

Komentarz Specjalny

Jak obniżyć inflację?

- W poniższym raporcie próbujemy przedstawić zarys tego, jak mogłoby wyglądać zacieśnienie polityki pieniężnej w Polsce.
- Obecny poziom stop procentowych jest zbyt niski. Naszym zdaniem plan minimum, który mógłby uspokoić sytuację rynkową, to podniesienie stopy nominalnej w okolice celu inflacyjnego (z pewnymi zastrzeżeniami poniżej). Możliwe, że konieczne okażą się bardziej zdecydowane podwyżki, ale oceny tej można dokonać na późniejszym etapie.
- Podwyżki nie wystarczą. W pierwszych kwartałach po podniesieniu stóp spadek inflacji wynika przede wszystkim z działania kanału kursowego. Do skutecznego obniżenia inflacji potrzebne jest umocnienie złotego – jeżeli RPP świadomie „wyłącza” ten kanał kursowy, skala podwyżek niezbędnych do obniżenia inflacji może być ostatecznie nawet o kilka punktów procentowych większa.
- Zmiana komunikacji RPP mogłaby ułatwić umocnienie złotego. Do tego potrzebny jednak byłby pełen odwrót od dotychczasowych komentarzy sugerujących preferencje dla słabego złotego.
- Sygnał rynkowy zostałby wzmocniony i uwiarygodniony gdyby np. bank centralny ogłosił sprzedaż walut uzyskanych w ramach ubiegłorocznych interwencji walutowych.
- Działaniom NBP mógłby towarzyszyć powrót Ministerstwa Finansów do sprzedaży walut bezpośrednio na rynku, a nie w NBP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

tomasz.litwiniak@citi.com

Jak może wyglądać droga do niższej inflacji?

Sytuacja szybko się zmienia. Jeszcze niedawno dyskusja w Polsce toczyła się wokół tego czy inflacja jest przejściowa, czy też trwała. Czy należy z nią walczyć podwyżkami stóp, czy po prostu czekać. Czy wynika ona z polityki klimatycznej, czy z siły popytu. Obecnie nikt już nie poświęca zbyt wiele uwagi tym tematom, bo po prostu inflacja okazała się zbyt wysoka by pozostawić ją samą sobie. Zamiast tego dyskusja wśród ekonomistów, komentatorów, a zapewne również w banku centralnym obraca się wokół kwestii jak zacieśniać politykę pieniężną.

To co wydaje się oczywiste, wcale takie nie musi być. Większość analityków w Polsce - w tym również my - uważa, że polityka pieniężna powinna być zacieśniana. Dużo trudniej jest powiedzieć jak dokładnie to zacieśnienie powinno wyglądać, aby osiągnąć pożądane efekty, a więc obniżyć inflację, bez nadmiernego negatywnego wpływu na popyt (o ile to możliwe)

W październiku Rada Polityki Pieniężnej porzuciła swoją dotychczasową strategię wyczekiwania i po raz pierwszy podniosła stopy. Do kolejnej podwyżki doszło już w listopadzie, a w rezultacie tych ruchów podstawowa stopa procentowa, która wpływa na poziom WIBOR i innych stawek rynkowych, wzrosła łącznie o 1,15 punktu procentowego. Zmiany były bardzo duże, szczególnie jeżeli weźmie się pod uwagę wcześniejszą, jasno artykułowaną, niechęć RPP do szybkich podwyżek¹. Głównym problemem okazało się jednak to, że pomimo znacznych podwyżek, złoty słabł do euro i był jedną z najsłabszych walut wśród gospodarek wschodzących.

W polityce gospodarczej, szczególnie w sytuacjach niestandardowych, nie ma jednoznacznych recept, które na 100% mogą się sprawdzić. Zamiast tego prowadzenie polityki pieniężnej często jest serią prób i błędów, ciągłym uczeniem się na podstawie tego, jak gospodarka odpowiada na wprowadzane zmiany. Również i tym razem, ze względu na wyjątkowość obecnego zbiegu szoków podaźowych i popytowych, naszym zdaniem trudno o jasną receptę na odpowiedź ze strony polityki pieniężnej. Można jednak pokusić się o kilka wniosków na podstawie tego, co wiemy o stanie polskiej gospodarki. Nasze argumenty rozbiliśmy na kilka poniższych sekcji, odpowiadających na kluczowe (naszym zdaniem) pytania. Na podstawie różnych miar oczekiwań inflacyjnych

1. Czy dotychczasowe podwyżki są wystarczające?

Nawet zakładając, że obecnie obserwowany wzrost inflacji jest głównie efektem czynników przejściowych (co naszym zdaniem wcale nie jest oczywiste), **dotychczasowe podwyżki stóp procentowych są zbyt małe by sprowadzić inflację do celu**. Projekcja samego Narodowego Banku Polskiego pokazuje, że do 2023 roku inflacja może powrócić do około 3,5%. A więc inflacja ma znacznie spaść po wygaśnięciu czynników przejściowych, ale i tak będzie wciąż o około 1 punkt procentowy wyższa od celu banku centralnego.

Co podwyżki stóp zmieniają w tym scenariuszu? Projekcja uwzględnia tylko podwyżkę październikową o 0,4 pkt. proc., ale nie odzwierciedla wpływu

¹ Z drugiej strony skala zacieśnienia była i tak mniejsza niż na Węgrzech (1,9 pkt. proc.) czy w Czechach (2,5 pkt.).

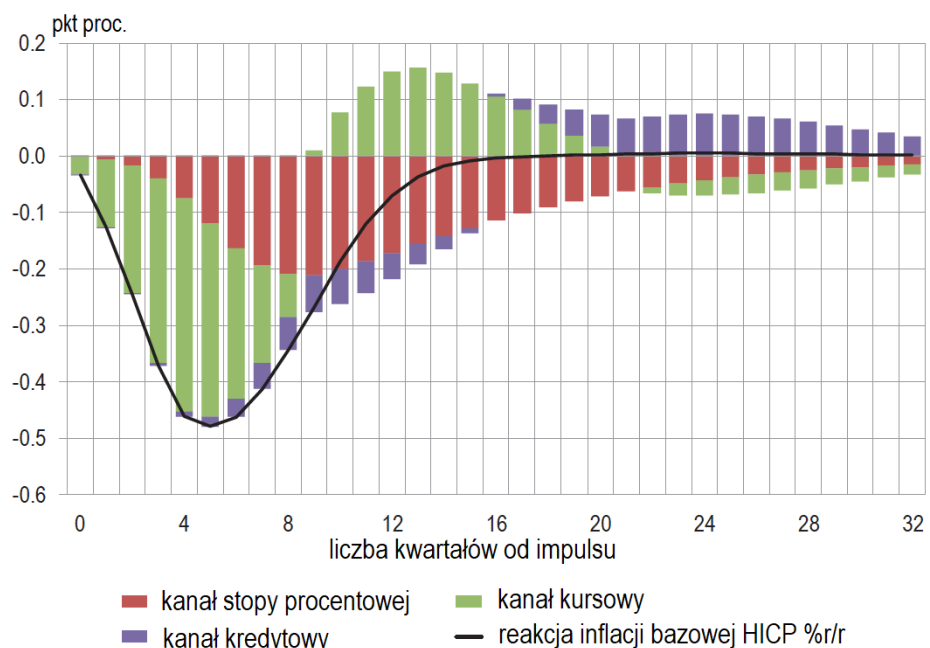
podwyżki listopadowej o dodatkowe 0,75 pkt. Badania NBP pokazują, że podwyżka stóp procentowych o jeden punkt procentowy obniża wzrost gospodarczy o 0,2-0,4 już po około trzech kwartałach, a inflację o około 0,4-0,5 po półtora roku. Oznacza to, że nawet uwzględniając listopadową zmianę stóp procentowych, inflacja w 2023 roku wynosiłaby wciąż ponad 3%. A to i tak przy założeniu, że ostatnio obserwowane wzrosty cen są w znacznym stopniu przejściowe. Licząc w ten sposób, aby sprowadzić inflację do celu potrzeba przynajmniej dodatkowych podwyżek o przynajmniej 1,25 punktu proc. Oczywiście są to tylko zgrubne szacunki, ale pokazują o jakiej mniej więcej skali zacieśnienia mówimy.

2. Czy więcej podwyżek rozwiąże problem?

Dotychczasowa polityka RPP sprowadzała się mniej więcej do tego, żeby podnieść stopy procentowe, ale jednocześnie nie umocnić złotego. Widoczne to było w oficjalnych komunikatach i wypowiedziach przedstawicieli RPP. Taka strategia oznacza jednak, że obniżanie inflacji będzie trudniejsze, bardziej długotrwałe i może wymagać znacznie większych podwyżek stóp niż to w przeciwnym razie byłoby niezbędne.

Szacunki przedstawione w punkcie 1. to nie cała prawda. Faktycznie podwyżka stóp o jeden punkt procentowy może odjąć od inflacji pół punktu procentowego, ale pod warunkiem, że w reakcji na podwyżki umacnia się złoty. Według tych samych badań NBP (wykres 1) w pierwszych kwartałach bezpośrednio po podwyżce zdecydowana większość (przynajmniej $\frac{3}{4}$) efektu obniżającego inflację pochodzi właśnie z mocniejszej waluty a nie z samej podwyżki stóp i jej wpływu na inne sfery gospodarki.

Wykres 1. Podwyżka stóp procentowych o 100 pb obniża po mniej więcej roku inflację o 0,5 pp, jednak większość tego efektu w pierwszych kwartałach wynika z umocnienia złotego



Źródło: NBP (WP No.329)

Podnosząc stopy procentowe, ale jednocześnie starając się nie doprowadzić do umocnienia złotego, RPP ma mniejsze szanse powodzenia. **Aby osiągnąć ten sam efekt antyinflacyjny w relatywnie krótkim czasie bez**

pomocy kanału kursowego RPP musiałaby podnieść stopy procentowe nie o 1,25 pkt., lecz o dodatkowe 4 punkty procentowe do ponad 5% (ponownie podkreślamy, że są to zgrubne szacunki, ale dobrze odzwierciedlają problem, przed którym stoi polska gospodarka). Taka strategia mogłaby się skończyć bardzo boleśnie dla firm oraz gospodarstw domowych szczególnie zadłużonych, a ostatecznie także dla stabilności sektora finansowego. Dlatego pozbywanie się mechanizmu kursowego wydaje się nieuzasadnione.

3. Czy silniejszy złoty nie zaszkodzi?

Niemal rok temu w grudniu NBP interweniował na rynku walutowym aby osłabić złotego, uzasadniając te działania chęcią uniknięcia szkodliwej aprecjacji. Od tego czasu przedstawiciele RPP wielokrotnie sugerowali, również w swoich komunikatach, gotowość do ponownych interwencji.

W praktyce jest mało prawdopodobne, aby umiarkowana aprecjacja złotego z obecnego poziomu była dużym zagrożeniem dla eksporterów. Ostatnie ankiety NBP przeprowadzane wśród przedsiębiorców wskazują, że średni poziom kursu EUR/PLN, przy którym eksporterzy traciliby konkurencyjność, to około 4,12, podczas gdy kurs rynkowy oscyluje w pobliżu 4,7. Zostawia to znaczne pole dla umocnienia złotego bez krzywdy dla polskiego eksportu.

Po drugie dyskusja o korzyściach płynących ze słabszego złotego pomija z niewiadomego powodu sytuację importerów. Przy obecnych kursach opłacalność importu staje się coraz mniejsza. Dotyczy to również importu towarów, których nie jesteśmy w stanie wyprodukować w kraju, a więc nie możemy liczyć na substytucję w kierunku tańszych wyrobów krajowych. W szczególności osłabienie złotego zwiększa koszty inwestycji, które wymagają zakupu zagranicznych maszyn i materiałów.

4. Co ze stopami procentowymi?

Biorąc pod uwagę, że realne stopy procentowe (czyli stopy procentowe skorygowane o oczekiwaną lub prognozowaną inflację) są głęboko ujemne, najbardziej naturalną strategią jest kontynuacja dotychczasowych podwyżek. Zdecydowanie trudniej jest wskazać docelowy poziom, na którym cykl podwyżek miałby się zatrzymać. Naszym zdaniem na tym etapie problem ten nie powinien być jednak ograniczeniem dla polityki pieniężnej.

Przed pandemią neutralny poziom stopy procentowej w Polsce był szacowany (przez MFU i pracowników NBP²) na około 3% w ujęciu realnym (wykres 2). Oczywiście tego typu szacunki są nawet w spokojnych czasach obarczone dużą niepewnością, a w czasie pandemii stopa naturalna zapewne się obniżyła. Wydaje się jednak mało prawdopodobne, aby stopa neutralna w Polsce była ona ujemna. Innymi słowy neutralny poziom stóp procentowych - w ujęciu realnym - mieści się gdzieś w przedziale 0-3% (zapewne nieco bliżej dolnej granicy).

Dlatego **plan minimum na najbliższe miesiące to podnoszenie nominalnych stóp procentowych przynajmniej nieco powyżej 2,5%, co pozwoliłoby na osiągnięcie lekko pozytywnych realnych stóp**

² Stefański M., „Natural Rate of Interest in a Small Open Economy with Application to CEE Countries”, prezentacja na 7th NBP Summer Workshop, czerwiec 2018 oraz “It is Only Natural: Europe’s Low Interest Rates” IMF Working Paper WP/20/116.

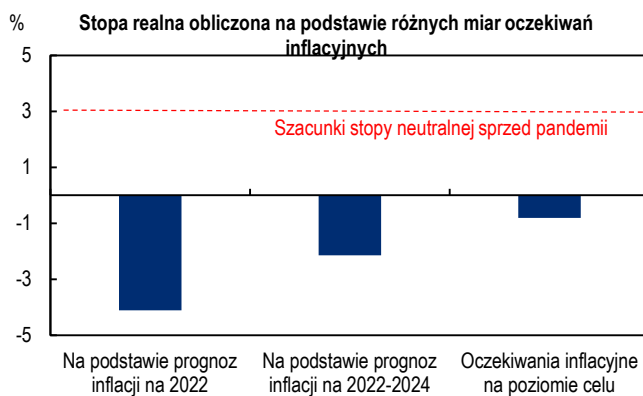
procentowych³. Możliwe, że ostatecznie potrzebne będzie więcej podwyżek, ale tej oceny można zawsze dokonać na późniejszym etapie.

5. Jak umocnić złotego?

Jak wskazywaliśmy powyżej, w walce z inflacją nie chodzi wyłącznie o samą skalę podwyżek, lecz raczej o ułatwienie aprecjacji złotego. Osiągnięcie tego celu wcale nie musi być łatwe, na co wskazują choćby doświadczenia innych banków centralnych w regionie. Można jednak przypuszczać, że znaczna zmiana w sposobie komunikacji ze strony RPP zwiększyłaby szansę na umocnienie złotego.

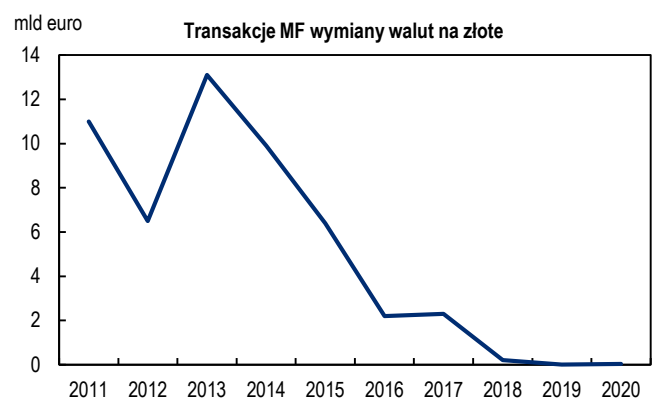
W ostatnich tygodniach wielu inwestorów z którymi rozmawialiśmy było przekonanych, że pomimo podwyżek stóp procentowych RPP chce uniknąć umocnienia złotego. Pamięć interwencji z grudnia 2020 roku dodatkowo ograniczała apetyt na zakup polskiej waluty przed końcem roku. **Aby to zmienić, konieczny byłby zwrot w komunikacji RPP o 180 stopni – odejście od sygnalizowania obaw przed umocnieniem złotego w kierunku sygnalizowania preferencji dla silnej waluty.** Problem inflacyjny jest na tyle poważny, że zwrot w komunikacji byłby odebrany jako w pełni uzasadniony, a jednocześnie nie pozostawiłby żadnych wątpliwości co do tego, że celem RPP jest obniżenie inflacji. Z drugiej strony jakiegokolwiek zmiękczenie tego komunikatu mogłoby wytworzyć wrażenie, że niska i stabilna inflacja nie jest jedynym celem.

Wykres 2. Stopy realne – niezależnie od sposobu ich wyliczenia – są znacznie poniżej prawdopodobnych poziomów stopy neutralnej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg, NBP

Wykres 3. W ostatnich latach skala transakcji MF na rynku walutowym była niewielka, ale zmiana w tym zakresie mogłaby wesprzeć PLN



Źródło: MF, PAP, Citi Handlowy

Sygnal ten mógłby zostać wzmocniony i uwiarygodniony gdyby za deklaracjami poszły czyny. **Na przykład NBP mógłby zadeklarować gotowość do sprzedaży walut, które zakupił w grudniu ub.r. w ramach interwencji (wówczas szacowaliśmy tę kwotę na około 4 mld euro).** Dzięki temu NBP ściągnąłby część nadmiernej płynności z rynku, a jednocześnie zasygnalizowałby powrót do sytuacji sprzed grudnia 2020. Sprzedaż walut nie byłaby sama w sobie interwencją i mogłaby być

³ Przy optymistycznym założeniu, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne są wciąż zakotwiczone na poziomie celu inflacyjnego RPP, nominalne stopy powyżej 2,5% oznaczałyby lekko dodatnie stopy realne. Jeżeli jednak oczekiwania już się odkotwiczyły (czego naszym zdaniem nie można wykluczyć), do osiągnięcia pozytywnych realnych stop niezbędne byłyby bardziej zdecydowane podwyżki.

rozłożona na kilka tygodni, podobnie jak na przykład czeski bank centralny planuje systematyczną (rozłożoną w czasie) sprzedaż dochodów z rezerw. W tym przypadku większe znaczenie miałyby kierunek działań i ich efekt sygnalizacyjny, niż sama skala sprzedaży walut.

Po drugie, Ministerstwo Finansów mogłoby powrócić do swojej starej praktyki zamiany walut na rynku. Przez lata fundusze napływające z UE były wymieniane na złote bezpośrednio na rynku, co stanowiło wsparcie dla złotego w okresie nadmiernej deprecjacji. Po 2016 roku skala tych operacji zmalała (wykres 3) i obecnie praktycznie nie ma większego znaczenia. Gdyby MF zdecydowało się powrócić do tej praktyki, rocznie na rynek mogłoby trafiać kilkanaście miliardów euro (w październiku na rachunku walutowym MF znajdowało się 6,5 mld euro). Szanse takiego rozwiązania nieco wzrosły w świetle ostatnich wypowiedzi premiera Morawieckiego, który zasignalizował gotowość do działań w kierunku umocnienia PLN. Naszym zdaniem pozytywnym efektem takich kroków byłoby również zmniejszenie tempa, w którym przyrasta nadpłynność wynikająca z wymiany walut w banku centralnym.

Podsumowanie

Cel jakim jest obniżenie inflacji można osiągnąć na wiele sposobów. Niemniej najszybciej i najskuteczniej można tego dokonać polegając nie tylko na podwyżkach stóp procentowych, lecz również na umocnieniu złotego. Dlatego komunikacja RPP odcinająca się od słabości złotego i jednocześnie jednoznacznie opiewająca się za silniejszym kursem mogłaby pomóc w realizacji celu inflacyjnego. Co więcej naszym zdaniem siła komunikacji mogłaby zostać wzmocniona gdyby za słowami poszły czyny w postaci sprzedaży walut na rynku – przez MF oraz (w mniejszej skali) przez NBP. Tego typu kroki mogą wydawać się daleko idące, ale z punktu widzenia gospodarki nie są kontrowersyjne. W przeszłości NBP i MF bywało już aktywniejsze na rynku walutowym, a obecna perspektywa bardzo wysokiej inflacji (znacznie powyżej celu podstawowego RPP) wydaje się uzasadniać powrót do podobnych działań.

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 jedyne 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 tożsamy 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.