

# KOMENTARZ PO RADZIE

4 listopada 2015

## Kosmetyczne zmiany w projekcji

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 1,5%), zgodnie z oczekiwaniami. Treść i ton komunikatu nie zmieniły się istotnie w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Nową informacją jest aktualizacja projekcji NBP, która wskazuje – zgodnie z wcześniejszą sugestią przedstawicieli banku centralnego – na nieznacznie niższą niż poprzednio ścieżkę inflacji i PKB (głównie w 2016, bo w 2017 r. różnice są znikome). Ogólnie, przewidywane trendy w zakresie inflacji i wzrostu gospodarczego nie uległy zasadniczej zmianie. Rada podtrzymała w kluczowym fragmencie komunikatu stwierdzenie, że inflacja będzie powoli rosła, a luka popytowa będzie się domykała. Prezes NBP Marek Belka wyraźnie powtórzył na konferencji prasowej, że nic obecnie nie uzasadnia dalszych obniżek stóp. Powiedział też, że jeśli polityka budżetowa nowego rządu okaże się bardziej rozluźniona, trzeba będzie dbać o odpowiedni policy-mix i będzie to zadanie dla nowej Rady Polityki Pieniężnej. Zaznaczył jednocześnie, że przyszłe decyzje będą zależały od poglądów i preferencji nowej Rady. Zgadza się z tym, że poglądy członków nowej RPP będą kluczowe. Po wyraźnej wygranej PiS w wyborach i jasnych deklaracjach przedstawicieli tej partii, że kandydaci na członków nowej RPP będą wybierani m.in. na podstawie ich skłonności do łagodzenia polityki pieniężnej uważamy, że stopy procentowe zostaną jeszcze obniżone. Biorąc pod uwagę przewidywane trendy w gospodarce (utrzymanie przyzwoitego wzrostu PKB i stopniowy wzrost inflacji), jeśli nowa RPP będzie chciała obniżyć stopy procentowe, najlepszą strategią będzie zapewne zrobienie tego możliwie szybko, aby zminimalizować ewentualne ryzyko zarzutów o działanie procykliczne. Na posiedzeniu w lutym 2016 będzie już obecnych pięciu nowych członków RPP, co razem z dwoma członkami ‘prezydenckimi’ obecnej kadencji (których poglądy zaczęły ostatnio ewoluować w gołębią stronę) może już wystarczyć do przegłosowania obniżki. Na posiedzeniu RPP w marcu (na którym będzie już dostępna nowa aktualizacja projekcji NBP) pojawi się już Rada w całkowicie odświeżonym składzie, z ośmioma nowymi członkami. Zakładamy, że stopa referencyjna zostanie obniżona o 50pb jeszcze w I kwartale 2016 r.

### Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

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

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 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 październikiem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, a ~~ostatnie napływające~~ dane sugerują utrzymanie stabilnego wzrostu PKB w tym obszarze walutowym. ~~Także dane dotyczące Stanów W Stanach Zjednoczonych wskazują na dalszy wzrost aktywności gospodarczej~~ **wzrost PKB w III kw. obniżył się, jednak w kolejnych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja ożywienia.** Z kolei w Chinach ~~następuje dalsze osłabianie się koniunktury~~ **wzrost gospodarczy po raz kolejny się obniżył**, a w Rosji i Brazylii ~~pozostają w trwa~~ **recesja.** ~~W związku z tym Utrzymują się więc~~ **obawy dotyczące perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących, co zwiększa niepewność dotyczącą globalnej koniunktury.**

Inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje bardzo niska i w wielu krajach ponownie się obniżyła, do czego przyczyniła się głównie nowa fala spadków cen surowców w ostatnich miesiącach. W strefie euro dynamika cen spadła ponownie poniżej zera, a prognozy na kolejne kwartały zostały obniżone. **Spadek cen surowców w ostatnich miesiącach przyczynił się do obniżenia inflacji w wielu gospodarkach, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.**

W takich ~~tych~~ warunkach Rezerwa Federalna i EBC utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, **choć Rezerwa Federalna zapowiada możliwość ich podwyższenia.** Natomiast EBC kontynuuje także program zakupu aktywów, ~~sygnalizując~~ **sygnalizował** jego rozszerzenie. Z kolei Rezerwa Federalna nadal zapowiada możliwość podwyższenia stóp procentowych. Niepewność dotycząca polityki pieniężnej głównych banków centralnych i utrzymywanie się ~~obaw dotyczących perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się~~ powodują podwyższoną zmienność na międzynarodowych **co przyczyniło się do spadku awersji do ryzyka na rynkach finansowych w ostatnim okresie.**

W Polsce, ~~kontynuowany jest~~ **utrzymuje się** stabilny wzrost aktywności gospodarczej, ~~wspierany głównie przez wzrost którego~~ **głównym czynnikiem jest popytu krajowego.** **Wzrostowi popytu** sprzyja ~~mu~~ korzystna sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów, polepszenie sytuacji finansowej firm, a także stabilny wzrost akcji kredytowej. **Natomiast ograniczająco na dynamikę popytu w gospodarce oddziałuje niepewność przedsiębiorstw dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą.**

Jednocześnie niektóre wskaźniki dotyczące aktywności gospodarczej były w ostatnim okresie nieco niższe od oczekiwań, choć ich obniżenie było prawdopodobnie przejściowe. Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, **w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne.** Główną przyczyną ~~połączenia~~ **utrzymywania się** deflacji ~~był~~ **pozostaje silny spadek cen surowców na rynkach światowych.** ~~W warunkach~~ **Spadek ten, wraz z umiarkowaną dynamiką plac, ogranicza tę** ryzyko wzrostu presji kosztowej. ~~Towarzyszą temu~~ **bardzo niskie** ~~W tych warunkach~~ **oczekiwania inflacyjne pozostają bardzo niskie.**

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyać ~~oczekiwane~~ **stopniowe** domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie ~~utrzymujące się~~ **źródłem niepewności dotyczącej** **szybkości powrotu inflacji do celu** ~~pozostaje~~ **ryzyko silniejszego** spowolnienia w gospodarkach wschodzących i **wpływ tego na światową koniunkturę, a także możliwość utrzymania się** niskich cen surowców ~~oraz obniżenie prognoz~~ i w efekcie również niskiej inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki **zwiększają niepewność dotyczącą tempa powrotu inflacji do celu.**

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