

Raport Specjalny

Wyższy PKB + niska inflacja = niskie stopy NBP (na dłużej?)

poniedziałek, 18 listopad 2013 r.



Monika Kurtek - Główny Ekonomista - tel. (22) 328 75 28
Piotr Łysienia - Starszy Ekonomista - tel. (22) 328 75 61

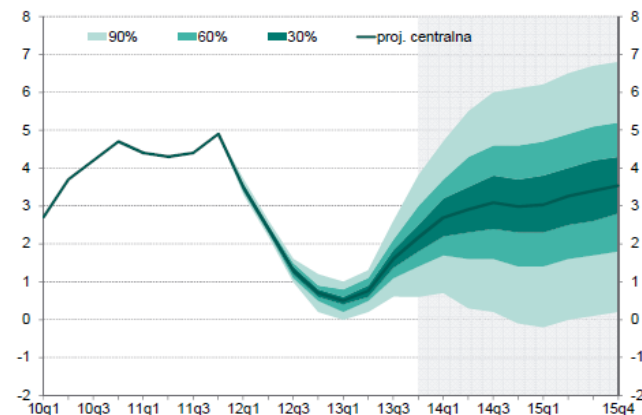
Dorota Węgrzyn - Dealer Produktów Skarbowych - tel. (22) 328 74 84
Piotr Dymny - Dealer Produktów Skarbowych - tel. (22) 328 75 63

Publikowane w ostatni czwartek dane dotyczące dynamiki PKB w Q3'13 oraz inflacji w październiku były ważnymi wskaźnikami, które pokazują, że pomimo stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w Polsce, popyt krajowy i presja inflacyjna nadal pozostają umiarkowane. W połączeniu z ostatnią projekcją inflacji i PKB NBP otrzymujemy obraz gospodarki, która powoli wraca na ścieżkę wzrostu, jednak jeszcze przez kilka kwartałów wzrost gospodarczy pozostanie poniżej potencjału, a inflacja nie będzie stanowić poważnego problemu. Bazując m.in. na informacjach z listopadowej projekcji NBP RPP zadeklarowała, że utrzyma stopy procentowe na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszej połowy 2014 r. W naszej ocenie okres stabilizacji stóp procentowych może potrwać dłużej i pierwsza podwyżka stopy referencyjnej będzie miała miejsce najwcześniej na przełomie Q3'14 i Q4'14.

PKB odbija...

Wstępny szacunek PKB w Q3'13 wskazuje na wzrost o 1.9%/r wobec 0.8%/r w Q2'12. Wspomniane dane są potwierdzeniem tezy, że dno spowolnienia miało

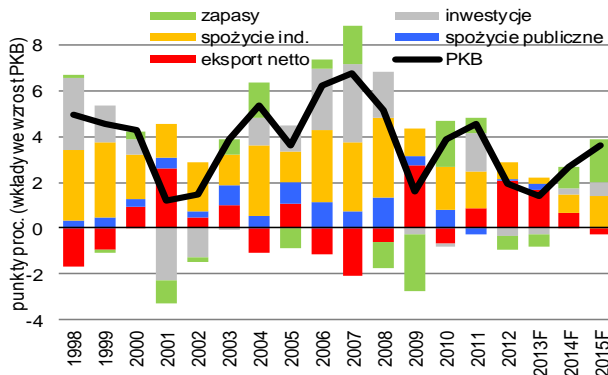
Wykres 1. Projekcja PKB NBP



Źródło: NBP

miejsce na początku 2013 r., a w drugiej połowie br. obserwujemy wyraźne ożywienie aktywności ekonomicznej. GUS nie opublikował struktury wzrostu PKB (pełne dane poznamy 29 listopada), jednak można przypuszczać, że to nadal eksport netto był głównym motorem wzrostu krajowej gospodarki. Na podstawie opublikowanych danych miesięcznych szacujemy, że pomiędzy lipcem i wrześniem po raz pierwszy od Q1'12 mieliśmy do czynienia z dodatnią kontrybucją popytu krajowego do wzrostu PKB. W naszej ocenie zjawisko to będzie się nasilać i w kolejnych kwartałach będziemy obserwować wzrost znaczenia popytu krajowego (a zwłaszcza konsumpcji prywatnej) dla wzrostu gospodarczego. To zjawisko będzie wspierane przez stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy oraz złagodzenie w łatwiejszy dostęp do finansowania konsumpcji za pośrednictwem kredytu bankowego.

Wykres 2. Prognoza PKB i jego składowych



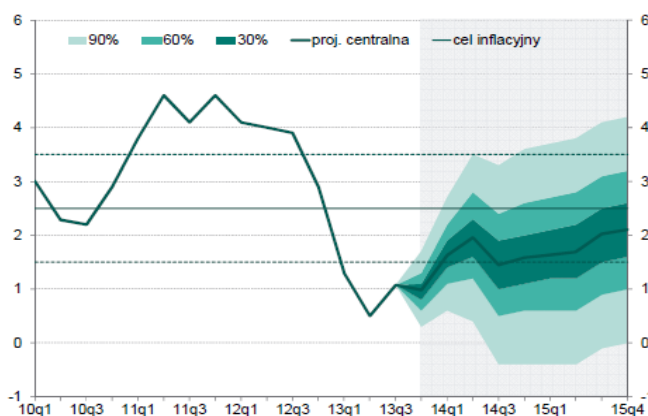
Źródło: GUS, Bank Pocztowy

W listopadowej projekcji NBP ścieżka centralna projekcji PKB (Wykres 1) wskazuje na wzrost PKB w 2013 r. o 1.3%, 2.9% w 2014 r. i 3.3% w 2015 r., i jest zbliżona do oczekiwań rynkowych. NBP jako ryzyka, dla m.in. perspektyw wzrostu gospodarczego, wymienia trwałość i skalę ożywienia w strefie euro. W naszej ocenie dynamika PKB w Q4'13 przekroczy 2.0%/r, co przełoży się na wzrost PKB w 2013 r. w okolicach 1.4% (Wykres 2). W kolejnych kwartałach, przy założeniu dalszej stopniowej poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro, spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w Polsce. W 2014 r. dynamika PKB ma szansę osiągnąć co najmniej 2.5% i w większości być efektem wzrostu popytu wewnętrznego.

...ale inflacja pod kontrolą

W listopadowej projekcji NBP spodziewa się inflacji w 2013 r. na poziomie 1.0%, w 2014 r. na poziomie 1.7%, a w 2015 r. na poziomie 1.9% (Wykres 3). W ocenie

Wykres 3. Projekcja inflacji NBP



Źródło: NBP

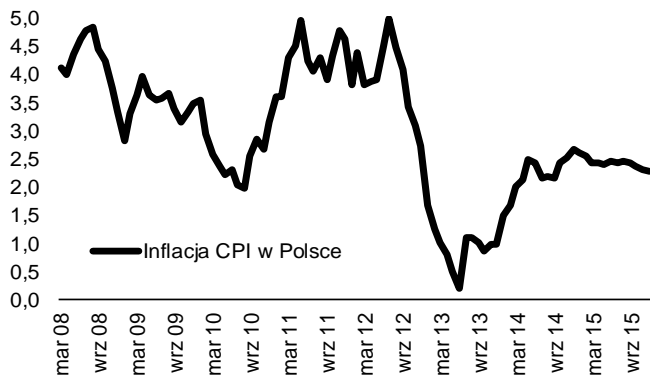
banku centralnego inflacja najprawdopodobniej nie osiągnie poziomu celu w horyzoncie projekcji i nie będzie głównym problemem gospodarczym w najbliższym okresie. Niska presja inflacyjna będzie wynikać z nadal niskiej dynamiki PKB w Polsce oraz oczekiwanej stabilizacji cen surowców na rynkach światowych wynikającej z niższego popytu/słabszego globalnego wzrostu.

W październiku inflacja nadal znajduje się wyraźnie poniżej dolnej dopuszczalnej granicy odchyłań od celu i ten stan utrzyma się na pewno do końca roku, chociaż spodziewamy się, że ostatnie miesiące roku przyniosą pewien wzrost wskaźnika CPI. W pierwszej połowie 2014 r., za sprawą efektu bazy i odbicia w krajowej gospodarce wskaźnik inflacji powróci do pasma celu inflacyjnego (a w okolicy czerwca 2014 r. do 2.5%/r). Za wzrost wskaźnika inflacji na początku 2014 r. odpowiadać będą również podwyżki akcyzy oraz możliwe zmiany cen nośników energii.

Rada w trybie „wait and see”

RPP w ostatnim komunikacie zasygnalizowała, że stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszej połowy 2014 r. Prezes NBP M.Belka zaznaczył, że deklaracja Rady nie jest bezwarunkowa, ale obecnie odczyty wskaźników makroekonomicznych są zgodne z scenariuszem bazowym RPP. Wypowiedzi prasowe członków RPP wskazują ponadto, że tekst ostatniego komunikatu ma bardzo szerokie poparcie w Radzie. W związku z tym spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach RPP nie będzie zmieniać poziomu stóp, a dyskusja o podwyżkach stóp powróci w H2'14. W naszej ocenie do pierwszej podwyżki może dojść na przełomie Q3/Q4'14, jednak w obliczu słabości ożywienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych nie można wykluczyć utrzymania stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie przez dłuższy czas.

Wykres 4. Prognoza inflacji



Źródło: GUS, Bank Pocztowy

Z perspektywy rynków finansowych stopniowo poprawiające się wskaźniki gospodarcze w kraju są czynnikiem wspierającymi złotego i krajowe obligacje. Należy jednak zwrócić uwagę, że w najbliższych miesiącach to wydarzenia na rynkach bazowych będą w głównej mierze kształtować sentyment na rynkach. W tym kontekście należy wspomnieć o polityce Fed dotyczącej programu skupu aktywów oraz poziomu stóp i niekonwencjonalnych działań EBC. Obecnie wszystko wskazuje na to, że główne banki centralne będą w najbliższych miesiącach utrzymywać łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Biorąc pod uwagę takie uwarunkowania oraz coraz lepsze dane dotyczące krajowej aktywności gospodarczej spodziewamy się utrzymania pozytywnego

postrzegania polskich aktywów przez inwestorów i trendu spadkowego kursu EUR-PLN.

W naszej ocenie najbliższe miesiące będą okresem, w którym napływające krajowe dane będą wskazywać na stopniową poprawę sytuacji gospodarczej, a RPR będzie trzymała się swojej deklaracji o braku zmian głównych parametrów polityki pieniężnej. W takich warunkach perspektywy dla krajowych aktywów powinny być pozytywne, jednak rynki finansowe będą w większym stopniu pod wpływem wydarzeń na rynkach bazowych, które mogą charakteryzować się zdecydowanie większą niż rynek krajowy zmiennością.

Piotr Łysienia p.lysienia@pocztowy.pl