

# KOMENTARZ PO RADZIE

9 listopada 2016

## RPP nie widzi powodów do zmian stóp

Zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%.

Nowa projekcja NBP zakłada ścieżkę inflacji bardzo zbliżoną do tej przewidywanej w lipcu (bardzo powolny wzrost, ale wciąż poniżej 2,5% w ciągu dwóch lat) i wzrost PKB niższy w 2016 r. ale nieco wyższy w kolejnych dwóch latach.

O ile w lipcu RPP raczej zdystansowała się od prognoz NBP i stwierdziła, że spodziewa się wyższego wzrostu, to tym razem już tak nie było. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział podczas konferencji prasowej, że członkowie Rady mogą mieć na ten temat różne opinie, ale akurat on jest optymistyczny w kwestii perspektyw gospodarczych. Jego zdaniem spowolnienie wzrostu obserwowane obecnie jest spowodowane niższą absorpcją środków UE i dlatego jest przejściowe. Zdaniem Glapińskiego, absorpcja środków unijnych powinna wkrótce ulec znaczącej poprawie, co będzie przyczyną wyraźnego przyspieszenia wzrostu w 2017 r. Powtórzył też, że wierzy iż nie będzie powodu do zmian stóp w 2017, chyba że wzrost PKB i inflacji mocno przyspieszy (wzrost gospodarczy w tempie 3,6% i inflacja na 1,5% nie byłyby wg Glapińskiego powodem do podwyżek). Inni członkowie RPP obecni na konferencji RPP – Jerzy Żyżyński i Eryk Łon (postrzegani jako raczej gołębi) – potwierdzili, że obecnie stopy NBP są na optymalnym poziomie wobec niezłego tempa wzrostu PKB i stopniowego wzrostu CPI. Zasugerowali również, że nawet w przypadku spowolnienia gospodarczego obniżki stóp w celu podbudzenia wzrostu były nieefektywne.

Uważamy, że nie ma żadnych istotnych zmian w stanowisku RPP. Nawet jeśli dane za III kw. pokażą wzrost PKB poniżej 3%, to nie będzie to dość, by zmienić nastawienie Rady, chyba że pojawi się więcej dowodów trwałości spowolnienia.

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

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Lis 15	Mar 16	Lip 16	Lis 16	Lis 15	Mar 16	Lip 16	Lis 16
<b>2015</b>	2,9÷3,9	-	-	-	-0,9÷-0,8	-	-	-
<b>2016</b>	2,3÷4,3	3,0÷4,5	2,6÷3,8	2,3÷3,4	0,4÷1,8	-0,9 ÷ 0,2	-0,9 ÷ -0,3	-0,7 ÷ -0,6
<b>2017</b>	2,4÷4,6	2,6÷4,8	2,4÷4,5	2,6÷4,5	0,4÷2,5	0,2÷2,3	0,3÷2,2	0,5÷2,0
<b>2018</b>	-	2,1÷4,4	2,1÷4,3	2,2÷4,4	-	0,4÷2,8	0,3÷2,6	0,3÷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 październikiem)

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym utrzymuje się niepewność dotycząca **co do** jego perspektyw. W strefie euro – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących **na jej eksport** – wzrost gospodarczy jest stabilny. **Wskazują na to dane o rachunkach narodowych za III kw. Z kolei w** Stanach Zjednoczonych ~~napływające dane sugerują pewne przyspieszenie~~ dynamika PKB **wzrosła** w III kw. **po kilku kwartałach spadku,** czemu towarzyszy dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. W Chinach wzrost gospodarczy **jest niższy niż w** **ustabilizował się na** **niższym niż w** poprzednich latach **poziomie,** jednak dane o aktywności sygnalizują stabilizację koniunktury w ostatnim okresie.

#### 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

Towarzyszy temu zmniejszanie się skali recesji w Rosji.

Ceny surowców na rynkach światowych – mimo wzrostu od początku br. – są niższe niż w poprzednich latach. Niskie ceny surowców i umiarkowana aktywność gospodarcza na świecie są główną przyczyną utrzymywania się dynamiki cen konsumpcyjnych w wielu gospodarkach na niskim poziomie. **W warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie oraz niższych niż w poprzednich latach cen surowców dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki jest nadal bardzo niska. Roczna dynamika cen surowców jest jednak dodatnia, co przyczynia się do pewnego wzrostu inflacji w części gospodarek.**

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje zakupy aktywów finansowych. Rezerwa Federalna – po podwyżce w grudniu ub.r. – utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, sygnalizując ich ~~możliwy~~ **prawdopodobny** wzrost w przyszłości.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, ~~choć Bieżące~~ dane wskazują, że dynamika PKB w III kw. ~~była prawdopodobnie zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale~~ **mogła się nieznacznie obniżyć**. Głównym czynnikiem wzrostu ~~pozostaje jest~~ **stabilnie** rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują, że nadal ograniczająco na aktywność gospodarczą ~~oddziałuje~~ **wpływa** spadek inwestycji. Obniżenie inwestycji jest związane z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz utrzymującą się niepewnością wśród przedsiębiorstw **co do otoczenia regulacyjnego gospodarki**.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji ~~stopniowo~~ **maleje**. ~~Oslabienie~~ **Na wygasanie** tendencji deflacyjnych ~~jest także widoczne~~. W danych ~~o~~ **wskazuje również wzrost** cenach produkcji sprzedanej przemysłu. Do wzrostu dynamiki cen przyczynia się ~~wygasanie~~ **osłabienie** efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych, a także ~~stopniowe przyspieszenie wzrostu~~ **wyższa niż poprzednich kwartałach dynamika** płac w ~~Polsce~~ **polskiej gospodarce**. ~~Natomiast~~ Czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest nadal niski wzrost cen za granicą oraz ~~wciąż~~ ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP, z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2016 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale  $-0,7 \div -0,6\%$  w 2016 r. (wobec  $-0,9 \div -0,3\%$  w projekcji z lipca 2016 r.),  $0,5 \div 2,0\%$  w 2017 r. (wobec  $0,3 \div 2,2\%$ ) oraz  $0,3 \div 2,6\%$  w 2018 r. (wobec  $0,3 \div 2,6\%$ ). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale  $2,5 \div 3,4\%$  w 2016 r. (wobec  $2,6 \div 3,8\%$  w projekcji z lipca 2016 r.),  $2,6 \div 4,5\%$  w 2017 r. (wobec  $2,4 \div 4,5\%$ ) oraz  $2,2 \div 4,4\%$  w 2018 r. (wobec  $2,1 \div 4,3\%$ ).

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach skala deflacji będzie nadal stopniowo malała dynamika cen będzie nadal stopniowo rosnąć i w kolejnych kwartałach stanie się dodatnia. Wzrost dynamiki cen będzie wspierany przez stabilny wzrost ~~Oprócz~~ **wygaśnięcia** efektów wcześniejszych spadków cen surowców wzrostowi cen w przyszłym roku będzie sprzyjało ~~oczekiwane~~ **przyspieszenie** wzrostu PKB, następujące w warunkach ~~rosnącej~~ **dalszego** wzrostu dynamiki wynagrodzeń oraz zwiększonych świadczeń wychowawczych. W kolejnych kwartałach wrosnąć powinna również dynamika inwestycji, czemu będzie sprzyjać dobra sytuacja finansowa firm, ~~rosnące~~ **wysokie** wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz stopniowe zwiększanie ~~wykorzystania~~ **stopnia absorpcji** funduszy unijnych. ~~Taką ocenę wspiera listopadowa projekcja NBP~~. Źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się ~~aktywności gospodarczej~~ i dynamiki cen jest ~~ryzyko pogorszenia globalnej koniunktury~~ oraz ~~ewentualność~~ **obniżenia** się cen surowców.

Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

**Rada przyjęła Raport o inflacji – listopad 2016 r. i Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2017.**

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., Pion Zarządzania Finansami, 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)