

Dalsze ruchy RPP

Ostatnie doniesienia w kontekście [banku](#) centralnego dotyczyły głównie afery taśmowej. Pomijając jednak sprawę podsłuchów, jesteśmy w dość ciekawym momencie, jeżeli chodzi o przyszłą politykę monetarną. Czy wczorajsze posiedzenie RPP przybliżyło nas do odpowiedzi na kluczowe pytanie w sprawie przyszłego poziomów stóp procentowych?



Stopniowo mija kryzysowy okres, kiedy polityka monetarna była spójna w większości rozwiniętych i rozwijających się krajach. Obecnie, ze względu na przyspieszającą gospodarkę oraz spadające bezrobocie, niektóre banki centralne świata albo rozpoczęły podwyżki stóp procentowych (np. Nowa Zelandia), albo się do niej szykują (Wielka Brytania, Stany Zjednoczone). Inne - wręcz przeciwnie. Cały czas obserwując bardzo niską inflację i niewystarczający poziom zatrudnienia podtrzymują jej luzowanie (EBC, Japonia czy dziś Szwecja, która obciąła stopy procentowe o 50 punktów bazowych do 0.25%).

Polska gospodarka przez pierwsze miesiące bieżącego roku należała do tego pierwszego obozu. Przyśpieszający wzrost, spadające bezrobocie i optymistyczne perspektywy na przyszłość wskazywały, że RPP może rozpocząć cykl podwyżek w okolicach połowy 2015 roku. Przez ostatnie dwa miesiące sytuacja się nieco zmieniła. Tempo ożywienia prawdopodobnie nie będzie tak szybkie, jak się spodziewano (wskazują na to chociażby lekko zrewidowane w dół wskaźniki wzrostu PKB w lipcowych projekcjach NPB na lata 2015 oraz 2016), a bieżące wskaźniki opisujące koniunkturę są gorsze niż w pierwszym kwartale.

Jednak głównym powodem zdecydowanego zmniejszenia prawdopodobieństwa podnoszenia kosztu [pieniądza](#) w 2015 roku, a nawet dość śmiałych sugestii o możliwych cięciach stóp procentowych w drugiej części 2014, jest perspektywa utrzymującej się przez długi czas bardzo niskiej inflacji. Według opublikowanych wczoraj przez Instytut Ekonomiczny NBP prognoz, CPI z 50-procentowym prawdopodobieństwem będzie w 2014 roku na poziomie pomiędzy -0.1% do +0.4% (wobec +0.8% do +1.4% w projekcji z marca 2014), +0.5% do 2.1% w 2015 (poprzednio między +1.0% do 2.6%) oraz +1.3% do 3.1% w 2016 (wobec 2.9%-4.2% poprzednio). Cel polskiego banku centralnego zakłada poruszanie się inflacji w przedziale 1.5% do 3.5% w długim terminie. Jak widać, ten target nie będzie wypełniony zarówno w tym, jak i prawdopodobnie w przyszłym roku (jeśli założymy środek przedziału CPI na 1.3% w 2015).

Nie oznacza to jednak, że stopy procentowe powinny być natychmiast obniżone. Znaczna część spadku inflacji wynika z niższych cen surowców oraz [żywności](#). Te składowe są jednak bardzo zmienne i niewykluczone, że mogą poruszać się w przeciwnym kierunku w następnych kwartałach.

Członkowie RPP nie obserwują także, byśmy mieli do czynienia z ryzykiem wystąpienia klasycznej deflacji, kiedy to przedsiębiorstwa i konsumenci czekają z inwestycjami lub zakupami na spadek cen. Nie można także zapominać, że część RPP jest bardzo konserwatywnym ciałem, które jest zdecydowanie przeciwko stymulacji gospodarki tańszym pieniądzem i jest zwolennikiem utrzymywania dodatnich realnych stóp procentowych nawet w okresie bardzo niskiego poziomu CPI czy wolnego wzrostu PKB.

Przed wczorajszym posiedzeniem Banku właściwie tylko Elżbieta Chojna-Duch otwarcie mówiła o możliwościach zgłoszenia wniosku o cięcie kosztu pieniądza (i najprawdopodobniej po zapoznaniu się z projekcją tego zadania nie zmieniła). Reszta Rady zastrzegła, że jest zwolennikiem utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie. Do cięcia mogłoby dojść, gdyby wzrost gospodarczy spowolnił (graniczną wartością wydaje się być poziom 3% r/r).

Taki scenariusz także rysuje się po wczorajszym komunikacie RPP. Według przewodniczącego w Radzie panuje zgoda, że scenariuszem bazowym jest utrzymanie kosztu pieniądza na niezmiennym poziomie. Dopiero

wyraźne osłabienie ożywienia gospodarczego oraz utrzymywanie się inflacji w graniach zera mogłoby doprowadzić do cięcia. Jeżeli więc napływające z gospodarki nie będą się pogarszać, a pod koniec trzeciego kwartału zobaczymy odbicie wzrostu cen, wtedy można zakładać, że stopa referencyjna [banku](#) centralnego pozostanie na niezmiennym poziomie aż do końca 2015 roku.

Marcin Lipka,

analityk Cinkciarz.pl

[cinkciarz.pl](#) /