

Komentarz Specjalny

Czy RPP ma szanse zakotwiczyć oczekiwania?

- Ze strony Rady Polityki Pieniężnej pojawiają się pojedyncze głosy sugerujące możliwość jednorazowej niewielkiej podwyżki stóp procentowych. Takie działanie miałyby zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne i wysłać sygnał świadczący o tym, że Rada poważnie odpowiada na wzrost inflacji.
- Naszym zdaniem podwyżka o 10-15pb nie miałaby zauważalnego wpływu na oczekiwania inflacyjne konsumentów. Analiza danych historycznych sugeruje, że oczekiwania te są praktycznie niewrażliwe na zmiany parametrów polityki pieniężnej.
- RPP ma za to istotny wpływ na oczekiwania analityków, a przez to również na to, co wyceniają rynki finansowe. Niemniej aby zmienić oczekiwania rynkowe jedna obniżka „sygnalna” nie wystarczy.
- W naszej ocenie do osiągnięcia tego celu potrzebna jest albo szybko rozpoczęta seria podwyżek (porównywalna do tego co obecnie wycenia rynek FRA), albo bardzo wyraźna zmiana retoryki RPP, po której nastąpiłoby wygaszanie programu SOOR, a ostatecznie również podwyżki stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Czy RPP ma szanse zakotwiczyć oczekiwania?

Szybki wzrost inflacji w ostatnich miesiącach doprowadził do zaostrzenia tonu wypowiedzi kilku członków RPP. Pojawiły się między innymi propozycje jednorazowej podwyżki stóp o 10-15 pb, która miałaby na celu „zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych” i pokazanie, że RPP dostrzega problem wysokiej inflacji. Większość członków Rady prawdopodobnie (na razie) nie podziela tych poglądów, ale powyższe wypowiedzi pokazują przynajmniej, że wniosek o podwyżkę stóp może zostać złożony już w najbliższych miesiącach. Chociaż uważamy, że niewielka podwyżka mogłaby rzeczywiście zasignalizować, że RPP dostrzega wzrost inflacji, to naszym zdaniem nie zmieniłaby ona znacząco perspektyw CPI. W szczególności wątpimy w to, że mogłaby ona „zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne”.

Nie jest do końca jasne o jakich konkretnie oczekiwaniach inflacyjnych mówili przedstawiciele RPP w swoich wywiadach, ale przypuszczamy, że odnosili się oni do oczekiwań gospodarstw domowych. Dane o oczekiwaniach wykorzystywane przez NBP pochodzą z ankiety koniunktury konsumenckiej przeprowadzanej przez GUS i są pokazane na wykresie 1. W ostatnim miesiącu indeks oczekiwań z tej ankiety spadł, co wywołało nawet wśród niektórych uczestników rynku nadzieje, że fakt ten złagodzi jastrzębie nastroje RPP. Naszym zdaniem spadek oczekiwań w maju ma z punktu widzenia polityki pieniężnej znikome znaczenie.

Wykres 1. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych są silnie adaptacyjne, podążając z 2-3 miesięcznym opóźnieniem za CPI



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 2. Spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w maju nie był szczególnie głęboki na tle historycznych wyników



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

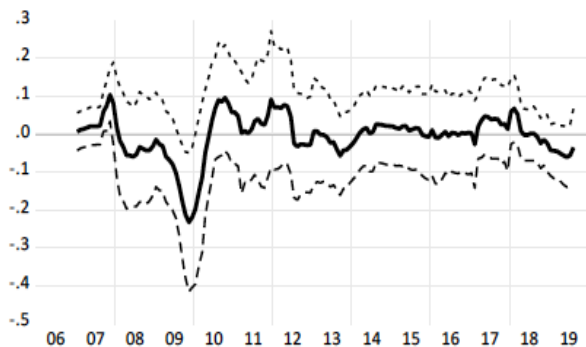
Po pierwsze, dane charakteryzują się zmiennością, która sprawia, że wahania z miesiąca na miesiąc należy uznawać raczej za szum, niż za istotny sygnał. Spadek odnotowany w maju nie wydaje się wykraczać istotnie poza zmienność obserwowaną w przeszłości (wykres 2).

Po drugie, choć nie możemy mieć co do tego stuprocentowej pewności, spadek indeksu oczekiwań w maju może być artefaktem sposobu jego obliczania. Analiza danych pokazuje, że oczekiwania gospodarstw domowych w Polsce są wysoce adaptacyjnej – na ich poziom największy wpływ mają przeszłe zmiany inflacji. Wzrost lub spadek rzeczywistego wskaźnika CPI zazwyczaj poprzedza o 2-3 miesiące analogiczne zmiany

oczekiwań inflacyjnych. Innymi słowy, to nie oczekiwania wpływają na przyszłą inflację, lecz inflacja wpływa na przyszłe oczekiwania (a przynajmniej na ich miarę). Tak się składa, że ten trzymiesięczny okres opóźnienia pokrywa się ze spadkiem inflacji do 2,4% w lutym. Ostatni raz niższy niż w lutym poziom wskaźnika CPI był notowany mniej więcej dwa lata wcześniej i właśnie wtedy ostatni raz indeks oczekiwań był na równie niskim poziomie co w maju br. Warto przypomnieć, że od lutego inflacja wyraźnie wzrosła i obecnie oscyluje w pobliżu 5%. Jeżeli mamy rację, to spadek oczekiwań inflacyjnych w minionym miesiącu był tylko „wypadkiem przy pracy” i wkrótce miara oczekiwań ponownie wzrośnie, nadganiając zaległości wobec CPI.

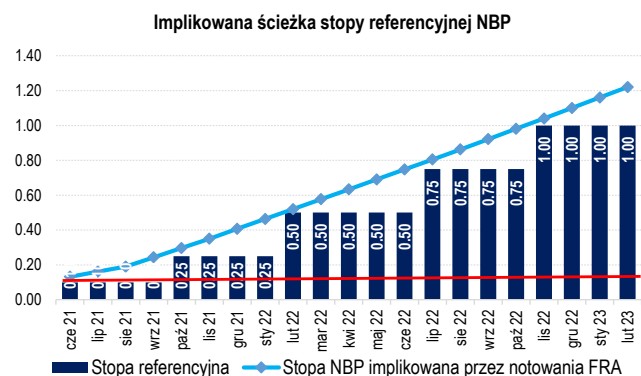
Niezależnie od tego czy majowy spadek oczekiwań inflacyjnych był przejściowy czy nie, naszym zdaniem dane te nie mają istotnego znaczenia dla dyskusji na temat sygnałnej podwyżki stóp procentowych. Aby sygnałna podwyżka była skuteczna, musiałaby ona mieć istotny wpływ na oczekiwania. Niemniej według naszych szacunków ekonometrycznych zmiany stóp banku centralnego lub wahania krzywej FRA nie mają statystycznie istotnego wpływu na oczekiwania inflacyjne konsumentów (w sensie tzw. przyczynowości Grangera). Dlatego jest mało prawdopodobne, że podwyżki stóp, zwłaszcza niewielkie, skutecznie „zakotwiczyłyby” oczekiwania gospodarstw domowych. Zresztą ten wniosek nie jest niczym nowym – również badania samego NBP sugerują, że wpływ instrumentów polityki pieniężnej na oczekiwania konsumentów są raczej niewielkie. (wykres 3).

Wykres 3. Wpływ zmian stóp procentowych na oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych (zmiany w czasie)



Źródło: NBP Working Paper Nr 329.

Wykres 4. Rynek FRA wycenia serię podwyżek stóp procentowych począwszy od jesieni br.



Źródło: Reuters, szacunki Citi Handlowy

Najważniejszym czynnikiem kształtującym oczekiwania gospodarstw domowych w Polsce jest sama inflacja. Oznacza to, że drogą do obniżenia oczekiwań inflacyjnych są nie tyle zmiany w komunikacji RPP czy niewielkie podwyżki stóp, ale obniżenie rzeczywistego CPI. Innymi słowy, aby gospodarstwa domowe oczekiwały niskiej inflacji, bank centralny musi przede wszystkim utrzymywać inflację na niskim poziomie. Komunikacja niewiele tu pomaga.

Z badań NBP wynika, że chociaż wpływ banku centralnego na oczekiwania gospodarstw domowych jest ograniczony, decyzje RPP mają zauważalny wpływ na oczekiwania inflacyjne analityków. Naszym daniem właśnie ten kanał może być z większym powodzeniem wykorzystywany przez RPP. Jeśli

zmiany w komunikacji przełożą się na wzrost stóp rynkowych, może to doprowadzić do aprecjacji waluty i obniżenia przyszłej ścieżki inflacji (a ostatecznie także do obniżenia oczekiwań gospodarstw domowych). Aby jednak osiągnąć ten cel, zmiana nastawienia w polityce pieniężnej musiałaby być zarówno wiarygodna, jak i znacząca. Jednorazowa podwyżka stóp o 10-15 pb nie wystarczyłaby naszym zdaniem do przekonania uczestników rynku o determinacji banku centralnego. Uważamy, że tak mały krok tylko pobudziłby nadzieje na kolejne podwyżki, a gdyby ich nie zrealizowano mogłoby to doprowadzić do deprecjacji złotego, przez co stabilizacja inflacji byłaby jeszcze trudniejszym zadaniem.

Co może zrobić RPP?

Dostrzegamy dwa potencjalne scenariusze, które pozwoliłyby bankowi centralnemu wiarygodnie przekonać rynki, że inflacja pozostanie pod kontrolą. Pierwszy z nich zakłada rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp relatywnie szybko (np. w ciągu najbliższych trzech miesięcy), przy czym kolejne podwyżki byłyby rozłożone w czasie i byłyby dokonywane w odstępach 3-4 miesięcznych. Byłby to scenariusz podobny do rozważanego przez inne banki centralne w regionie, a przez to mało kontrowersyjny. Naszym zdaniem taka strategia pozwoliłaby na stosunkowo powolny cykl zacieśnienia i pozwoliłaby NBP na „utrzymanie przy życiu” programu skupu aktywów (SOOR) na wypadek, gdyby rynek obligacji wymagał wsparcia. Zarysowany scenariusz wydaje się mało ryzykowny – cykl podwyżek byłby na tyle powolny, że mógłby zostać przerwany gdyby gospodarka zaczęła spowalniać. Przypuszczamy, że powyższe rozwiązanie nie spotka się na razie z poparciem większości członków RPP.

Alternatywny scenariusz zakładałby odpowiednio: zmianę retoryki banku centralnego, po której nastąpiłoby stopniowe ograniczenie programu skupu aktywów, a na końcu również podwyżki stóp. W tym przypadku zmiana retoryki musiałaby być na tyle znacząca, by jasno pokazać, że bank centralny jest zaniepokojony kształtowaniem się inflacji. Powyższa reakcja pozwoliłaby RPP zyskać trochę czasu i przesunąć pierwszą podwyżkę stóp nawet na kwiecień 2022 r. Niemniej kolejne podwyżki po rozpoczęciu cyklu musiałby być wprowadzane w szybszym tempie, niż w pierwszym scenariuszu.

Jeśli RPP wybierze scenariusz opóźnionych podwyżek stóp Rada będzie musiała przywiązywać dużą wagę do tonu komunikatu. Będzie on musiał być regularnie korygowany, aby upewnić uczestników rynku, że decydenci są zdecydowani utrzymać inflację pod kontrolą. Uważamy, że ten scenariusz jest potencjalnie bardziej ryzykowny, gdyż może prowadzić do większej zmienności rynkowej, a i tak może zakończyć się szybszymi podwyżkami.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.