

KOMENTARZ PO RADZIE

8 lipca 2015

Greckie zawirowania bez wpływu na projekcję

Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła i stopy procentowe pozostały bez zmian (referencyjna na poziomie 1,5%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, podwyższona została ścieżka wzrostu gospodarczego i inflacji. W pierwszym przypadku zmiana dotyczy przede wszystkim roku bieżącego (środek przedziału prognozy ok. 3,7%). Jeśli chodzi o inflację, nastąpiło obniżenie prognozy dla 2015 roku (głębsza deflacja) i podwyższenie dla dwóch kolejnych lat. Realizacja takiej ścieżki oznaczałaby zmniejszenie realnej stopy procentowej do zera i zwiększałoby szanse na podwyżkę stóp procentowych w drugiej połowie 2016 roku. Taki jest nasz scenariusz. Niemniej, spora niepewność dotyczy składu nowej RPP, która będzie w przyszłym roku decydowała o parametrach polityki pieniężnej. Niepewność ta zniknie dopiero za kilka miesięcy.

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Treść komunikatu nie uległa znaczącej zmianie w porównaniu z poprzednim miesiącem, chociaż warto odnotować, że RPP spodziewa się obecnie stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, podczas gdy w czerwcu oczekiwała jego „stopniowego przyspieszenia”. Z drugiej strony, Marek Belka powiedział w czasie konferencji prasowej, że bank centralny oczekuje utrwalenia się dobrej koniunktury i wzrostu gospodarczego domykającego lukę popytową. Brak przyspieszenia tempa wzrostu PKB ma wynikać z tego, że nie powtórzy się tak duży wkład eksportu netto, jak to miało miejsce w pierwszym kwartale 2015.

Nowa projekcja banku centralnego pokazuje, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wyższą ścieżkę inflacji i PKB w kolejnych latach. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, najbardziej istotna zmiana wystąpiła w przypadku roku bieżącego (obecna prognoza zgodna mniej więcej z naszą prognozą). W przypadku inflacji, w tym roku bank centralny oczekuje nieco głębszej deflacji, ale w kolejnym latach ścieżka projekcji rośnie dość wyraźnie. Centralny punkt projekcji wynosi obecnie 1,6%, czyli ok. 0,7 pkt proc więcej niż w poprzedniej. Niemniej, centralny punkt projekcji inflacji do końca horyzontu prognozy (2017 r.) pozostaje poniżej celu inflacyjnego, a w bieżącym roku (na co zwrócił uwagę prezes NBP w czasie konferencji prasowej) przewidywana inflacja jest nawet niższa niż oczekiwana w marcu.

Marek Belka powiedział, że projekcja inflacji nie uwzględnia ostatnich wydarzeń w Grecji i ich wpływu na rozwój sytuacji, ale w czasie prezentacji wyników projekcji (poniedziałek) przedstawiony zostanie również scenariusz alternatywny (negatywny), który bierze pod uwagę możliwe czynniki ryzyka. Jednak, zdaniem prezesa NBP, w scenariuszu tym ścieżki PKB i inflacji niewiele odbiegają od głównych wyników projekcji.

Realizacja projekcji inflacji w przyszłym roku, oznaczałaby zmniejszenie realnej stopy procentowej do zera, co zwiększałoby szanse na podwyżkę stóp procentowych w drugiej połowie 2016 roku. Prezes Belka powiedział, że niższe stopy realne wspierałyby bardziej gospodarkę. Jednak, nie jest naszym zdaniem takie oczywiste, czy gospodarka takiej dodatkowej stymulacji ze strony polityki pieniężnej będzie potrzebowała (solidny wzrost PKB, dobra sytuacja na rynku pracy wspierająca konsumpcję). Zakładamy wciąż, że do delikatnego dostosowania polityki pieniężnej może dojść pod koniec przyszłego roku. Rynek stopy procentowej wycenia obecnie pierwszą podwyżkę na przełomie 2016 i 2017 roku i według Prezesa Belki „jest to z grubsza prawidłowe”. Niemniej, spora niepewność dotyczy składu nowej RPP (zmiana 8 z 9 członków na początku przyszłego roku oraz możliwa zmiana Prezesa NBP w połowie 2016), która będzie w przyszłym roku decydowała o parametrach polityki pieniężnej. Niepewność ta zniknie dopiero za kilka miesięcy. Do tego czasu niewiele w polskiej polityce pieniężnej się będzie działo, a uczestnicy rynku będą bardziej skoncentrowani na czynnikach zewnętrznych wpływających na kurs złotego i rentowności obligacji. Miejmy nadzieję, że te czynniki nie będą na tyle dynamiczne, żeby wymusić większe zainteresowanie zmianami rynkowymi ze strony polskiego banku centralnego. Prezes Belka powtórzył dziś, że jeśli miałyby być jakieś skutki pośrednie zawirowań, „wiemy co mamy robić”.

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

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

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 czerwcem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w 2015 r. oczekiwane jest jego nieznaczne przyspieszenie. W strefie euro następuje stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego poprawa koniunktury, choć aktywność gospodarcza jest nadal w dalszym ciągu jest on na niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych – mimo osłabienia koniunktury w pierwszych miesiącach bieżącego roku – oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach. Ostatnie dane sugerują natomiast, że spowolnienie aktywności na początku roku było przejściowe, a perspektywy tej gospodarki pozostają korzystne. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy utrzymuje się na niskim, jak na tę gospodarkę poziomie, natomiast jednocześnie w większości największych gospodarek wschodzących dynamika aktywności gospodarczej obniża się, a u wschodnich partnerów handlowych Polski, tj. w Rosji i na Ukrainie perspektywy gospodarcze pozostają niekorzystne trwa recesja.

Pomimo trwającego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych, nastroje na rynkach finansowych w ostatnim okresie pogorszyły się, do czego przyczyniło się nasilenie się obaw o niewypłacalność Grecji. Oddziaływało to w kierunku spadku cen niektórych aktywów finansowych, a także osłabienia się kursów walut krajów Europy ŚrodkowoWschodniej, w tym złotego.

Po silnym i długotrwałym spadku, w ostatnich miesiącach ceny ropy na rynkach światowych nieznacznie wzrosły w ostatnich miesiącach. Przyczyniło się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach, w tym do wzrostu dynamiki cen w strefie euro. Dynamika cen na świecie pozostaje jednak bardzo niska, a w wielu niektórych gospodarkach europejskich – jest nadal ujemna. W tych warunkach główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, a EBC kontynuuje program skupu aktywów.

W Polsce dynamika realnego PKB w II kw. br. przyspieszyła (do 3,6% wobec 3,3% w IV kw. 2014 r.) utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostał prawdopodobnie wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu akcji kredytowej. Jednocześnie napływające w ostatnim okresie dane nie wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Ożywieniu gospodarczemu sprzyjało także przyspieszenie wzrostu eksportu, wspieranego poprawą koniunktury w strefie euro. W kwietniu nastąpiło jednak obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, choć prawdopodobnie było ono przejściowe.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce nie ma presji popytowej inflacyjnej. Równocześnie niskie ceny surowców i umiarkowana dynamika płac nominalnych przyczyniają się do utrzymania braku presji kosztowej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje ujemna, choć nieznaczny wzrost rocznej dynamiki cen paliw i żywności w ostatnim okresie ograniczył skalę deflacji. Ujemna jest także roczna dynamika cen produkcji sprzedanej, natomiast wyraźnie ujemna, a oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 22 czerwca 2015 r. (cut-off date dla projekcji) – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -1,1÷ -0,4% w 2015 r. (wobec -1,0÷0,0% w projekcji z marca 2015 r.), 0,7÷2,5% w 2016 r. (wobec -0,1÷1,8%) oraz 0,5÷2,6% w 2017 r. (wobec 0,1÷2,2%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,0÷4,3% w 2015 r. (wobec 2,7÷4,2% w projekcji z marca 2015 r.), 2,3÷4,5% w 2016 r. (wobec 2,2÷4,4%) oraz 2,5÷4,7% w 2017 r. (wobec 2,4÷4,6%).

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja NBP. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

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, al. Jana Pawła II, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 18 88, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl