

Czy można sobie wyobrazić scenariusz rozwoju sytuacji ekonomicznej w najbliższych miesiącach, w którym uzasadnione byłoby podwyżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej? Oczywiście. Naszym zdaniem jednak, wciąż łatwiej o scenariusz, który skłaniałby do poluzowania polityki pieniężnej w tym roku. Wydaje się, że zarówno decyzje w polityce pieniężnej, jak i retoryka im towarzysząca, powinny odnosić się do najbardziej prawdopodobnego scenariusza. W tym kontekście, ustosunkowując się do licznych ostatnio wypowiedzi członków Rady, najbliższej nam do słów Andrzeja Bratkowskiego: „najprawdopodobniej stopy w pierwszej połowie roku pozostaną bez zmian”. Przedstawianie warunkowej możliwości podwyżki stóp przez członków RPP w ostatnich dniach trudno uznać za jednoznaczną zapowiedź podwyżki, szczególnie w świetle opublikowanego opisu dyskusji na styczniowym posiedzeniu. Niemniej, biorąc pod uwagę tę retorykę, wynikającą najprawdopodobniej z mało komfortowej sytuacji utrzymywania się inflacji wyraźnie powyżej celu, wzrosło ryzyko, że Rada (niepotrzebnie) zaostry politykę w najbliższych miesiącach. Nie zakładamy takiego scenariusza i uważamy, że podobnie jak w przypadku EBC w 2011, skończyłoby się to zapewne obniżkami parę miesięcy później.

W ostatnich dniach mieliśmy do czynienia z kolejną falą wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej, które wskazywały na rosnące prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych. Kilka dni po „jastrzębi” komunikacie Rady po styczniowym posiedzeniu, dwóch członków nie wykluczyło podwyżki stóp (Glapiński, Hausner), a Anna Zielińska-Głębocka powiedziała, że jest na to za wcześnie i trzeba poczekać na dane za pierwszy kwartał potwierdzające ewentualne spowolnienie oraz na nową projekcję inflacji (marzec). W tym tygodniu, najpierw w środę o podwyżkach stóp powiedział Prezes NBP Marek Belka, po czym dołączył do niego Andrzej Kaźmierczak stwierdzając, że dość czekania, trzeba działać. Wielu członków (w tym Marek Belka) wypowiada się o podwyżkach w trybie mocno warunkowym, niemniej wydaje się, że w Radzie powoli tworzy się większość do podjęcia decyzji o podwyżce stóp procentowych. Decyzja taka, w świetle dzisiejszych prognoz, byłaby dużą niespodzianką dla uczestników rynku. Warto więc spróbować odpowiedzieć bardziej szczegółowo na pytania: jakie miałyby być jej podstawy i czy rzeczywiście jest ryzyko że nastąpi ona w najbliższych miesiącach?

Po pierwsze, na pierwszy rzut oka wydawać się może, że dzisiejsze dobre dane o PKB za 2011 rok (powyżej oczekiwań rynkowych) wspierają taki „jastrzębi” pogląd. Skoro gospodarka wciąż rozwija się w dość szybkim tempie (powyżej 4%), a inflacja pozostaje wyraźnie powyżej celu, to nie pozostaje nic innego jak zacieśnić politykę pieniężną. Czy rzeczywiście tak jest? Jak pisaliśmy w dzisiejszym wcześniejszym komentarzu na gorąco po danych o PKB za 2011, szacunki za czwarty kwartał wskazują na wyraźne spowolnienie konsumpcji prywatnej. Według naszych szacunków wzrost konsumpcji prywatnej wyniósł w IV kwartale zaledwie ok. 2% r/r, a konsumpcji ogółem 1,1% (niżej niż w 2009 roku!), co nie wskazuje raczej, aby środowisko popytowe miało wywierać dużą presję na wzrost cen.

Po drugie, zwróćmy dokładnie uwagę na wypowiedź prezesa Belki: „jeśli gospodarka radzi sobie nieźle, złoty odrabia straty, to **może** trzeba **rozważyć** w pewnym momencie, w **pewnych okolicznościach** zacieśnienie polityki pieniężnej”. Pomijając wspomnianą warunkowość podwyżki (pogrubienia powyżej), to przecież umocnienie złotego obserwowane w ostatnich tygodniach będzie obniżać inflację w kolejnych miesiącach 2012 roku. Czy kombinacja zacieśnienia polityki fiskalnej (drugi rok z rządu), mocniejszego złotego i wyższych stóp procentowych jest dobrą odpowiedzią na spowolnienie gospodarcze? Tylko, jeśli NBP zakłada, że to umocnienie nie jest trwałe i istnieje ryzyko ponownego osłabienia polskiej waluty, a co za tym idzie utrwalenia inflacji na podwyższonym poziomie. Ale czy podwyżka stóp procentowych pomoże złotemu? Wydawać by się mogło, że w drugiej połowie 2011 roku Rada raczej unikała (całkiem słusznie) prowadzenia polityki stóp procentowych ukierunkowanej na obronę kursu walutowego. NBP ograniczył się wówczas do okazjonalnych interwencji walutowych. Ponadto, jeśli złoty będzie się ponownie osłabiał, to z dużym prawdopodobieństwem będą temu towarzyszyły (a może będą tego powodem) kolejne zawirowania globalne i co za tym idzie dalsze pogorszenie perspektyw gospodarczych, również dla Polski. To z kolei działałoby deflacyjnie, choć oczywiście efekt kursowy działający w przeciwną stronę byłby w krótkim okresie mocniejszy. Temu krótkookresowemu wpływowi na inflację trudno jednak byłoby przeciwdziałać, podobnie jak rosnącym cenom ropy czy żywności.

Maciej Reluga Główny Ekonomista 22 586 8363

Piotr Bielski 22 586 8333

Marcin Luziński 22 586 8362

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Agnieszka Decewicz 22 586 8341

Marcin Sulewski 22 586 8342

Po trzecie, wydaje się, że istotnym elementem stojącym za ostatnio obserwowaną retoryką jest wiarygodność. Rada nie czuje się komfortowo z inflacją przewyższającą wyraźnie cel (nic w tym dziwnego) i nawet, jeśli jest to na skutek czynników od niej w znacznym stopniu niezależnych (ceny surowców, osłabienie złotego w II połowie 2011), to najwyraźniej nie chciałaby stwarzać wrażenia, że istnieje problem „drożyzny”, a Rada nic z tym nie robi. Mogłoby to utrwać, i tak podwyższone już, oczekiwania inflacyjne. W tym kontekście, wypowiedzi członków RPP, a w szczególności jej przewodniczącego, można by interpretować nie jako zapowiedź nadchodzących podwyżek, ale raczej „antyinflacyjną retorykę”, mającą na celu budowanie antyinflacyjnej reputacji Rady. Problem w tym, że same słowa mogą nie wystarczyć na długo i mogą wręcz zmniejszyć wiarygodność, jeśli nie pójdą za nimi czyny. Przypomnijmy sobie drugą połowę 2011. Po lipcowym posiedzeniu Rady Marek Belka powiedział wprost, że „ocena rynku finansowego, który nie wyklucza, że w tym roku stopy procentowe mogą jeszcze zostać podniesione, chyba nie jest odległa od percepcji większości członków RPP”. W lipcu zgłoszony był nawet (przez Andrzeja Kaźmierczaka) wniosek o kolejną podwyżkę, co z pewnością miało związek z opublikowanymi danymi o inflacji za maj na poziomie 5%. W kolejnych miesiącach inflacja spadła wyraźnie do ok. 4% (dane za lipiec), co spowodowało też zmianę tonu wypowiedzi członków RPP. Po posiedzeniu wrześniowym usłyszeliśmy, że „bilans ryzyk dla przyszłej inflacji wyraźnie się zmienił i w konsekwencji bardziej prawdopodobne jest utrzymanie obecnego poziomu stóp procentowych”. W kolejnych miesiącach ryzyko spowolnienia gospodarczego było przeciwstawiane inflacyjnemu efektowi osłabienia złotego. Po czym, gdy inflacja wzrosła ponownie do prawie 5% w listopadzie, Rada ponownie zaostrzyła retorykę. Jeśli rzeczywiście okazałoby się, że inflacja nie spadnie wyraźnie w najbliższych miesiącach (czego jednak nie zakładamy), to prawdopodobieństwo podwyżki może być spore, gdyż samo „straszenie” podwyżkami może nie wystarczyć, albo wręcz niektórzy przestaną na to zwracać uwagę, jeśli nie nastąpi działanie w tym kierunku.

Być może analitycy (łącznie z nami, o czym świadczy niniejszy tekst), doszukują się zbyt wielu zawłości w sposobie myślenia członków Rady i motywów stojących za ich każdą wypowiedzią. Być może sprawa jest znacznie prostsza i jeśli inflacja nie obniży się wyraźnie w najbliższych miesiącach, to dojdzie do podwyżki stóp. Niezależnie od tego, że średnioterminowe perspektywy inflacji mogą być korzystne i za kilka miesięcy trzeba byłoby taką decyzję „odwracać” (podobnie jak zrobił to EBC w 2011 roku). Problem z interpretacją słów Rady jest taki, że trudno jest ocenić, jaki spadek inflacji i jakiej skali spowolnienie gospodarcze byłyby dla Rady wystarczające, aby kontynuować politykę wyczekiwania, a jaka skala tych zjawisk wręcz mogłaby zachęcać do obniżki stóp. W opisie dyskusji ze styczniowego posiedzenia Rady trudno doszukać się jednoznacznych wskazówek odnośnie podwyżek stóp. W tabelce poniżej przedstawiamy najważniejsze fragmenty *minutes* wraz z naszym komentarzem.

Podsumowując, prognozowany przez nas rozwój sytuacji ekonomicznej nie uzasadnia w chwili obecnej dodatkowego zacieśnienia polityki makroekonomicznej. Powrót inflacji do celu wydłużył się nieco, niemniej wciąż można tego oczekiwać w średnioterminowej perspektywie, którą RPP powinna brać pod uwagę. Argumenty niektórych członków RPP przemawiające za ewentualną podwyżką stóp nie przekonują nas. Były one równie aktualne (podwyższona inflacja, wzrost PKB powyżej 4%) i mogły prowadzić do zacieśnienia polityki pieniężnej w drugiej połowie ubiegłego roku. Nie oznacza to jednak, że Rada jest spóźniona z podwyżkami (to przerabialiśmy pod koniec roku 2010), ale że w chwili obecnej postawa wyczekująca wydaje się jak najbardziej właściwa. Jeśli okaże się, że nasz scenariusz sytuacji makroekonomicznej się materializuje (inflacja w trendzie spadkowym do 3% w grudniu, wzrost PKB bliżej 2% niż 3%, umocnienie złotego w II połowie roku), to może otworzyć się miejsce na obniżki stóp procentowych. Niemniej, przy obecnej retoryce Rady trudno sobie wyobrazić taką decyzję w najbliższych miesiącach. Do pierwszej obniżki może dojść raczej po wakacjach. W międzyczasie, istnieje ryzyko, że pojedyncze dane (np. lutowa inflacja po rewizji wag) przesądzą o (nieuzasadnionej) podwyżce stóp, jednak nie zakładamy tego w naszym scenariuszu. Z drugiej strony, stawki rynkowe pozostaną w najbliższym czasie pod wrażeniem słów członków Rady, łącznie z prawdopodobnym kolejnym jastrzębim komunikatem po lutowym posiedzeniu. Dopiero dane o styczniowej inflacji (prognozujemy wyraźny spadek do 4,2%) mogą nieco zmienić percepcję rynku odnośnie ewentualnych podwyżek, choć nie wyeliminują całkowicie tego ryzyka, biorąc pod uwagę nową projekcję inflacji w marcu.

Ustosunkowując się do wypowiedzi poszczególnych członków Rady, najbliżej nam do słów Andrzeja Bratkowskiego, który powiedział, że „najprawdopodobniej stopy w pierwszej połowie roku pozostaną bez zmian”. Co prawda przyznał on, że prawdopodobieństwo podwyżek jest większe niż obniżek, jednak warto zwrócić uwagę na jego opinię mówiącą, że „byłoby także lekkomyślne, gdybyśmy mieli przestrzeleć z restrykcyjnością polityki pieniężnej, tylko po to, żeby inflacja nam o 2 czy 3 miesiące szybciej zeszła do celu”. Trudno się nie zgodzić. Bratkowski nie wykluczył obniżek w negatywnym scenariuszu rozwoju sytuacji ekonomicznej (dłuższa recesja w Europie), co miałyby konsekwencje dla polskiej gospodarki, w szczególności dla rynku pracy. Według niego kluczowym czynnikiem dla procesu dezinflacji będzie kurs złotego. Nic nowego.

FRAGMENTY OPISU DYSKUSJI NA STYCZNIOWYM POSIEDZENIU RPP	NASZ KOMENTARZ
Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione.	W styczniu nie został zgłoszony wniosek o podwyżkę, choć jednoznaczność niektórych ostatnich wypowiedzi członków RPP mogła to sugerować.
Przemawia za tym przede wszystkim wysoka niepewność dotycząca aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach.	W najbliższym czasie to się nie zmieni, niepewność się utrzyma. Stopy bez zmian.
W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała natomiast, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP.	Nie można wykluczyć podwyżki w określonych warunkach, ale nasze prognozy nie zakładają, aby te warunki się zmaterializowały (choć na podstawie tego, co pisze Rada trudno je precyzyjnie sformułować).
Zwracano uwagę, że w ocenie średniokresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.	Bardzo ważne dane miesięczne. Jeśli w ogóle podwyżka będzie rozważana, to nie w lutym, bo Rada czeka na marcową projekcję (której my jak zwykle nie będziemy znali, gdy RPP będzie na jej podstawie podejmować decyzję).
Większość członków Rady podkreślała, że rozważenie w przyszłości decyzji o podwyższeniu stóp procentowych NBP byłoby uzasadnione w przypadku, gdyby aktywność gospodarcza uległa tylko nieznacznemu osłabieniu, a inflacja nie wykazywałaby wyraźnego trendu spadkowego.	Naszym zdaniem spowolnienie będzie znaczne (zakładamy, że słowo „nieznaczące” odnosi się do tempa wzrostu PKB powyżej 3%), a inflacja spadnie wyraźnie (4% w marcu, 3,5% w połowie roku, 3% na koniec roku).
Ważnym uwarunkowaniem takiej decyzji byłoby również zakończenie rewizji w dół prognoz wzrostu dla strefy euro.	Rewizje w dół wciąż są dokonywane (Bank Światowy, IMF zrobiły to po styczniowym posiedzeniu RPP!), co nie sprzyja decyzji o podwyżce.
Członkowie ci podkreślali ponadto, że w przyszłych decyzjach dotyczących polityki pieniężnej ważną rolę będzie odgrywała ocena realizacji dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej.	Spodziewamy się redukcji deficytu fiskalnego do ok. 3.5% PKB. W warunkach spowolnienia, nie potrzeba jednoczesnych podwyżek stóp procentowych (tym bardziej, że złoty ostatnio się umacnia).
Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w przypadku silnego osłabienia wzrostu gospodarczego lub istotnego wzmocnienia złotego uzasadnione może okazać się obniżenie stóp procentowych NBP.	A jednak! Czyli niektórzy członkowie Rady myślą nawet o obniżkach... Za pół roku przekonamy się, czy ta grupa nie będzie liczniejsza...

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. 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. 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.