

# KOMENTARZ PO RADZIE

7 marca 2018

## Projekcja inflacji pokarmem dla gołębi

RPP nie zaskoczyła i nie zmieniła stóp procentowych. Tak jak oczekiwaliśmy, nowe prognozy CPI przedstawione w projekcji są niższe od ścieżki z listopada, a ścieżka wzrostu PKB przesunęła się w górę. Prezes Adam Glapiński przyznał, że w świetle nowej projekcji nie widzi powodów do podwyżki stóp nawet do końca 2020 r., choć niechętnie wypowiada się na temat tak odległej przyszłości. Sądzymy, że podwyżka stóp procentowych w tym roku jest bardzo mało prawdopodobna, lecz cykl podwyżek stóp może zacząć się wcześniej niż sugeruje szef NBP – prawdopodobnie w połowie 2019 roku – a powodem do jego rozpoczęcia będzie wzrost presji inflacyjnej i płacowej oraz rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp przez EBC.

RPP nie zaskoczyła i nie zmieniła stóp procentowych. Komunikat uległ jedynie nieznacznym zmianom w stosunku do treści z zeszłego miesiąca. Główne przesłanie nadal mówi o tym, że obecny poziom stóp procentowych jest optymalny i dobrze służy gospodarce. W ocenie Rady, inflacja jest na umiarkowanym poziomie mimo przyspieszenie tempa wzrostu PKB, a inflacja bazowa pozostaje niska mimo szybszego wzrostu płac.

Tak jak oczekiwaliśmy, nowe prognozy CPI przedstawione w projekcji są niższe od ścieżki z listopada. Prognoza inflacji została obniżona mimo tego, że przewidywane tempo wzrostu gospodarczego dość wyraźnie zrewidowano w górę. W 2020 r., po raz pierwszy uwzględnionym w szacunkach, inflacja ma wahać się wokół 3%, chociaż w komunikacie Rada pisze, że CPI będzie przebiegać blisko celu 2,5%, więc w ocenie bankierów centralnych nie ma potrzeby zmieniać stóp.

Podczas konferencji prasowej prezes Adam Glapiński przyznał, że w świetle nowej projekcji nie widzi powodów do podwyżki stóp nawet do końca 2020 r., choć niechętnie wypowiada się na temat tak odległej przyszłości. Gołębio zabrzmiała też jego uwaga, że analitycy słusznie przesuwają do przodu swoje oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Na konferencji prasowej byli też obecni Grażyna Ancyparowicz i Jerzy Żyżyński. Oboje zgodzili się z poglądem prezesa. Grażyna Ancyparowicz spodziewa się wzrostu nawet wyższego niż w projekcji, ale i tak wolałaby nie destabilizować sytuacji zmianami stóp.

Konferencja prasowa RPP jeszcze bardziej wzmocniła gołębią retorykę prezentowaną w ubiegłych miesiącach. W poprzednim miesiącu przesunęliśmy oczekiwany termin pierwszej podwyżki stóp z IV kw. 2018 na I kw. 2019, a po dzisiejszym posiedzeniu RPP wydaje się, że ten moment jeszcze bardziej odsuwa się w czasie. Niemniej, naszym zdaniem cykl zacieśniania polityki pieniężnej w Polsce rozpocznie się raczej wcześniej niż zasugerował to dzisiaj prezes NBP Adam Glapiński. Prawdopodobnie pierwsza podwyżka stóp może nastąpić w połowie 2019 roku, a argumentem za taką decyzją będą dane makroekonomiczne (rosnąca presja inflacyjna i płacowa) oraz rozpoczęcie podwyżek stóp przez EBC.

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

	Wzrost PKB				Inflacja CPI			
	Mar 17	Lip 17	Lis 17	Mar 18	Mar 17	Lip 17	Lis 17	Mar 18
<b>2017</b>	3,4÷4,0	3,4÷4,7	3,8÷4,6		1,6÷2,5	1,6÷2,3	1,9÷2,0	
<b>2018</b>	2,4÷4,5	2,5÷4,5	2,8÷4,5	3,5÷5,0	0,9÷2,9	1,1÷2,9	1,6÷2,9	1,6÷2,5
<b>2019</b>	2,3÷4,4	2,3÷4,3	2,3÷4,3	2,8÷4,8	1,2÷3,5	1,3÷3,6	1,7÷3,7	1,7÷3,6
<b>2020</b>	-	-	-	2,6÷4,6	-	-	-	1,9÷4,1

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%.

(porównanie komunikatu RPP z jego treścią z poprzedniego miesiąca na następnej stronie)

#### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

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

Piotr Bielski 22 534 18 87

Marcin Luzziński 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

**Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z lutym)**

W gospodarce światowej trwa ~~wyraźna~~ poprawa koniunktury. W strefie euro dane o PKB ~~sygnalizują dalsze ożywienie aktywności gospodarczej, czemu sprzyja poprawa sytuacji w IV kw. wskazują na utrzymywanie się szybszego niż w poprzednich latach wzrostu gospodarczego. Sprzyja temu poprawiająca się sytuacja~~ na rynku pracy, ~~poprawiające się~~ **dobre** nastroje podmiotów gospodarczych, a także wzrost obrotów w handlu międzynarodowym. Korzystna koniunktura utrzymuje się także w Stanach Zjednoczonych, ~~choć dynamika PKB w IV kw. w tej gospodarce nieco się obniżyła. Z kolei w Chinach, po stabilizacji wzrostu, wzrost~~ PKB w 2017 r., ~~nadal oczekuje się stopniowego spowalniania dynamiki aktywności gospodarczej, był relatywnie stabilny.~~

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach, ~~oraz niższe niż przed rokiem ceny surowców rolnych na rynkach światowych.~~ Jednocześnie ceny niektórych ~~innych~~ surowców, w tym ropy naftowej, ~~wzrosły w ostatnich miesiącach. Towarzyszył są wyższe niż rok temu spadki cen surowców rolnych.~~

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także nadal skupuje aktywa finansowe. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje natomiast stopniowe zmniejszanie swojej sumy bilansowej, sygnalizując kolejne podwyżki stóp procentowych w przyszłości.

~~W Polsce napływające dane wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury. Według wstępnego szacunku wzrost PKB w 2017 r. wyniósł 4,6%. Głównym W Polsce roczna dynamika PKB w IV kw. wyniosła 5,1%. Istotnym~~ czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i ~~przyśpieszenie wzrostu~~ płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. ~~Towarzyszy temu Jednocześnie w IV kw. nastąpiło wyraźne ożywienie inwestycji. Przyśpieszenie wzrostu inwestycji dotyczyło~~ głównie ~~inwestycji~~ publicznych. ~~W IV kw., choć~~ wzrosły prawdopodobnie także nakłady na środki trwałe przedsiębiorstw. Wzrost aktywności gospodarczej jest również wspierany przez silny popyt zewnętrzny ~~odzwierciedlony w utrzymującym się dodatnim wkładzie eksportu netto do dynamiki PKB.~~

Mimo przyśpieszenia wzrostu gospodarczego roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. ~~W 2017 r. średnioroczna inflacja wyniosła 2,0%. Jednocześnie – mimo szybszego wzrostu płac w przedsiębiorstwach – niska pozostaje inflacja bazowa~~ po wyłączeniu cen żywności i energii.

W ocenie Rady ~~w nadchodzących kwartałach utrzyma się korzystna koniunktura bieżące dane oraz wyniki projekcji wskazują na korzystne perspektywy wzrostu aktywności~~ w polskiej gospodarce, ~~choć dynamika mimo oczekiwanego nieznacznego obniżenia się dynamiki~~ PKB w br. ~~będzie prawdopodobnie nieco niższa niż w II połowie 2017 r. Biorąc pod uwagę aktualne informacje, Rada ocenia, że~~ kolejnych latach. ~~Zgodnie z projekcją~~ w horyzoncie projekcji ~~oddziaływania polityki pieniężnej~~ inflacja utrzyma się w pobliżu celu inflacyjnego. W efekcie ~~Rada ocenia, że~~ 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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)