

# KOMENTARZ PO RADZIE

5 grudnia 2017

## RPP odporna na mocne dane

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, stopa referencyjna wynosi wciąż 1,50%. Rada zdecydowała również o obniżeniu oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej do 0,5% (z 1,35%) od dnia 1 stycznia 2018 r.

Ta druga decyzja podniesie zysk NBP (kosztem wyniku banków komercyjnych) o ok. 350 mln zł na rok. To drugi miesiąc z rzędu kiedy bank centralny zmienia swoją politykę rezerwy obowiązkowej - w listopadzie obniżona została stawka dla depozytów powyżej 2 lat do 0% (z 3,5%) i obowiązywać będzie od marca 2018 r. Prezes NBP wyjaśnił podczas konferencji prasowej, że decyzja miała charakter techniczny i – łącznie z decyzją dotyczącą stopy rezerwy obowiązkowej sprzed miesiąca – jest ukierunkowana na wspieranie wzrostu depozytów długo-terminowych (z terminem przekraczającym 2 lata). Naszym zdaniem te ruchy nie zmieniają kursu polityki pieniężnej.

Komunikat z posiedzenia miał raczej gołębi wydźwięk. RPP uznała, że listopadowy wzrost inflacji do 2,5% r/r spowodowany był głównie przez wyższe ceny żywności i energii, a inflacja bazowa pozostała niska. Rada napisała też, że tempo wzrostu płac w gospodarce ustabilizowało się w III kw., a jednostkowe koszty pracy w sektorze przedsiębiorstw nawet wyhamowały mimo szybszego wzrostu płac. RPP podtrzymała swoją ocenę, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”.

Na konferencji miało miejsce dalsze złagodzenie języka. Prezes Glapiński powtórzył swoją deklarację, że stopy powinny pozostać na nie zmienionym poziomie do końca 2018 roku. W jego przekonaniu ostatnie dane nie zmieniły tej opinii lecz ją potwierdziły – presja płacowa nie wzrosła lecz (zdaniem prezesa) nieznacznie osłabła, inflacja bazowa pozostała niska, zaś wzrost jednostkowych kosztów spowolnił. Ponadto bank centralny oszacował, że wzrost inwestycji po wyłączeniu sektora energetycznego wyniósł 6,9% r/r w III kw. 2017, co jest satysfakcjonującym wynikiem. Prezesowi Glapińskiemu na konferencji towarzyszył Eryk Łoń (ekstremalny gołąb) i Rafał Sura (umiarkowany gołąb). Obaj obecni członkowie RPP potwierdzili ocenę prezesa, że obecnie nie ma żadnego powodu dla zmian w polityce pieniężnej.

Podsumowując, komunikat i konferencja prasowa potwierdziły, że prezes Adam Glapiński wciąż kontroluje większość w Radzie i nie ma on zamiaru zmieniania parametrów polityki pieniężnej w najbliższej przyszłości. Uważamy jednak, że ostatnie mocne dane zaostrzyły podziały w ramach RPP. Godzina publikacji decyzji (13:55) była nadzwyczaj późna (najpóźniej od marca 2015 r., kiedy RPP obcięła stopy o 50 pb) i naszym zdaniem była to pochodna bardziej zaciętej dyskusji o perspektywach polityki pieniężnej. Prezes Glapiński nie potwierdził tego dzisiaj, ale wydaje nam się, że bardziej jastrzębi członkowie Rady będą w kolejnych tygodniach jeszcze aktywniejsi w prezentowaniu swoich obaw. Żeby jednak zaobserwować znaczącą zmianę rozkładu głosów w Radzie, oczywiste jest że potrzeba twardych argumentów ze strony danych makro. Na ten moment podtrzymujemy naszą opinię, że pierwsza podwyżka stóp nastąpi w ostatnim kwartale 2018.

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

W gospodarce światowej trwa ożywienie koniunktury. W strefie euro utrzymuje się wyższy niż w ubiegłym roku wzrost gospodarczy. Przyczynia się do tego poprawa sytuacji na rynku pracy, dobre nastroje podmiotów gospodarczych, a także ożywienie w handlu międzynarodowym. W Stanach Zjednoczonych dynamika PKB w III kw. była zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale pomimo negatywnego wpływu niekorzystnych zjawisk atmosferycznych na aktywność gospodarczą. W Chinach wzrost gospodarczy w III kw. nieznacznie spowolnił. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych. Z kolei w Chinach napływające dane wskazują na nieznaczne obniżenie się dynamiki PKB.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. Jednocześnie w ostatnim czasie nastąpił pewien wzrost cen niektórych surowców, w tym ropy naftowej, wzrosły w ostatnich miesiącach.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera.

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: [skarb.bzwbk.pl](http://skarb.bzwbk.pl)

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luziński 22 534 18 85

Grzegorz Ogonek 22 534 19 23

Konrad Soszyński 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

Jednocześnie EBC wydłużył czas funkcjonowania programu skupu aktywów finansowych co najmniej do września 2018 r., ograniczając przy tym miesięczną skalę skupu w tym okresie o połowę, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w październiku rozpoczęła natomiast zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

W Polsce miesięczne dane sygnalizują, że roczne tempo wzrostu PKB przyśpieszyło w III kw. dynamika PKB była prawdopodobnie wyższa niż w poprzednim kwartale: br. do 4,9%. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie szybszy niż w I połowie br. wzrost produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne ożywienie inwestycji. W III kw. wzrosły także nakłady brutto na środki trwałe, co było głównie związane ze wzrostem inwestycji publicznych, podczas gdy dynamika inwestycji przedsiębiorstw była nadal ujemna. Do przyśpieszenia wzrostu PKB przyczyniło się istotne zwiększenie się dynamiki eksportu..

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, chociaż pozostają one na umiarkowanym poziomie. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych wzrosła w listopadzie do 2,5%. Głównym czynnikiem podwyższającym inflację jest wysoka dynamika cen żywności oraz wyraźnie wyższa niż w poprzednich latach dynamika cen energii. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostaje niska. Dynamika wynagrodzeń w całej gospodarce utrzymała się na stabilnym poziomie w III kw., a dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się, pomimo przyśpieszenia wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB przygotowanej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD roczna dynamika cen znalazła się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,9-2,0% w 2017 r. (wobec 1,6-2,3% w projekcji z lipca 2017 r.), 1,6-2,9% w 2018 r. (wobec 1,1-2,9%) oraz 1,7-3,7% w 2019 r. (wobec 1,3-3,6%). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znalazło się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,8-4,6% w 2017 r. (wobec 3,4-4,7% w projekcji z lipca 2017 r.), 2,8-4,5% w 2018 r. (wobec 2,5-4,5%) oraz 2,3-4,3% w 2019 r. (wobec 2,3-4,3%).

W ocenie Rady w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura w polskiej gospodarce, choć w kolejnych latach oczekiwać można pewnego obniżenia się dynamiki PKB. Biorąc pod uwagę aktualne informacje, w tym wyniki listopadowej projekcji, Rada ocenia, że w najbliższych latach horyzoncie projekcji inflacja będzie kształtowała utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Rada podjęła uchwałę w sprawie stóp wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. Zgodnie z tą uchwałą stopa wysokości oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych co najmniej na 2 lata będzie wynosiła wynosić 0,50%. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 marca 2018 r. i ma zastosowanie począwszy od rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od dnia 30 kwietnia stycznia 2018 r.

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