

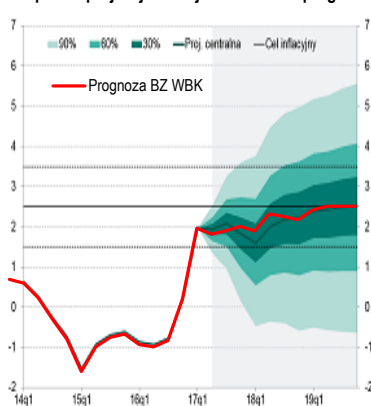
# KOMENTARZ NA GORĄCO

7 listopada 2017

## Przed decyzją RPP i projekcją NBP

Wydaje się, że dominującą opinią przed środową decyzją RPP jest pogląd, że nowa projekcja NBP sprawi, że Rada Polityki Pieniężnej przesunie się nieco bardziej w jastrzębią stronę. W ostatnim okresie wzrosła liczba komentarzy członków RPP, kwestionujących opinię prezesa NBP, wg którego stopy procentowe mogą pozostać bez zmian w tym i przyszłym roku. Niektórzy sugerowali też, że ich ocena sytuacji (na razie wciąż neutralna) może się zmienić w listopadzie, po zapoznaniu z wynikami projekcji. Nie wydaje nam się, aby komunikat po najbliższym posiedzeniu RPP miał brzmieć dużo bardziej jastrzębio i skłonić rynek do wyceny większego prawdopodobieństwa podwyżek stóp procentowych. Nowa projekcja nie dostarczy naszym zdaniem nowych mocnych argumentów za zacieśnieniem polityki, nawet jeśli moment osiągnięcia celu inflacyjnego 2,5% może się lekko przybliżyć. Dodatkową kwestią jest to, którzy członkowie RPP mogą towarzyszyć prezesowi Głapińskiemu na konferencji prasowej. Widzimy duże szanse na pojawienie się dwóch gołębi (Żyżyński+Łon). Możliwy jest też duet Żyżyński+Hardt, ale nie sądzimy aby ten ostatni bardzo istotnie zmienił wydźwięk konferencji prasowej, szczególnie jeśli projekcja NBP nie będzie wskazywała na ryzyko trwałego i mocnego przekroczenia celu inflacyjnego.

Lipcowa projekcja inflacji NBP a nasza prognoza

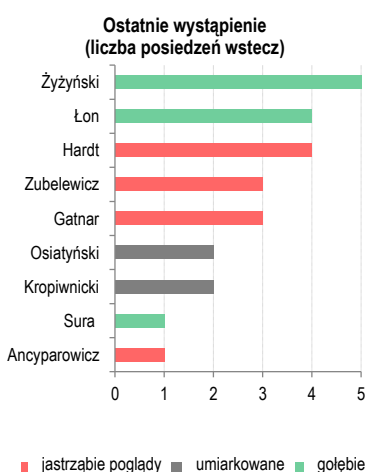


### Projekcja CPI – gdzie się zaczyna i dokąd zmierza

Fakt, że wrześniowy CPI zaskoczył znacząco w górę rosnąc do 2,2% r/r z 1,8% r/r, mógł skłonić niektórych analityków do przyjęcia założenia, że listopadowa projekcja inflacji Narodowego Banku Polskiego, której główne wartości zostaną uwzględnione w środowym komunikacie po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, będzie miała bardziej jastrzębi wydźwięk niż poprzednia. Warto jednak pamiętać, że już lipcowa projekcja zakładała wzrost inflacji lekko powyżej 2% w III kw., mimo że gdy powstawała, presja inflacyjna zdawała się tracić na sile. Dlatego punkt startowy dla listopadowych prognoz wcale nie musi być wyżej niż w lipcu. Spodziewany dołek na przełomie roku (z powodu wysokiej bazy wywołanej wzrostem cen paliw w początku 2017 r.) zostanie zapewne nieco wygładzony, chociażby z powodu znacznych podwyżek niektórych artykułów spożywczych (masło, jajka), ale naszym zdaniem projekcja nie będzie przez to w istotnym stopniu zmieniać obrazu sytuacji. W końcu tym, co tak naprawdę się liczy jest inflacja bazowa, a ona w zasadzie pozostaje stabilna od kwietnia. I nawet jeśli przybliży się względem lipcowej projekcji moment kiedy CPI dotknie celu inflacyjnego, nie musi to być czynnik skłaniający RPP do działania. Mamy wrażenie, że dla gołębi / umiarkowanych członków Rady nie będzie dużej różnicy, czy projekcja pokaże zrównanie inflacji z celem w II połowie 2018 czy II połowie 2019, o ile w dalszej perspektywie ścieżka nie wyskoczy powyżej górnego pułapu przedziału tolerancji (3,5%), wskazując na ryzyko nasilenia presji cenowej, którego wcześniej nie dostrzegano. Nie wydaje nam się, aby w ostatnich miesiącach bank centralny dostrzegł nagle argumenty uzasadniające podniesienie dalszego końca prognozowanej ścieżki inflacji znacznie powyżej tej z poprzedniej iteracji.

### Obecność na konferencji prasowej

Oceniając po zapisach zawartych w minutes, dyskusja na posiedzeniach RPP ewoluowała na przestrzeni ostatnich miesięcy. Pojawiły się w nim nowe argumenty wysunięte przez jastrzębie skrzydło Rady. Jednocześnie podczas dyskusji nad oceną bieżącej sytuacji ekonomicznej, gołębie skrzydło wytaczało kontrargumenty. Nie uważamy, że listopadowe dokumenty RPP (komunikat i później minutes) będą tymi, które pokażą zielone światło dla zacieśniania polityki pieniężnej. Inną kwestią jest ton komentarzy członków RPP na konferencji prasowej po posiedzeniu. Nie wiemy, czy istnieje z góry określony harmonogram uczestnictwa poszczególnych członków w konferencjach, czy też całkowicie zależy to od prezesa NBP Adama Głapińskiego. Po analizie wystąpień członków na poprzednich konferencjach prasowych



#### 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

widzimy jednak dużą szansę, że prezesowi towarzyszyć będą dwie z trzech niżej wymienionych osób: Jerzy Żyżyński (o gołębich poglądach), Eryk Łon (skrajnie gołębi), Łukasz Hardt (jastrząb, który sygnalizował jednak, że przed podjęciem działań woli poczekać do początku 2018 r. z oceną perspektyw gospodarczych). Wydaje się, że cokolwiek pokaże projekcja pod kątem potrzeby zacieśnienia polityki pieniężnej, zostanie zneutralizowane albo otwartą gołębią retoryką (J.Żyżyński, E.Łon, A.Głapiński) albo wskazaniem na konieczność czekania na dalsze dowody przełożenia wzrostu płac na inflację (Ł.Hardt).

#### Obecność członków RPP na konferencjach prasowych po ogłoszeniu decyzji

| paź-17               | wrz-17                    | lip-17               | cze-17       | maj-17                   | kwi-17              | mar-17          |
|----------------------|---------------------------|----------------------|--------------|--------------------------|---------------------|-----------------|
| Ancyparowicz<br>Sura | Osiatyński<br>Kropiwnicki | Gatnar<br>Zubelewicz | Łon<br>Hardt | Ancyparowicz<br>Żyżyński | Kropiwnicki<br>Sura | Gatnar<br>Hardt |

| lut-17                   | sty-17              | gru-16                    | lis-16          | paź-16               | wrz-16                      | lip-16            |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|----------------------|-----------------------------|-------------------|
| Osiatyński<br>Zubelewicz | Ancyparowicz<br>Łon | Osiatyński<br>Kropiwnicki | Żyżyński<br>Łon | Gatnar<br>Zubelewicz | Ancyparowicz<br>Kropiwnicki | Żyżyński<br>Hardt |

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 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)