

Komentarz przed RPP

Podwyżka z niepewnością w tle

29 stycznia 2008

Do niedawna panowało całkowite przekonanie, że na styczniowym posiedzeniu RPP po raz kolejny podwyższy stopy o 25 pb. Biorąc pod uwagę istotne czynniki ryzyka dla średnioterminowych perspektyw inflacji, nasz bazowy scenariusz oraz konsensus rynkowy nadal zakłada podwyżkę o 25 pb, ale w obliczu opublikowanych ostatnio danych oraz komentarzy członków RPP, wydaje się, że istnieje istotne prawdopodobieństwo, że Rada może powstrzymać się z podwyżką do czasu wyjaśnienia sytuacji na świecie oraz publikacji krajowych danych za kolejny miesiąc. Taka decyzja byłaby oczywiście pozytywna dla rynku stopy procentowej. Jednak nawet w przypadku podwyżki rynek stopy procentowej może pozostać w pozytywnych nastrojach, ponieważ w komunikacie po posiedzeniu Rada zapewne zwróci uwagę na znaczenie kursu złotego oraz osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie dla swoich dalszych kroków.

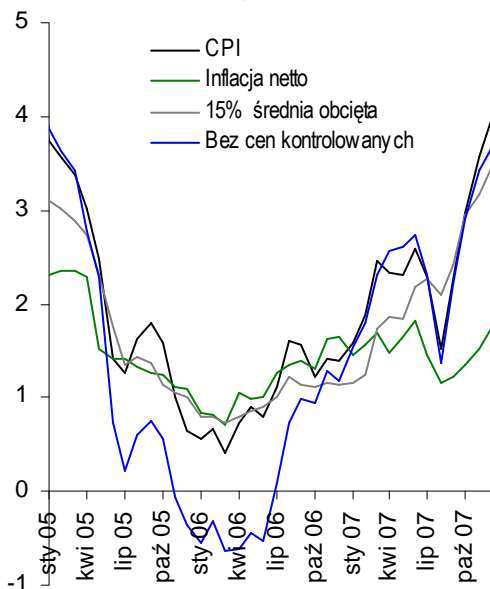
Dziś rozpoczęło się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję na temat stóp procentowych poznamy jak zwykle w drugim dniu posiedzenia.

Opublikowane w miniony czwartek *minutes* z grudniowego posiedzenia Rady nie zmieniły oceny perspektyw krajowej polityki pieniężnej i nie miały wpływu na rynek stopy procentowej. Według tego dokumentu w grudniu zgłoszony był wniosek o podwyżkę stóp, który nie uzyskał większości. Takiego wyniku głosowania można było spodziewać się na podstawie wypowiedzi poszczególnych członków RPP z tamtego okresu. W tej chwili dla rynku bardziej istotne od *minutes* są jednak komentarze członków Rady do ostatnio opublikowanych danych oraz rozwoju sytuacji na świecie.

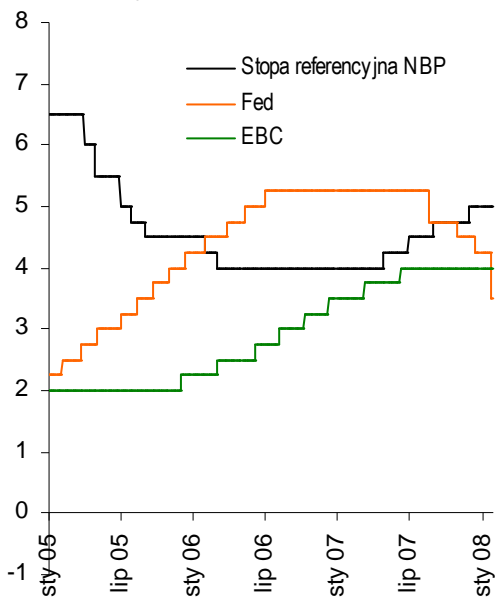
W tym kontekście lista argumentów przemawiających za oraz przeciw dalszemu podwyższaniu stóp procentowych uległa ostatnio zmianie. Po stronie argumentów za podwyżką nadal przemawia napięta sytuacja na rynku pracy (mimo słabszego od prognoz wzrostu płac w grudniu, dynamika jednostkowych kosztów pracy sugeruje narastanie presji inflacyjnej), co stwarza ryzyko wtórnych efektów bieżącego wzrostu inflacji. Wśród członków Rady poważne są obawy, że wzrost cen żywności i surowców okaże się trwały. W porównaniu z poprzednim posiedzeniem RPP w grudniu, dodatkowym argumentem za podwyżką już w styczniu są dane o inflacji za grudzień, które pokazały silniejszy niż oczekiwano wzrost inflacji bazowej.

Z drugiej strony, pojawiły się nowe argumenty przeciw podwyższaniu stóp lub przynajmniej za przejściowym powstrzymaniem się od podwyżek. Przykładowo, wypowiedzi Andrzeja Wojtyny w wywiadzie dla agencji Dow Jones z minionego tygodnia pokazały, że ocena sytuacji przez Radę w porównaniu z grudniowym posiedzeniem uległa zmianie. Co prawda zasugerował on, że dalsze zaostrenie polityki pieniężnej jest nadal potrzebne, ale obecnie minimalnym poziomem kolejnych podwyżek jest jego zdaniem tylko jeden ruch o 25 pb, choć nie wykluczył on dwóch lub trzech kroków w tej samej skali. Wcześniej prof. Wojtyna wspominał raczej o 2-4 podwyżkach. Wzrosły jednak jego obawy o to, że zawirowania na rynkach finansowych mogą negatywnie wpłynąć na dynamikę inwestycji w kraju, a

CPI i inflacja bazowa, % r/r



Stopy procentowe NBP, Fed i EBC

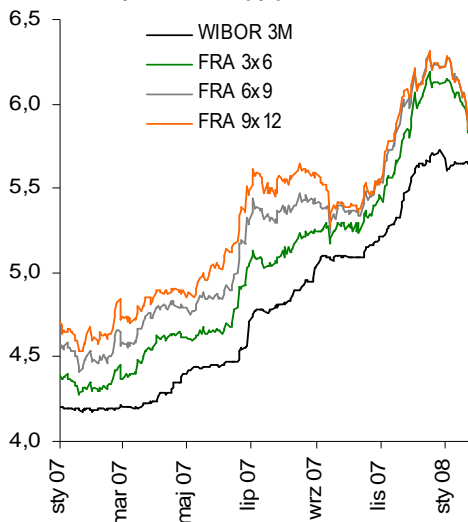


ponadto istnieje zagrożenie, że powiększający się dysparytet stóp procentowych (obniżki stóp za granicą i podwyżki w Polsce) może uczynić złotego przedmiotem tzw. carry trade i działać w kierunku jego aprecjacji. Z drugiej strony, Wojtyna zwrócił uwagę na możliwość osłabienia złotego pod wpływem wzrostu awersji do ryzyka. Ponadto, dostrzega on ryzyko związane z bieżącym wzrostem inflacji i jego wtórnymi efektami. Według wyrażonej przez Wojtynę opinii na wyjaśnienie sytuacji trzeba poczekać co najmniej kilka miesięcy, co może sugerować opóźnienie kolejnych decyzji o podwyżkach stóp, być może również styczniowej. W artykule opublikowanym w *Rzeczpospolitej*, również w minionym tygodniu, prof. Wojtyna przedstawił nieco inne spojrzenie na kwestię kursu, pisząc, że osłabienie złotego i spadki na giełdzie mogą nie tylko odzwierciedlać awersję do ryzyka, ale zapowiadać spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Jego zdaniem jeśli złoty i giełda nie zakończą wkrótce korekty, może to sugerować silniejsze tendencje recesyjne w gospodarce krajowej, co zwiększy dylematy polityki pieniężnej (czyt.: utrudni dalsze podwyżki stóp). Co ważne, na kwestię znaczenia dla polityki pieniężnej powiększania się dysparytetu stóp procentowych zwrócił również niedawno (jeszcze przed obniżką stóp przez Fed o 75 pb na specjalnym posiedzeniu) inny członek RPP, Andrzej Sławiński.

Członek RPP, którego głos w świetle wyników głosowań RPP w 2007 roku często przesądzał o decyzjach Rady, czyli Jan Czekaj, powiedział po publikacji danych o inflacji, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp w styczniu jest większe niż 50%, a w całym 2008 roku „będą na pewno 2 podwyżki”. Po publikacji danych o płacach powiedział natomiast, że są one dobrą informacją, ale wymagają głębszego rozważenia i dopiero po 2-3 miesiącach będzie wiadomo, czy znaczny spadek dynamiki płac nie był jednorazowy. Nie wiadomo, jak na ocenę Czekaja co do sytuacji gospodarczej i potrzebnych działań ze strony Rady wpłynęły publikowane później wyraźnie gorsze od oczekiwanych dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Wydaje się, że mogły go one skłonić do rozważenia powstrzymania się z podwyżką na styczniowym posiedzeniu. O tym, że z ewentualnymi podwyżkami stóp trzeba się wstrzymać przynajmniej do publikacji nowej projekcji inflacji w lutym mówił wprost przedstawiciel „gołębiej” frakcji w Radzie, Mirosław Pietrewicz. Z drugiej strony, „jastrzębie” z RPP, np. Dariusz Filar, nadal uważają, że potrzebne są nawet bardziej niż dotychczas skoncentrowane w czasie podwyżki.

Oprócz ostatnich wypowiedzi kilku bankierów centralnych oraz ostatnio opublikowanych danych za powstrzymaniem się przez RPP z podwyżką stóp w styczniu przemawia również niepewność co do decyzji Fed oraz reakcji na nią przez światowe rynki. Co ważne, decyzja Fed będzie ogłoszona tego samego dnia, ale już po zakończeniu posiedzenia RPP. Z tego punktu widzenia jutrzejszy dzień może się wydawać niektórym członkom Rady niewłaściwym momentem na podjęcie decyzji o kolejnej podwyżce stóp. Ponadto, w środę rano, co prawda przed ogłoszeniem decyzji przez RPP, ale zbyt późno, aby Rada mogła to uwzględnić szczegółowo w dyskusji, poznamy wstępne dane o PKB za 2007 r., na których podstawie możliwe będzie oszacowanie wzrostu PKB i jego komponentów w IV kw. ub.r.

Rynkowe stopy procentowe, %



Podsumowując, w naszym bazowym scenariuszu nadal zakładamy, że jutro RPP ogłosi decyzję o kolejnej podwyżce stóp o 25 pb. Nadal istnieją bowiem poważne argumenty wskazujące na zagrożenie dla celu inflacyjnego w średnim terminie. Niemniej, prawdopodobieństwo tego scenariusza zmniejszyło się znacznie począwszy od publikacji danych o płacach za grudzień i obecnie nie jest znacząco większe niż scenariusza alternatywnego, w którym zakładamy brak podwyżki stóp. Ten drugi wariant byłby pozytywny dla rynku stopy procentowej. W przypadku realizacji bazowego scenariusza reakcja rynku powinna być neutralna, ponieważ decyzji o podwyżce towarzyszyłby naszym zdaniem komunikat Rady, którego ton (poprzez ponowne zwrócenie uwagi na kurs złotego oraz możliwość osłabienia wzrostu na świecie) byłby spójny z oczekiwaną obecnie przez rynek możliwością opóźnienia drugiej podwyżki stóp w tym roku i braku kolejnych (wcześniej, w odróżnieniu od naszych przewidywań, rynek wyceniał dwie podwyżki w I kw. br i kolejne 1-2 w dalszej części roku).

Wybrane wypowiedzi członków RPP z ostatnich tygodni

Andrzej Wojtyła, Rzeczpospolita, 25 stycznia

Jeśli kurs walutowy nie powróciłby w najbliższych tygodniach do trendu lub gdyby wyraźnie wzrosła jego zmienność, to dotychczasowe dylematy polityki pieniężnej uległyby dodatkowemu zaostrzeniu. Choć bowiem kurs walutowy przestałby pełnić rolę pewnego substytutu podwyżek stóp procentowych, koniecznych ze względu na ryzyko utrwalenia się wyższych oczekiwań inflacyjnych, to silniejsze tendencje recesyjne w gospodarce światowej będą osłabiać wzrost popytu na ropę i surowce rolne, zmniejszając zewnętrzny komponent presji inflacyjnej.

Andrzej Wojtyła, Dow Jones, 23 stycznia

Nasza przestrzeń dla zaostrzenia polityki pieniężnej zmniejszyła się nieco, ponieważ wzrost prawdopodobieństwa recesji w USA wykonuje część pracy za banki centralne. Obecnie zredukowałbym dolną granicę możliwych podwyżek stóp procentowych do jednej, która może okazać się wystarczająca, choć nie wykluczyłbym dwóch lub więcej. Obniżka stóp przez Fed jest poważnym elementem zewnętrznego otoczenia i w kontekście dysparytetu stóp procentowych będzie miała wpływ na nasze decyzje. Szczególnie ważne jest przy tym jak zareaguje EBC. Nadal uważam, że cykl podwyżek się nie zakończył i pozostajemy przy restrykcyjnym nastawieniu. Niemniej, w porównaniu z sytuacją na posiedzeniu RPP miesiąc temu sądzę, że skala koniecznych podwyżek stóp uległa zmniejszeniu.

Dariusz Filar, PAP, 22 stycznia

Relatywnie mniej ważne jest, jaka stopa będzie na koniec roku, a ważniejsze w jakim czasie stopa zostanie ukształtowana na takim poziomie, by już oddziaływać na koniec roku. Czas na działanie jest bardzo krótki i bardziej zdecydowane działania są potrzebne. Minimum tego, co Rada może zrobić w tej chwili - w moim przekonaniu - to zwiększenie częstotliwości kroków w wysokości 25 pb. Podkreślam, że jest to minimum. Czyli przy działaniach nieco śmielszych należałoby myśleć o większych ruchach w tej chwili. Moim zdaniem zdecydowane działanie skoncentrowane w pierwszym kwartale dałoby szansę na powstrzymanie wzrostu inflacji bazowej.

Andrzej Sławiński, PAP, 21 stycznia

Polityka monetarna zmienia się w zależności od tego, jak zmienia się najbardziej prawdopodobny scenariusz zdarzeń. W chwili obecnej najbardziej prawdopodobny jest dalszy szybki wzrost płac oraz powolny, ale systematyczny wzrost inflacji bazowej. Dlatego jesteśmy nadal w fazie zacieśniania polityki pieniężnej, jakkolwiek rosnący dysparytet stóp procentowych i niepewność dalszego rozwoju sytuacji w gospodarce globalnej skłania do działań wprawdzie zdecydowanych, ale rozważnych. (...) Na razie najbardziej prawdopodobne jest obniżenie się tempa wzrostu PKB w 2008 roku do 5-5,5%. Dynamika zmian koniunktury w gospodarce światowej każe jednak brać pod uwagę możliwość spowolnienia tempa wzrostu PKB w większej niż oczekujemy skali. Jak zwykle w takich okresach wielką niewiadomą jest to, jak mogą zmienić się oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące przyszłej koniunktury, co mogłoby wpłynąć na wielkość inwestycji. Gdyby skala spowolnienia wzrostu okazała się większa niż się tego obecnie oczekuje, wywarłoby to wpływ na politykę pieniężną, ponieważ zmianie ulegałyby z czasem także prognozy inflacji.

Andrzej Wojtyła, Gazeta Prawna, 21 stycznia

Tak jak część pracy za RPP może wykonywać umocnienie złotego, tak również spowolnienie gospodarki europejskiej, a za tym spowolnienie dynamiki eksportu, mniejsza presja na podwyżki płac może skorygować potrzebę kolejnych podwyżek stóp. Wtedy może się okazać, że wcale nie jest konieczne dojście (z wysokością stóp) do 6 proc. (aby ograniczyć inflację do 2,5 proc.) i może jedna-dwie podwyżki wystarczą. (...) Z punktu widzenia RPP kluczowe jest teraz ryzyko przelożenia się wyższych cen na wzrost oczekiwań inflacyjnych i żądania płacowe. Jesteśmy w takiej fazie cyklu koniunkturalnego, że szoki żywnościowe przy tak dużym udziale żywności w koszyku inflacyjnym, grożą przeniesieniem się inflacji na postrzeganie przyszłej inflacji. W takich okresach przydatność inflacji bazowej ulega zmniejszeniu i zmiany cen żywności mogą poprzedzać zmiany innych cen. Inflacja bazowa może rosnać szybciej niż do tej pory.

Mirosław Pietrewicz, PAP, 18 stycznia

Trudno jest określić, czy w przypadku danych o produkcji mamy do czynienia z jednorazowym spadkiem, czy jest to początek trendu. Mam nadzieję, że jest to wahnięcie jednomiesięczne. Jednocześnie PPI jest stosunkowo niski. W sumie dane te wcale nie są pesymistyczne. Mogą być ocenione jako relacja pozytywna. Mamy niższą dynamikę wynagrodzeń niż przewidywano, niższą dynamikę produkcji, cen producenta. Może to oznaczać ze lekkie wyhamowanie aktywności, ale może to pociągnąć za sobą zmniejszenie inflacji. Te nowe dane jeszcze bardziej podtrzymują mnie w przekonaniu, że trzeba poczekać przez jakiś czas na to, by mieć podstawy do wyciągania prawidłowych wniosków. Będziemy mieli dane za IV kw. Podtrzymuję więc wyrażone wcześniej opinie dotyczące działań RPP, że trzeba poczekać na publikację lutowej projekcji.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group