

KOMENTARZ PO RADZIE

8 listopada 2017

Nowa projekcja nie wystarczy

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 1,50%. Jednocześnie, RPP obniżyła stopę rezerw obowiązkowych dla depozytów o terminie powyżej 2 lat do 0% z obecnych 3,5% - ta ostatnia decyzja wchodzi w życie dopiero 1 marca 2018.

Projekcja NBP pokazała ścieżkę CPI, w której środek 50-procentowego przedziału jest wyższy o 0,25 pkt.proc. w 2018 i 2019 r., podczas gdy ścieżka PKB poszła w górę o 0,15 pp w 2017 i 2018 r. Co ciekawe, punkt środkowy projekcji przesunął się wyżej ze względu na wzrost dolnego ograniczenia przedziału prognoz, podczas gdy górne ograniczenie pozostało prawie bez zmian. W kluczowym fragmencie komunikatu RPP pominęła wcześniejsze zdanie, że ryzyko trwałego przekroczenia calu w średnim okresie jest ograniczone, zastępując je stwierdzeniem, że inflacja będzie poruszała się blisko celu. Komunikat zawiera też stwierdzenie, że inflacja bazowa wzrosła i jest umiarkowana, podczas gdy w poprzednich miesiącach określana była jako niska. Mimo to RPP po raz kolejny podsumowała rozważania stwierdzeniem, że obecny poziom stóp procentowych „sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”.

Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP Adam Glapiński powtórzył, że wciąż uważa utrzymanie stóp bez zmian do końca 2018 roku za najlepsze rozwiązanie, zakładając, że wszystko ułoży się zgodnie z projekcją NBP. Jego zdaniem przesunięcie w górę projekcji CPI nie było znaczące i nie jest to powód do obaw, szczególnie, że Glapiński widzi ryzyka dla wzrostu gospodarczego w przyszłości. Odwołał się też do zdyscyplinowanego budżetu i umocnienia złotego jako czynników, które ograniczają potrzebę zacieśnienia polityki pieniężnej. Adamowi Glapińskiemu towarzyszyli na konferencji gołębi Jerzy Żyżyński oraz jastrzębi Łukasz Hardt. Co ciekawe, ten drugi nie przywołał zbyt wielu jastrzębich argumentów oraz powiedział, że RPP powinna wstrzymać się z rozważaniem jakiegokolwiek zmiany stóp do początku 2018 roku. Hardt nie wykluczył, że podwyżka stóp byłaby konieczna jeśli presja inflacyjna się nasili, ale jego zdaniem nie jest to wcale przesądzone. Dodał, że istotny dla niego będzie też proces normalizacji polityki przez EBC i jeśli europejski bank będzie z tym zwlekał, utrudniłoby to decyzję o podwyżce stóp w Polsce. Wypowiedź Jerzego Żyżyńskiego nie zaskoczyła ani trochę – jego zdaniem wyższa inflacja nie jest powodem do podwyżki stóp dopóki nie ma nadmiernej ekspansji kredytowej.

Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej dla długoterminowych depozytów członkowie RPP uzasadnili zamiarem skończenia z dyskryminacją krajowych deponentów, ponieważ stopa rezerwy dla ponad 2-letnich depozytów nierezydentów już wcześniej wynosiła 0%. Wydaje się, że ta zmiana może być próbą złagodzenia wpływu ujemnych realnych stóp procentowych na oszczędności gospodarstw domowych.

Ogólnie, nieco bardziej jastrzębi ton komunikatu został zrównoważony przez gołębi wydźwięk konferencji. Wygląda na to, że zdanie prezesa NBP Adama Glapińskiego jest wciąż dominujące. Jastrzębie komentarze kilku członków RPP w ostatnich miesiącach podbiły oczekiwania rynkowe, że nowa projekcja NBP zmieni perspektywy polityki pieniężnej. Tak się jednak nie stało, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Naszym zdaniem przesunięcie punktu równowagi w Radzie wymagać będzie więcej twardych danych z gospodarki, które pokażą wzrost presji płacowej i cenowej. Uważamy, że takie dane faktycznie się pojawiają, ale trzeba na to poczekać jeszcze kilka miesięcy. A zatem, po krótkim odreagowaniu na rynku wywołanym nieco bardziej gołębią konferencją, oczekiwania na podwyżki mogą ponownie zacząć narastać na początku 2018 r.

Projekcje inflacji i PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Lis 16	Mar 17	Lip 17	Lis 17	Lis 16	Mar 17	Lip 17	Lis 17
2016	2,3÷3,4	-	-	-	-0,7 ÷ -0,6	-	-	-
2017	2,6÷4,5	3,4÷4,0	3,4÷4,7	3,8÷4,6	0,5÷2,0	1,6÷2,5	1,6÷2,3	1,9÷2,0
2018	2,2÷4,4	2,4÷4,5	2,5÷4,5	2,8÷4,5	0,3÷2,6	0,9÷2,9	1,1÷2,9	1,6÷2,9
2019	-	2,3÷4,4	2,3÷4,3	2,3÷4,3	-	1,2÷3,5	1,3÷3,6	1,7÷3,7

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>

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Izabela Sajdak, CFA 22 534 18 86

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 czerwcem)

W gospodarce światowej utrwalają się sygnały poprawy koniunktury, ~~widoczne zwłaszcza w przemyśle i handlu międzynarodowym~~. W strefie euro dane wskazują na kontynuację ożywienia gospodarczego, **wspieranego zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i przyrost inwestycji**. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w I kw. ~~obniżył się, choć wynikało to z czynników przejściowych – po przejściowym obniżeniu się –~~ **w II kw. prawdopodobnie przyspieszył**. Z kolei w Chinach, ~~po wzroście dynamiki PKB w I kw.,~~ bieżące dane nie wskazują na ~~trwałe przyspieszenie aktywności gospodarczej~~ **spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw.**

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą ~~ustabilizowała się na~~ **pozostaje** umiarkowanym poziomie. Przyczyniła się do tego wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców, ~~w tym a także~~ **stabilizacja cen ropy naftowej**, przy wciąż niskiej wewnętrznej presji inflacyjnej w wielu krajach.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera. EBC nadal prowadzi ~~także~~ program skupu aktywów finansowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, ~~sygnalizując kolejne podwyżki~~ **podnosząc stopy procentowe**.

W Polsce ~~miesięczne dane o aktywności gospodarczej sygnalizują utrzymanie się stabilnej dynamiki PKB w II kw. br.~~ **wskazują na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w I kw. br.** Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, **wypłaty świadczeń oraz** bardzo dobre nastroje konsumentów ~~oraz wypłaty świadczeń~~. Towarzyszyła temu zbliżona do zera dynamika inwestycji. Jednocześnie **dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, a także utrzymał się znaczący wzrost eksportu i importu**. W wyprzedzające wskaźniki koniunktury **wskazują na kontynuację korzystnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw, oraz dane o produkcji i sprzedaży – mimo ich niewielkiego osłabienia w ostatnim okresie – sygnalizują utrzymanie się stabilnego wzrostu gospodarczego w II kw. Wraz z oczekiwanym wzrostem wykorzystania środków UE powinno to wspierać ożywienie inwestycji w kolejnych kwartałach.**

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie inflacja bazowa – mimo stopniowego wzrostu – jest nadal niska. Wciąż umiarkowana jest także dynamika jednostkowych kosztów pracy.

W ocenie Rady w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana, czemu będzie sprzyjać dalsze wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, przy jedynie stopniowym zwiększaniu się wewnętrznej presji inflacyjnej związanej z poprawą krajowej koniunktury. W efekcie ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

Taką ocenę wspierają wyniki lipcowej projekcji inflacji i PKB, przygotowanej przez Departament Analiz Ekonomicznych przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,6 – 2,3% w 2017 r. (wobec 1,6 – 2,5% w projekcji z marca 2017 r.), 1,1 – 2,9% w 2018 r. (wobec 0,9 – 2,9%) oraz 1,3 – 3,6% w 2019 r. (wobec 1,2 – 3,5%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4 – 4,7% w 2017 r. (wobec 3,4 – 4,0% w projekcji z marca 2017 r.), 2,5 – 4,5% w 2018 r. (wobec 2,4 – 4,5%) oraz 2,3 – 4,3% w 2019 r. (wobec 2,3 – 4,4%).

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.

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