



---

## *Co dalej ze stopami procentowymi NBP?*

30 października 2006

Ostatnia decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP) o utrzymaniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie była zgodna z oczekiwaniami. Potwierdziła się opinia, że w ramach Rady nie ma jeszcze większości skłonnej opowiedzieć się za podwyżką stóp. Taka postawa Rady wynika najprawdopodobniej z przekonania większości jej członków, że pomimo wyraźnych oznak narastania presji inflacyjnej brak jest nadal jednoznacznych dowodów na istnienie ryzyka znacznego i trwałego przekroczenia wyznaczonego celu. Dość zaskakujące jest jednak, że na zmianę tego przekonania najwyraźniej nie wpłynęła również nowa projekcja inflacji. Analizy ekspertów NBP sugerują bowiem jednoznacznie, że po osiągnięciu celu 2,5% inflacja nie zatrzyma się na tym poziomie i w końcu 2008 r. zbliży do górnej granicy przedziału odchyień. Brak reakcji Rady na zasygnalizowany w ten sposób wyraźny wzrost zagrożeń dla realizacji celu jest dość trudny do zrozumienia. Może to oznaczać, że albo większość Rady nie ma pełnego zaufania do nowej projekcji, albo też dysponuje dodatkowymi informacjami łagodzącymi obawy o nadmierny wzrost inflacji. Dość „jastrzębio” sformułowany komunikat opublikowany po posiedzeniu Rady nie pomaga niestety w zrozumieniu wszystkich motywów podjętej decyzji. Można się tylko domyślać, że część członków RPP może kwestionować przewidzianą w projekcji, i mocno rzutującą na jej wyniki, deprecjację kursu walutowego. „Gołębia” część Rady przywiązuje zapewne też dużą wagę do symetryczności w realizacji celu inflacyjnego. Źle, że w tej ważnej sprawie musimy opierać się na domysłach. Ta sytuacja jednoznacznie potwierdza słuszność niedawnej decyzji RPP dotyczącej publikowania w przyszłości szerszych relacji z jej posiedzeń.

Na podstawie publicznych wypowiedzi tych spośród członków RPP, którzy opowiadają się za dość szybką podwyżką stóp, można wnioskować, że głównym uzasadnieniem dla takiego ruchu byłaby chęć zapewnienia, że inflacja przestanie rosnąć i ustabilizuje się w pobliżu celu. W ich opinii istnieją bowiem obawy, że do podażowych przyczyn wzrostu inflacji (związanych głównie ze skutkami suszy i, do niedawna, z rosnącymi cenami ropy naftowej) dołączyć mogą wkrótce czynniki popytowe wynikające z silnego ożywienia gospodarczego opartego na szybkim wzroście popytu krajowego. Głównym kanałem transmisji impulsów popytowych może okazać się dalsze przyspieszenie wzrostu płac. „Jastrzębie” wskazują też, między innymi, na szybkie tempo wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych, na zbyt luźną politykę fiskalną i brak stabilności politycznej, na ryzyko osłabienia kursu złotego oraz na brak możliwości całkowitego ignorowania kierunku zmian stóp procentowych w innych krajach i regionach. Proponowana umiarkowana podwyżka stóp miałaby więc w pewnym stopniu charakter prewencyjny. Na jej rzecz mogłoby przemawiać też to, że dość trudno byłoby wprost dowieść jej negatywnego wpływu na bieżący poziom aktywności gospodarczej, podczas gdy jej wpływ na ustabilizowanie oczekiwań inflacyjnych mógłby być dużo bardziej odczuwalny.

Argumenty „jastrzębi” uzyskały obecnie silne wsparcie w postaci bardzo niepokojącej projekcji inflacji. W podobnym kierunku działać mogą lepsze od oczekiwanych dane o sprzedaży detalicznej we wrześniu i podwyższone prognozy wzrostu PKB w III kwartale i w całym roku. Najwyraźniej jednak inne dane statystyczne oraz ostatnie wydarzenia polityczne i gospodarcze nadal utrudniają zbudowanie większości wokół poglądów wskazujących na potrzebę podwyżki stóp. Po szybkim wzroście latem tego roku, zarówno bieżące jak i bazowe wskaźniki cen konsumpcyjnych nieco przyhamowały i nadal lokują się w pobliżu dolnej granicy pasma wokół

celu NBP. Podobnie jest z dynamiką płac, która pozostaje wysoka, lecz nie wykazuje wyraźnych oznak przyspieszenia. Niedawny wzrost inflacji był w głównej mierze skutkiem szoków podaży, które z zasady nie powinny wywoływać bezpośredniej reakcji władz monetarnych i które są już częściowo kompensowane przez niższe ceny ropy naftowej i powoli stabilizujące się ceny żywności. Zamiast materializacji obaw o osłabienie kursu walutowego, zarówno bieżący, jak i prognozowany przez rynek kurs złotego zmierzają raczej w kierunku aprecjacji. Choć projekt budżetu na 2007 r. nie przewiduje, że polityka fiskalna zostanie zacieśniona w takim stopniu, jak mogłaby i powinna, to trudno jest też mówić o ewidentnym i znaczącym rozluźnieniu tej polityki. Efektem odnowienia umowy koalicyjnej jest też przynajmniej przejściowe ustabilizowanie sytuacji politycznej. Wszystkie te czynniki sprawiają zapewne, że większość członków RPP nie dostrzega jeszcze potrzeby szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej. Zwolennicy utrzymania status quo wskazują też, między innymi na „poduszkę bezpieczeństwa” w postaci nadal dość wysokich stóp realnych i na korzystne dla łagodzenia presji inflacyjnej skutki odnotowanego w tym roku wzrostu długoterminowych rynkowych stóp procentowych („outsourcing” polityki pieniężnej). Często wskazuje się też na korzystną strukturę wzrostu gospodarczego, w tym zwłaszcza na inwestycje zwiększające potencjał gospodarki, oraz na możliwość zaabsorbowania części popytu przez wzrost importu (bez większych zagrożeń dla równowagi płatniczej).

Niezależnie od wyników ostatniego głosowania RPP i od polaryzacji poglądów członków tego gremium, na rynku nadal dominuje przekonanie, że w niezbyt odległej przyszłości dojdzie do zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednoznacznie wskazują na to notowania kontraktów terminowych i wyniki ankiet przeprowadzanych wśród analityków. Oczekiwania takie uzasadnione są stopniowo rosnącą presją inflacyjną i szybkim domykaniem się luki popytowej. Opinie ekspertów zgodnie wykluczały jednak do tej pory możliwość wzrostu stóp jeszcze w tym roku. Nadal jest to mało prawdopodobne, choć nowa projekcja inflacyjna i ostatnie dane wskazujące na wyższy od oczekiwanego wzrost PKB w III kwartale nieco zmieniły sytuację i z pewnością będą rzutować na przebieg dyskusji na następnych spotkaniach RPP. Teoretycznie możliwe byłoby też podjęcie próby przeforsowania decyzji o podwyżce ze względów „taktycznych”, gdyby większość obecnych członków Rady uznała, że formalne i/lub merytoryczne kwestie związane z planowaną zmianą na stanowisku prezesa NBP mogłyby istotnie zwiększyć ryzyko zbyt późnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Sygnały o pogłębiających się podziałach w ramach RPP każą jednak wątpić w realność takiego scenariusza.

Podsumowując można zaryzykować twierdzenie, że choć w ramach RPP nadal brak jest pełnej zgody, co do potrzeby, terminu i skali ewentualnych podwyżek stóp, to większość członków Rady akceptuje już tezę, że jeśli dojdzie do zmiany stóp procentowych, to powinien to być ruch w górę. Jeśli zatem nie pojawią się jakieś nadzwyczajne okoliczności, to za najbardziej prawdopodobny należy uznać scenariusz zakładający, że do pierwszej podwyżki stóp dojdzie nie wcześniej niż na początku przyszłego roku i że jej skala będzie umiarkowana (25 pkt bazowych). Ułatwieniem dla podjęcia decyzji w tej sprawie będzie prognozowane na ten okres osiągnięcie przez wskaźnik CPI poziomu bliskiego lub nawet nieco wyższego od celu NBP. O tym, czy stopy wzrosną już w styczniu, czy też bliżej końca kwartału (albo jeszcze nieco później) zadecyduje wiele czynników, w tym zwłaszcza to, jak nowe dane makroekonomiczne wpłyną na kolejną aktualizację projekcji inflacji, jakie będą prognozy cen ropy naftowej i czy zmienią się oczekiwania dotyczące zwolnienia tempa wzrostu gospodarki światowej w 2007 r. Pewien wpływ na wybór terminu zmiany stóp mogą też mieć poglądy ekonomiczne przyszłego prezesa NBP i skala jego skłonności do szybkiego i jednoznacznego potwierdzenia wagi przywiązywanej do utrzymania stabilności cen. Przewodniczący Rady dysponuje jednak tylko jednym głosem, zaś do podjęcia decyzji potrzeba poparcia większości jej członków. Trzeba przy tym wierzyć, że o

tym, czy dojdzie, czy też nie dojdzie do zmiany stóp procentowych nie zadecyduje tylko zasada, że większość ma zawsze rację, ale przede wszystkim to, że racje ekonomiczne będą po stronie tej większości. Należy również zakładać, że członkowie Rady mają pełną świadomość konieczności działania z odpowiednim wyprzedzeniem, dostosowanym do skali opóźnień w transmisji impulsów monetarnych.

Wiesław Szczuka  
Główny Ekonomista BRE Banku  
30 października 2006 r.