

# Komentarz po Radzie

## RPP chucha na zimne

9 maja 2012

Rada Polityki Pieniężnej jednak podwyższyła stopy o 25 pkt bazowych. Ostatnie komunikaty przygotowywały na taki scenariusz, choć jednak zakładaliśmy, że do podwyżki nie dojdzie, biorąc pod uwagę, że dane wskazywały na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce. Rada zdecydowała się „chuchać na zimne”, wybierając łatwiejszą, acz nieoptymalną ścieżkę polityki pieniężnej, prawdopodobnie procykliczną. Uzasadniając decyzję Prezes Marek Belka podkreślał, że dzisiejsza decyzja miała na celu normalizację polityki pieniężnej. Komunikat ma łagodniejszy ton niż przed miesiącem i nie „zapowiada” (choć nie wyklucza) kolejnych podwyżek, uzależniając ją od kolejnych danych. Spodziewamy się ponownego wzrostu inflacji w okolice 4%, jednak dane z realnej sfery gospodarki ponownie będą raczej słabe. Nie prognozujemy kolejnej podwyżki stóp w czerwcu i zakładamy, że dzisiejszy ruch był raczej jednorazowym (choć niepotrzebnym) ruchem.

Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 25 pkt bazowych. Nie wywołało to reakcji na rynku walutowym (a jeśli już, to złoty na koniec dnia był słabszy niż przed decyzją osiągając poziom 4,24 wobec euro), a na rynku stopy procentowej wprost przeciwnie. Złoty pozostaje pod wpływem czynników globalnych i powiększenie dysparytetu stóp nie wywoła raczej istotnego efektu, a więc dzisiejsza decyzja RPP nie wpłynie raczej na inflację poprzez niższe ceny dóbr importowanych. Podczas konferencji prasowej Prezes Belka powiedział zresztą, że potencjalny wpływ podwyżki stóp na kurs złotego nie był dyskutowany. Pół żartem, można zaryzykować stwierdzenie, że ani ceny jajek i innych towarów żywnościowych, ani paliw na rynkach światowych nie spadną znacząco po tej decyzji... Wzrosną natomiast koszty obsługi kredytu. Od jutra stawki WIBOR będą wyższe. Na krajowym rynku długu rentowności obligacji wzrosły w wyniku decyzji RPP, głównie na krótkim końcu (dla obligacji dwuletnich o 9 pb). W górę wystrzeliły też stawki IRS (również zwłaszcza 2-letnie, o 7 pb). Na rynku FRA stawki wzrosły o co najmniej 10 pb i obecnie krzywa do roku znajduje się powyżej 5%. Stawki 9X12 są jednak wciąż poniżej 3X6 (5% vs. 5,18%). Po konferencji prasowej, na której prezes NBP ograniczył nieco oczekiwania na kolejne podwyżki stóp, obligacje odrobiły niewielką część strat.

Ostatnie komunikaty przygotowywały co prawda na scenariusz podwyżki, choć jednak zakładaliśmy, że do niej nie dojdzie, biorąc pod uwagę, że pojawiły się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce, co poprawia perspektywy powrotu inflacji do celu. Innymi słowy, warunek konieczny do braku podwyżki, zasygnalizowany miesiąc temu przez RPP, został spełniony, naszym zdaniem. Można zrozumieć, że RPP jest w mało komfortowej sytuacji przy inflacji wyraźnie przekraczającej cel przez dłuższy okres. Najwyraźniej trudniej było Radzie przyjąć na siebie odpowiedzialność tłumaczenia szerszemu gronu odbiorców (nie tylko rynkom finansowym) dlaczego inflacja jest podwyższona, dlaczego nie powinno się to przekładać na wyższe oczekiwania inflacyjne i dlaczego podwyżka stóp procentowych w chwili obecnej mogłaby mieć niepożądany procykliczny charakter. Rada zdecydowała się chuchać na zimne. Naszym zdaniem, podwyżka jest trochę pójściem drogą na skróty (wysoka inflacja = wyższe stopy), drogą łatwiejszą, choć niekoniecznie optymalną. Szczególnie w kontekście projekcji inflacji NBP zakładającej powrót inflacji do celu w średnim terminie, oraz w świetle raportu koniunktury NBP pokazującego niewielką presję płacową (niskie ryzyko efektów drugiej rundy). Prezes NBP powiedział, że nowa projekcja inflacji dostępna w lipcu dostarczy więcej szczegółów na temat średnioterminowych perspektyw inflacji i PKB. Zasygnalizował jednak, że w roku 2013 może nastąpić pewne ożywienie (poprzednia projekcja zakładała spowolnienie do 2,3%). Jeśli chodzi o efekty drugiej rundy, Prezes stwierdził, że woli, aby efekty drugiej rundy były tylko jak „strachy na lachy”, niż miałyby wystąpić w rzeczywistości. Potwierdza to, że podwyżka dzisiejsza była „na wszelki wypadek”, a gdyby miało dojść do konieczności obniżki stóp w przyszłości, to będzie na nią po prostu więcej miejsca. Kilkakrotnie na konferencji padło stwierdzenie, że podwyżka stóp procentowych miała na celu normalizację polityki pieniężnej, a nie jej zacieśnienie. Jednak w tym kontekście, można byłoby wręcz zadać pytanie: dlaczego podwyżka stóp i normalizacja w polityce pieniężnej nastąpiła dopiero dzisiaj, a nie kilka miesięcy

temu? Najwyraźniej, cierpliwość Rady wyczerpywała się z każdym kolejnym odczytem inflacji w okolicach 4%. Rada uznała, że poziom stóp procentowych jest zbyt obecnie niski, o czym świadczy chociażby stwierdzenie Prezesa, że „nie ma normalnej polityki pieniężnej kiedy jest tolerancja dla realnych stóp poniżej zera”. Choć trudno powiedzieć, jakie realne stopy procentowe Prezes NBP miał na myśli.

Ważniejsze jednak jest pytanie: co dalej? W komunikacie po posiedzeniu brak jest jednoznacznej sugestii odnośnie dalszych kroków w polityce pieniężnej. Z ostatniego zdania, które według Prezesa „jest kluczem”, wynika tylko tyle, że ewentualna podwyżka będzie zależała od napływających danych. W tym kontekście, ważne były dwa inne stwierdzenia na konferencji. Po pierwsze, Prezes Belka podkreślił, że w komunikacie nie ma zdania z poprzedniego miesiąca „zapowiadającego” podwyżkę za miesiąc. Po drugie, powiedział, że Rada nie podejmuje decyzji na podstawie danych tylko z jednego miesiąca. Wniosek wydaje się dość prosty – skoro nie ma zapowiedzi podwyżki, a dane z jednego miesiąca nie mogą zmienić sytuacji, to podwyżki stóp procentowych nie należy się spodziewać w czerwcu. „Wydaje się” ponieważ komunikat z poprzedniego miesiąca jednak „zapowiadał” podwyżkę warunkowo. A samo wstawianie takiego warunku oznaczało przecież, że dane z tylko jednego miesiąca mogą zmienić sytuację. Polemizujemy więc z jednym z komentarzy Prezesa Belki z konferencji prasowej i stwierdzamy, że tak – można było inaczej, bardziej jednoznacznie sformułować poprzedni komunikat. Świadczy o tym chociaż dzisiejsza zmienność na polskim rynku finansowym, do czego swoją rękę przyłożyła RPP.

### Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone zmiany w porównaniu z kwietniem)

~~Wzrost gospodarczy na świecie utrzymuje się na niskim poziomie. Strefa euro znajduje się w recesji, natomiast wzrost w Stanach Zjednoczonych pozostaje umiarkowany. Nadal osłabia się aktywność gospodarcza w części największych gospodarek wschodzących. Napływające dane sygnalizują stabilizację aktywności w gospodarce światowej na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie wzrost gospodarczy w krajach wschodzących – mimo pewnego osłabienia w Chinach – nieco przyspieszył. Czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy na świecie może być jest trwający proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów rozwiniętych oraz wysokie ceny paliw. Inflacja na świecie, pomimo pewnego obniżenia, pozostaje podwyższona, do czego nadal przyczyniają się wysokie ceny surowców. Po okresie wcześniejszej aprecjacji kursy walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, ustabilizowały się. W kwietniu pogorszyły się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, oddziałując w kierunku deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych, choć nadal kształtują się one na wysokim poziomie.~~

~~Niektóre wskaźniki dotyczące Polski, w tym dane o produkcji w przemyśle i budownictwie, oraz część wyprzedzających wskaźników koniunktury sygnalizują pewne osłabienie tendencji wzrostowych. Jednak inne dane, w tym dane o sprzedaży detalicznej, świadczą o tym, że skala spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej nie powinna być duża. W I kw. 2012 r. w Polsce najprawdopodobniej utrzymał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy, choć jego dynamika nieco spowolniła. O relatywnie wysokiej aktywności gospodarczej może świadczyć nadal wysoka dynamika sprzedaży detalicznej oraz badania koniunktury NBP, które wskazują, że w I kw. sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw pozostała dobra. Nieznaczne polepszenie się oczekiwań ankietowanych przedsiębiorców dotyczących dalszego kształtowania się koniunktury sygnalizuje również, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach może być ograniczona. Na spowolnienie wzrostu wskazuje natomiast – oprócz części pozostałych wskaźników koniunktury – obniżenie się dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. W lutym stopa bezrobocia pozostała na podwyższonym poziomie podwyższona, a dynamika zatrudnienia w przedsiębiorstwach nadal była niska. Jednocześnie obniżyło się zatrudnienie w przedsiębiorstwach, a dynamika wzrostu płac powróciła do umiarkowanego poziomu. w sektorze przedsiębiorstw pozostał umiarkowany. Nadal zwiększała się akcja kredytowa dla przedsiębiorstw nadal szybko rosła, choć słabła natomiast dynamika kredytu dla firm gospodarstw domowych nieco się obniżyła. Wciąż obniżała się także dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Złożył się na to utrzymujący się na co złożył się dalszy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych oraz dalsze kontynuacja spowolnienia wzrostu kredytów hipotecznych.~~

~~W lutym marcu roczna inflacja CPI wzrosła obniżyła się do 4,3% 3,9%, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Nieznacznie wzrosła spadła również inflacja bazowa, głównie wskutek wyższych cen wyrobów tytoniowych po podniesieniu stawek podatku akcyzowego. Z kolei, dynamika cen producentów spowolniła. Obniżyły się także Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, choć pozostają one relatywnie pozostały wysokie.~~

~~W ocenie Rady, w krótkim okresie w najbliższych miesiącach inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczynią się wcześniejsze osłabienie złotego oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców. W tym samym kierunku będzie oddziaływała również wysoka dynamika cen regulowanych administrowanych. Powyższe czynniki mogą przyczynić się do utrzymania podwyższonych oczekiwań inflacyjnych.~~

W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie w pełnym stopniu ograniczona przez oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuowanego zacieśnienia polityki fiskalnej. Spadkowi inflacji powinna sprzyjać także aprecjacja złotego na początku bieżącego roku **oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżeniu inflacji. Jednak ze względu na utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, oczekiwana skala spowolnienia może okazać się niewystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększają także utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie oczekiwania inflacyjne.**

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. W ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie. **uznała, że ograniczenie ryzyka utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie wymaga podwyższenia stóp procentowych NBP. Napływające dane pozwolą ocenić czy uzasadnione może być ewentualne ponowne dostosowanie stóp procentowych.**

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.