniżej celu) oraz ujemna luka popytowa uzasadniały dodatkowe dostosowanie. Jest to szczególnie ważny argument, jeśli wziąć pod uwagę działania innych banków centralnych od początku tego roku. Uważamy, że dla dalszych działań RPP kluczowe może być zachowanie kursu walutowego (niepewne efekty łagodzenia w Europie), nawet jeśli Prezes NBP jasno odrzucił celowanie w konkretny poziom w kursu. Nie uważamy, by dalsze obniżki stóp w Polsce były prawdopodobne lub uzasadnione, chyba że doszłoby do znaczącej aprecjacji złotego. Jak dotąd tak się nie dzieje.

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

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. **W strefie euro dynamika PKB – mimo nieznacznego przyspieszenia w IV kw. ub.r. – utrzymuje się na niskim poziomie.** W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w IV kw. ub. r. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie w stosunku do większości gospodarek rozwiniętych, a perspektywy koniunktury w tej gospodarce pozostają korzystne. Jednakże w strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, dynamika aktywności pozostaje niska, a napływające informacje sygnalizują jedynie powolne ożywienie w kolejnych kwartałach. **Również gospodarczy pozostaje natomiast wyraźnie wyższy niż w strefie euro, mimo pewnego spowolnienia w IV kw. Z kolei** w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, wzrost PKB utrzymuje się na niskim, jak na te kraje, poziomie, a w Rosji **wzrost wyhamował w pobliżu prawdopodobnie obniżył się poniżej zera.**

W ostatnim miesiącu ponownie obniżyły się ceny ropy naftowej. **Od ostatniego posiedzenia Rady wzrosły nieco ceny ropy naftowej, jednak ich poziom jest nadal istotnie niższy niż w poprzednich latach.** Równocześnie **wciąż nastąpił spadek obniżyły się ceny niektórych innych surowców, w tym rolnych.** Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie powodowało to **Spadek cen surowców w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie przyczynia się do obniżenia inflacji dynamiki cen w wielu krajach, w tym pogłębienia deflacji w większości krajów europejskich.** 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. **Spadek cen surowców oddziałuje jednocześnie w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w krajach będących importerami surowców netto.**

Główne banki centralne nadal utrzymują stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. **Jednocześnie Europejski Bank Centralny istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o rozpoczyna zakup obligacji skarbowych, 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, a większość banków centralnych spoza strefy euro złagodziła politykę pieniężną, między innymi poprzez obniżenie stóp procentowych.**

W Polsce, wstępne dane o rachunkach narodowych za 2014 r. sygnalizują, że dynamika PKB **wzrost gospodarczy w IV kw. 2014 spowolnił** nieznacznie się obniżyła, utrzymując się powyżej **pozostając w pobliżu 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 grudniu wzrosła dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej. Wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw pozostaje stabilny. Silne umocnienie franka szwajcarskiego zwiększyło zarazem poziom zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania w tej walucie, co może prowadzić do ograniczenia ich konsumpcji. **W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego oraz wciąż wysoka – pomimo pewnego obniżenia – dynamika inwestycji. Towarzyszy temu stabilny wzrost akcji kredytowej i dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wciąż się obniża, co wynika w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie utrzymuje się niepewność co do perspektywy popytu, co oddziałuje ograniczająco na aktywność gospodarczą w Polsce.**

Dane z **Pomimo poprawy na rynku pracy wskazują na dalszy spadek bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wynikający w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje jednak ograniczona, na co wskazuje utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Umiarkowana dynamika płac wraz ze spadkiem cen surowców na świecie oraz brakiem presji popytowej przyczynia się do pogłębienia deflacji, widocznej zarówno w dynamice cen konsumpcyjnych, jak i cen produkcji sprzedanej. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają bardzo niskie.**

W grudniu dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych była niższa od oczekiwań, obniżając się do -1,0% r/r. Towarzyszył temu dalszy spadek większości miar inflacji bazowej, co potwierdza brak presji popytowej. Jednocześnie przyspieszył spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu, co wskazuje na utrzymujący się brak presji kosztowej w gospodarce. Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają bardzo niskie.

Biorąc pod uwagę zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie – na co wskazuje marcową projekcja – Rada postanowiła pozostawić obniżać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada nie wyklucza jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrośnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie. Pełniejsza ocena perspektyw powrotu inflacji do celu będzie możliwa, po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym marcową projekcją NBP. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych na obecnym posiedzeniu oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia 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 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