

RPP podtrzymuje łagodne przesłanie

■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała dziś stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: 1,50%, dla stopy referencyjnej, 0,50% dla stopy depozytowej oraz 2,50% dla stopy lombardowej. Taka decyzja była powszechnie oczekiwana.

■ Przesłanie komunikatu RPP po czerwcowym pozostało niezmienione zarówno w zakresie oceny sytuacji makroekonomicznej, jak i perspektyw polityki monetarnej. Rada po raz kolejny praktycznie powtórzyła fragment komunikatu dot. perspektyw inflacyjnych wskazujący na ograniczone ryzyko przekroczenia celu inflacyjnego NBP przez wskaźnik CPI. To implikuje według RPP brak przesłanek do zmiany parametrów polityki monetarnej, gdyż „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”.

■ Wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego podczas dzisiejszej konferencji prasowej miały, podobnie jak w poprzednich miesiącach, bardzo łagodny wydźwięk. Prezes NBP podtrzymał ocenę bardzo prawdopodobnego scenariusza stabilizacji stóp procentowych w tym roku, a także, jak podkreślił, jego osobistą ocenę, że również w 2018 r. stopy NBP mogą pozostać niezmienione.

■ Generalne przesłanie Rady w połączeniu z naszymi prognozami makroekonomicznymi wskazuje na bardzo wysokie prawdopodobieństwo scenariusza stabilizacji stóp procentowych zarówno do końca bieżącego roku, jak i w I połowie 2018 r., zgodnie z naszym bazowym scenariuszem.

■ Z wypowiedzi prezesa NBP i obecnego na konferencji prof. Eryka Łona, członka RPP, wynika, że Rada ma obecnie komfort wynikający z bieżącego wyhamowania wzrostu inflacji, a jednocześnie uznaje, że obecne silne ożywienie aktywności gospodarczej, ze względu na jego wczesny etap (oraz słabość ożywienia inwestycji), nie niesie ryzyka silniejszego wzrostu inflacji w średnim okresie. Jednocześnie większość członków Rady nie widzi obecnie istotnych negatywnych skutków ujemnych realnych stóp procentowych. Biorąc pod uwagę fakt, iż za sprawą ostatniego spadku cen ropy naftowej oraz umocnienia złotego wobec dolara wyraźnie wzrosło prawdopodobieństwo przesunięcia się w dół w stosunku do naszych dotychczasowych prognoz tegorocznej ścieżki inflacyjnej (oczekiwane w najbliższych miesiącach utrzymanie

BIURO ANALIZ
MAKROEKONOMICZNYCH

bosbank.analizy@bosbank.pl

ŁUKASZ TARNAWA
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

ALEKSANDRA ŚWIĄTKOWSKA
Ekonomista

+48 515 111 698

janina.swiatkowska@bosbank.pl

się inflacji w pobliżu, choć generalnie poniżej poziomu 2,0% i spadek wskaźnika CPI do ok. 1,5% na koniec roku) oraz oczekiwane przez nas lekkie obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach, nie widać obecnie dostatecznie silnych impulsów, które mogłyby w najbliższym czasie skutkować wyraźną zmianą retoryki RPP. Szczególnie jeśli uwzględnimy, że w ostatnich miesiącach Rada była w stanie utrzymać łagodną retorykę pomimo przełamania kolejnych „psychologicznych” poziomów wskaźników makroekonomicznych: wzrostu wskaźnika CPI powyżej 2,0% oraz dynamiki PKB do 4,0%.

■ Jedynym, lekko „jastrzębim” akcentem dzisiejszej konferencji prasowej były wypowiedzi dr Łukasza Hardta, członka RPP, który wskazał na problem ujemnych realnych stóp procentowych depozytów i wynikające z tego ryzyko dla stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Hardt wskazał, że gdyby ujemne realne stopy miały się utrzymać do końca 2018 r., byłby skłonny do rozważania zacieśnienia polityki monetarnej. Jednocześnie zastrzegł, że jest to jeden w czynników, który będzie przez niego brany pod uwagę, innym istotnym dla niego będzie tempo normalizacji polityki monetarnej przez EBC. Według Harta ten czynnik z kolei oddziaływać będzie raczej jako argument za odłożeniem w czasie zaostrzenia polityki przez RPP w związku z oczekiwanym bardzo powolnym procesem normalizacji polityki przez EBC.

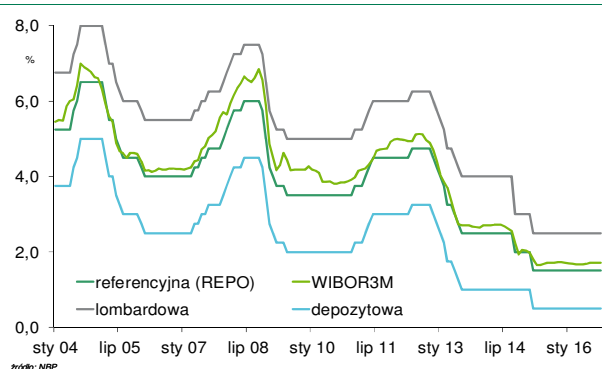
■ Przy wysokim prawdopodobieństwie stabilizacji stóp do końca 2017 r. i w I poł. 2018 r., **korekcyjne zacieśnienie polityki monetarnej w drugiej połowie 2018 r. pozostaje naszym bazowym scenariuszem.** Oceniamy, że wraz z prognozowanym utrzymaniem się dynamiki wzrostu PKB w przedziale 3,5% - 4,0% r/r, przyspieszeniem dynamiki inwestycji, ugruntowaniem poprawy na rynku pracy oraz kontynuowanym wzrostem inflacji bazowej, skłonność Rady do korekcyjnego zacieśnienia polityki monetarnej wzrośnie w 2018 r. Wydaje się, że wraz z prognozowanym ponownym wzrostem wskaźnika CPI w okolice 2,0% w II poł. 2018 r. postrzeganie przez Radę bilansu ryzyka przesunie się z ryzyka zahamowania wzrostu PKB i inwestycji w wyniku zbyt wczesnego podwyższenia stóp procentowych, w kierunku silniejszego uwzględnienia ryzyka uszczerbku reputacji Rady, gdyby inflacja przekroczyła cel inflacyjny NBP, szczególnie, że projekcje NBP na I. 2019-2020, publikowane w II poł. 2018 r. mogą już wskazać na osiągnięcie celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Ponadto w trakcie 2018 r. efekt stopniowej normalizacji / zaostrzenia polityki monetarnej globalnie będzie już bardziej powszechnym zjawiskiem niż obecnie, przy sporym prawdopodobieństwie, iż w trakcie 2018 r. stopa referencyjna

Fed przekroczy bieżący poziom stopy referencyjnej NBP. **Sądzymy, że przy wystąpieniu tych warunków wykształci się w RPP większość, która poprzez lekkie korekcyjne zaostrożenie polityki monetarnej w II poł. 2018 r.**

■ **Jednocześnie przyznajemy, że występuje ryzyko odsunięcia w czasie zacieśnienia polityki monetarnej przez RPP.** W naszym bazowym scenariuszu lekkiego zacieśnienia polityki monetarnej w 2018 r. przyjęliśmy, że przesłanką do podwyższenia stóp NBP będzie cykliczne ożywienie aktywności gospodarki wraz ze wzrostem inflacji bazowej i perspektywą wyższej inflacji w średnim okresie. Jednak wykazywane obecnie „gołębie” nastawienie większości członków RPP i ich skłonność do oczekiwania na trwałe przekroczenie przez wskaźnik inflacji celu NBP wraz z oczekiwanym wyraźnym spadkiem wskaźnika CPI na przetomie 2017 i 2018 r. (ze względu na oddziaływanie czynników statystycznych) oraz niepewnością co do kształtowania się inflacji w II poł. 2018 r. (m.in. ceny surowców oraz ceny administrowane) wskazują na takie ryzyko.

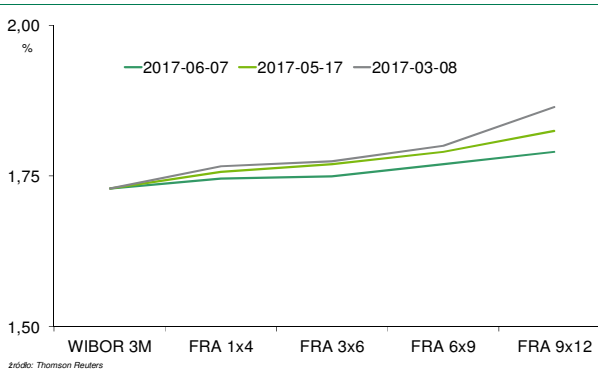
	bieżący poziom	początek bieżącego cyklu		zmiany stóp		prognoza				bilans ryzyka dla prognozy	
		data	z poziomu	ostatnia	najbliższa oczekiwana	3q17	4q17	1q18	2q18		
stopa referencyjna NBP	%	1,50	lis-12 (-25 p.b.)	4,75	mar-15 (-50 p.b.)	II poł. 2018	1,50	1,50	1,50	1,50	wyższe prawdopodobieństwo podwyżki vs. obniżki

Stopy procentowe NBP i WIBOR 3M



źródło: NBP

Rynek FRA - oczekiwania rynkowe dot. stóp procent.



źródło: Thomson Reuters

Stopy procentowe NBP		lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17
stopa lombardowa	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
stopa referencyjna	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
stopa depozytowa	%	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
stopa rezerwy obowiązkowej	%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

źródło: NBP

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 628 732 450 zł wpłacony w całości.