

Co robi nowa RPP?

Rok 2010 będzie prawdopodobnie okresem dużych zmian w polityce pieniężnej na świecie. W Polsce niepewność dotycząca perspektyw stóp procentowych potęgowana jest przez zmianę składu Rady Polityki Pieniężnej (RPP). W tym momencie trudno jest odpowiedzieć na pytanie, czy RPP zdecyduje się podnieść stopy procentowe szybciej niż EBC i Fed. Pierwszych podwyżek stóp w Polsce można oczekiwać nie wcześniej niż w II połowie br.

Rok 2010 pod znakiem zwrotu w polityce pieniężnej

Na przełomie 2008 i 2009 roku banki centralne na świecie oraz krajowa Rada Polityki Pieniężnej zdecydowanie zareagowały na pogorszenie sytuacji gospodarczej i jednocześnie poprawę perspektyw inflacji, czy wręcz w niektórych krajach pojawienie się zagrożenia deflacją. Oprócz obniżenia stóp procentowych – w wielu przypadkach tak jak w Polsce do rekordowo niskiego poziomu – banki centralne podejmowały też niestandardowe działania na rzecz ustabilizowania rynków finansowych i pobudzenia gospodarek (tzw. ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej). Bieżący rok przyniesie najprawdopodobniej odwrócenie tych tendencji. Perspektywy inflacji na rok 2010 są dość korzystne, ale banki centralne będą zapewne brały bardziej pod uwagę możliwość rozwoju sytuacji w horyzoncie średnioterminowym. Kontynuacja ożywienia gospodarczego i możliwość pojawienia się zagrożeń inflacyjnych będą prawdopodobnie skutkowały rozpoczęciem w tym roku cyklu podwyżek stóp procentowych w Polsce. Będzie temu sprzyjało normalizowanie poziomu stóp za granicą, poprzedzone zapewne stopniowym wycofywaniem się z ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Przewidujemy, że pierwsze podwyżki stóp procentowych zarówno w strefie euro, jak i w USA, przyjdą dopiero pod koniec 2010 roku, a w 2011 roku będziemy mieli do czynienia z ich kontynuacją (w obu przypadkach do blisko 3%).

Czy nowa RPP będzie się oglądać na EBC i Fed?

W tym momencie trudno odpowiedzieć na pytanie, czy polska Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na podwyżki stóp szybciej niż Europejski Bank Centralny (EBC) i amerykański Fed. Czynnikiem utrudniającym przewidywanie działań nowej Rady i zmian stóp procentowych w Polsce jest bardzo późny wybór członków RPP. Po pierwsze, w ostatnich dniach stycznia nie były jeszcze znane nazwiska wszystkich członków Rady. Po drugie, ponieważ bardzo późno poznaliśmy nazwiska nowych członków RPP, na razie nie znamy dobrze ich poglądów na politykę pieniężną i co za tym idzie potencjalnego układu sił w trakcie głosowań nad zmianą parametrów polityki pieniężnej. Niemniej wydaje się, że nowi bankierzy centralni będą w swoich poglądach co najmniej równie podzieleni jak poprzednia Rada.

Kogo w nowej RPP słuchać najuważniej?

Analizując wyniki wszystkich głosowań poprzedniej RPP, można stwierdzić na środku skali restrykcyjności poszczególnych członków Rady znajdowali się Jan Czekaj (jego głosy jako jedyne głosy członka RPP zawsze były zgodne z decyzją całej Rady) oraz Andrzej Sławiński (oprócz Czekaja najczęściej głosował zgodnie z decyzją RPP). Ważne było również stanowisko Prezesa Narodowego Banku Polskiego (NBP) Sławomira Skrzypka, gdyż przy równej liczbie głosów, to właśnie głos przewodniczącego był decydujący. Ze względu na późne powołanie nowych członków RPP i fakt, że wielu z nich relatywnie mało dotychczas zajmowało się polityką pieniężną, poglądy nowych członków odnośnie stóp procentowych poznamy w miarę dobrze dopiero w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Już teraz można

jednak spróbować określić w jakim miejscu spektrum restrykcyjności znajdować się mogą nazwiska poszczególnych bankierów centralnych. Na podstawie dotychczasowych wypowiedzi odnośnie gospodarki i polityki stóp procentowych, możemy domyślać się jaką politykę pieniężną będą preferować członkowie nowej RPP wybrani przez parlament i wskazani przez Prezydenta RP. Kilku z nich wydaje się dość łatwych do rozszyfrowania również na podstawie ich dokonań i doświadczenia z przeszłości.

Wydaje się, że prof. Jan Winiecki będzie „dyżurnym jastrzębiem” w Radzie i może w tym zakresie przebić nawet najbardziej jastrzębich członków poprzedniej Rady. Również Andrzej Rzońca, który jest bliskim współpracownikiem poprzedniego prezesa NBP, Leszka Balcerowicza, będzie prawdopodobnie w jastrzębim skrzydle, choć trudno to ocenić, gdyż zajmował się on do tej pory głównie polityką fiskalną. Spośród kandydatów największe doświadczenie w zakresie polityki pieniężnej wydaje się mieć Andrzej Bratkowski (były wiceprezes NBP odpowiedzialny m.in. za analizy). Jego można ocenić wstępnie jako umiarkowanego jastrzębia, choć jego ostatnie wypowiedzi nie był wcale jednoznaczne. Niewiele wiemy o poglądach na politykę pieniężną prof. Anny Zielińskiej-Głębockiej, obecnej posłanki Platformy Obywatelskiej (PO). Jednak ona sama w jednym z wywiadów określiła siebie jako „raczej jastrzębia”. W sumie, do jastrzębiego obozu możemy zaliczyć czworo bankierów centralnych. Jednak fakt, że byliby oni być może nawet bardziej restrykcyjni od reprezentantów jastrzębiej frakcji w poprzedniej Radzie, nie oznacza jeszcze zbyt wiele dla kształtu polityki pieniężnej całej nowej RPP. Po pierwsze, bankierzy centralni mianowani przez Prezydenta będą reprezentowali raczej gołębie skrzydło. Ponieważ po tej stronie spektrum restrykcyjności znajduje się również Prezes Skrzypek (biorąc pod uwagę sposób jego głosowania w poprzedniej Radzie), to frakcja ta będzie potrzebowała jeszcze tylko jednego głosu do uzyskania większości.

Kluczowe głosy przy decyzji odnośnie stóp procentowych należeć więc mogą do dwóch pozostałych członków nowej RPP – prof. Elżbiety Chojny-Duch i prof. Jerzego Hausnera. W przeszłości kandydaci Polskiego Stronnictwa Ludowego (PSL) zwykle byli gołębiami w Radzie (w ostatniej Radzie prof. Pietrewicz, w jeszcze wcześniejszej prof. Ziółkowska). Trudno powiedzieć, czy w tę tradycję wpisze się prof. Chojna-Duch. Podobnie, nie jest łatwo ocenić jaką postać – gołębia czy jastrzębia – przybierze wicepremier w rządzie SLD-PSL, czyli prof. Hausner. Niemniej, nie można obecnie stwierdzić, iż nowa Rada będzie wyraźnie bardziej jastrzębia od starej.

Oprócz kwestii stóp procentowych, powstaje pytanie jakie poglądy będą mieli członkowie nowej Rady na politykę kursową. Wydaje się, że ważnym dla koalicji parlamentarnej kryterium wyboru nowych członków Rady był ich pogląd na wejście do strefy euro. W tym względzie wszystkich sześciu kandydatów nominowanych przez PO-PSL będzie zapewne jednomyślnych. Z oczywistych względów (niespełnienie w najbliższych latach kryterium fiskalnego), będzie to miało jak na razie (być może nawet do momentu wyboru nowego prezesa NBP za trzy lata) drugorzędne znaczenie. Znamienna dla postępowania nowej Rady w kontekście kursu złotego może być wypowiedź Andrzeja Bratkowskiego: „trzeba będzie grać tak, by wzmocnienie złotego, które będzie towarzyszyło zwiększeniu różnicy między stopami procentowymi u nas i w strefie euro, wykorzystywać jako czynnik stabilizujący inflację, a nie coś, co spowoduje zahamowanie wzrostu”.

Co pokaże nowa projekcja?

Oprócz osobistych preferencji i subiektywnych poglądów poszczególnych członków RPP, ważną rolę w procesie podejmowania decyzji będą odgrywały informacje płynące z gospodarki oraz analizy i prognozy przygotowywane w Narodowym Banku Polskim. Na najbliższym posiedzeniu w dniach 23-24 lutego br., czyli na pierwszym posiedzeniu w pełni nowym składzie, Rada pozna kolejną projekcję inflacji. Poprzednia projekcja z października

2009 roku zakładała wzrost inflacji powyżej celu banku centralnego (2,5% +/- 1 p.p.) pod koniec 2011 roku. Od tego czasu poprawie uległy jednak przewidywania dotyczące wzrostu gospodarczego w średnim terminie, a więc projekcja NBP zarówno dla dynamiki PKB, jak i inflacji może ulec podwyższeniu. Wydaje się jednak, że ogólna niepewność dotycząca rozwoju sytuacji gospodarczej oraz istotne ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego powstrzymają RPP od zmiany nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne. Tym samym, nie należy spodziewać się podwyższenia stóp procentowych na jednym z pierwszych posiedzeń nowej Rady, ponieważ pierwsza podwyżka nastąpi zapewne miesiąc lub dłużej po zmianie nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne.

Umocnienie złotego będzie wyręczać RPP

Analizując perspektywy polityki pieniężnej nowej Rady należy uwzględnić zachowanie kursu złotego. Trzeba bowiem pamiętać, że o łącznej restrykcyjności polityki pieniężnej decyduje nie tylko poziom stóp procentowych, ale również poziom kursu walutowego. W tym kontekście warto zwrócić uwagę, że oczekiwana aprecjacja złotego będzie w pewnym stopniu wyręczać bank centralny w zaostrzaniu polityki pieniężnej. Mocniejszy złoty będzie ograniczał bieżącą inflację w bezpośredni sposób poprzez wpływ na ceny importowanych towarów i usług. Dodatkowo, inflację będzie ograniczać fakt, że silniejszy złoty działa w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce, pogarszając konkurencyjność polskich firm na międzynarodowym rynku – mniejsza atrakcyjność polskiego eksportu, a jednocześnie wypieranie krajowej produkcji przez import.

Silny spadek bieżącej inflacji zapobiegnie szybkim podwyżkom

Obok umocnienia złotego, czynnikami, które będą sprzyjać wyraźnemu obniżeniu inflacji w trakcie 2010 roku będą mniejsze niż w 2009 roku podwyżki cen regulowanych (głównie energii elektrycznej) oraz mniejsza skala wzrostu podatku akcyzowego. W efekcie, inflacja CPI może w połowie tego roku spaść w okolice 1,5% r/r, poziomu który stanowi dolną granicę dopuszczalnych odchyleń inflacji od celu wyznaczonego przez NBP. Chociaż dla władz monetarnych istotniejsze od bieżącej inflacji są średnioterminowe perspektywy kształtowania się presji cenowej w gospodarce, to jednak psychologiczny efekt głębokiego spadku CPI powinien powstrzymać nową Radę przed szybkim zapoczątkowaniem procesu podwyższania stóp procentowych. Dlatego prognozujemy, że podwyżki stóp w Polsce nie nastąpią przed ostatnim kwartałem 2010 roku, a stopa referencyjna na koniec roku osiągnie poziom 4% wobec rekordowo niskiego poziomu 3,5% obecnie. Kolejne lata przyniosą dalszy wzrost stóp procentowych wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego i nasilaniem się presji inflacyjnej, a także w obliczu troski nowej RPP o konieczność spełnienia kryterium inflacyjnego dla wejścia Polski do strefy euro.

Piotr Bujak
Starszy Ekonomista, Bank Zachodni WBK
piotr.bujak@bzwbk.pl