

Komentarz Specjalny

To jeszcze nie koniec

- Przedstawiciele RPP kilkakrotnie już sygnalizowali nadchodzący koniec cyklu podwyżek. W poniższym raporcie przyglądamy się czynnikom, które mogłyby pozwolić na taki krok.
- W sumie nasza analiza nie napawa optymizmem. W pewnym momencie inflacja zacznie spadać i jest nawet prawdopodobne, że ten moment nadejdzie w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Jednak bez dodatkowego zacieśnienia polityki gospodarczej na powrót inflacji bazowej do akceptowalnych poziomów będzie trzeba poczekać bardzo długo (tj. lata).
- Rada Polityki Pieniężnej jest w stanie ograniczyć inflację i sprowadzić ją do celu, jednak zadanie to będzie wymagało utrzymywania bardziej restrykcyjnej niż obecnie polityki pieniężnej i wzmocnienia retoryki antyinflacyjnej.
- Najbliższe miesiące pokażą na ile RPP jest gotowa pójść tą drogą, nawet jeżeli wiąże się z tym ryzyko głębszego spowolnienia.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Maciej Baçal

Kiedy kończyć cykl?

Od przynajmniej trzech miesięcy trwa dyskusja o tym, czy i kiedy należy zakończyć cykl podwyżek stóp procentowych. Stopy osiągnęły już wysoki poziom i zaczynają wpływać na zachowanie firm i konsumentów. Niemniej naszym zdaniem na tym etapie debata o końcu podwyżek jest przedwczesna i stoi w sprzeczności z danymi, które napływają z polskiej gospodarki.

Celem polityki pieniężnej jest utrzymywanie inflacji na akceptowalnie niskim poziomie. W związku z tym o końcu cyklu podwyżek można mówić gdy spełniony będzie *przynajmniej jeden* z poniższych warunków:

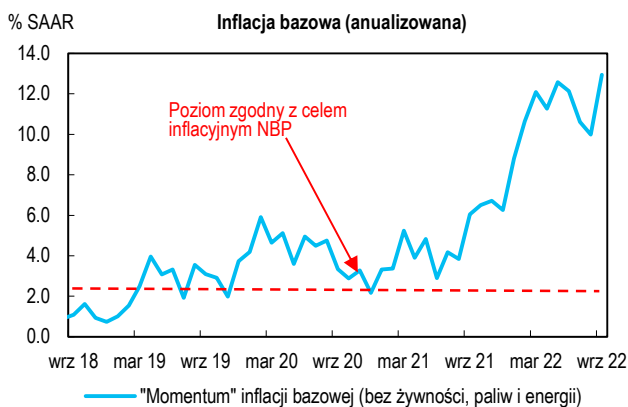
- gdy inflacja zacznie hamować;
- gdy polityka gospodarcza będzie już na tyle restrykcyjna, że będzie dawać gwarancję przyszłego wyhamowania inflacji;
- gdy RPP będzie mieć pewność, że obecny wzrost inflacji – niezależnie jak duży – ma tylko charakter przejściowy i nie utrwali się.

Poniżej pokazujemy, że na razie jednak *żaden* z tych czynników nie jest spełniony. Parafrazując słowa prezesa NBP sprzed ponad roku, w przypadku każdego z tych warunków „*Jesteśmy (...) daleko od OK*”.

Przyspieszenie zamiast hamowania

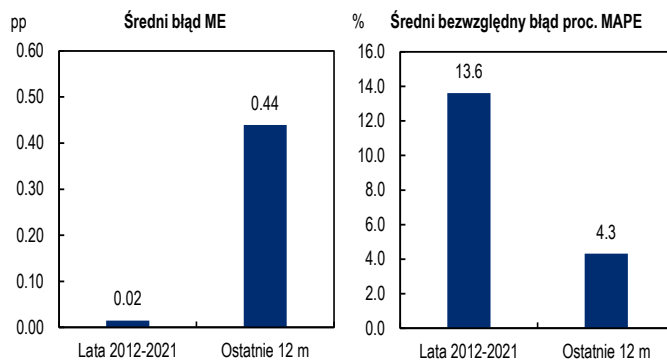
Po pierwsze, jak na razie dostępne dane inflacyjne nie wskazują na zauważalne hamowanie inflacji. We wrześniu inflacja przekroczyła 17% i była o około 1,5 pkt. proc. wyższa niż prognozował konsensus rynkowy (ankieta DGP) w czerwcu, a więc w miesiącu, gdy na poważnie zaczęła się dyskusja o końcu podwyżek. Zresztą sama inflacja CPI może nie ma tu kluczowego znaczenia, bo zależy ona bezpośrednio od cen energii i paliw. Lepszym wskaźnikiem jest inflacja bazowa, a więc CPI po wyeliminowaniu wpływu cen energii, paliw oraz żywności. Ona jednak też nie daje podstaw do optymizmu.

Wykres 1. Zamiast wytracać impet, inflacja bazowa w Polsce wciąż nabiera tempa



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver

Wykres 2. W ostatnich miesiącach konsensus rynkowy systematycznie niedoszacowywał CPI, jednak błędy prognoz nie były wcale tak duże w relacji do samej inflacji (jako % wskaźnika CPI)



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

Jak pokazuje wykres 1 w inflacji bazowej nie widać poważnych oznak hamowania. Miesięczne wzrosty tego wskaźnika wręcz wskazują na ponowne przyspieszenie dynamiki cen, a nie na ich wyhamowanie. Niewykluczone, że w przyszłości presja cenowa zacznie słabnąć, ale na razie pozostaje to tylko w sferze nadziei i prognoz, a nie faktów. W takiej sytuacji przerywanie cyklu podwyżek trudno uzasadnić bieżącymi danymi.

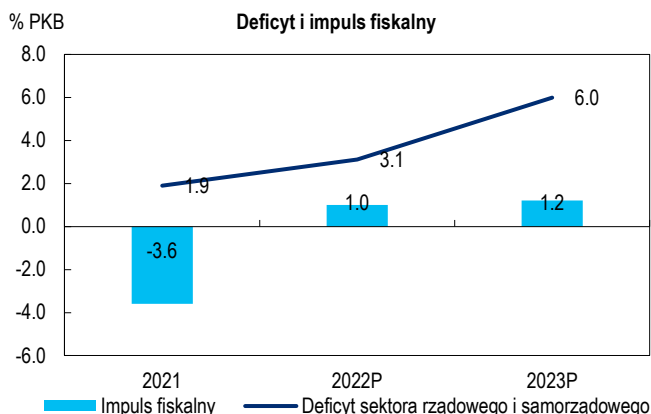
Jak restrykcyjny jest policy mix?

Skoro nic nie wskazuje na postępujące hamowanie procesów inflacyjnych, kluczowe pytanie sprowadza się do tego, czy obecna polityka gospodarcza jest wystarczająco restrykcyjna by zagwarantować przyszły szybki spadek inflacji. Jeżeli tak jest, to RPP może próbować ignorować obecne wysokie odczyty inflacji i próbować pójść pod prąd. Tylko czy jest to odpowiedni moment?

Polityka fiskalna

Na ogólną restrykcyjność wpływa zarówno polityka fiskalna, jak i pieniężna. Jeżeli chodzi o politykę fiskalną, jest ona już teraz luźna i wszystkie znaki na ziemi i w budżecie sugerują, że taka też pozostanie w 2023 roku. Z punktu widzenia przewidywania przyszłej inflacji największy problem sprowadza się do tego, że choć możemy spodziewać się luźnej polityki budżetowej (wykres 3), wciąż nie wiadomo jak bardzo luźnej...

Wykres 3. Polityka fiskalna będzie wspierać aktywność gospodarczą i petryfikować wysoką inflację



Źródło: Eurostat, MF, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Efekt podwyżek stóp procentowych i zacieśnienia regulacyjnego widać w spadku aktywności kredytowej



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Od momentu przygotowania projektu budżetu na przyszły rok ogłoszono dodatkowe działania mające na celu zamrożenie cen energii elektrycznej dla części gospodarstw domowych, co może kosztować około 0,4% PKB (wliczając już ewentualne wpływy z podatku od „zysków nadzwyczajnych”). Dodatkowo czternasta emerytura oraz przedłużenie tarczy inflacyjnej może dodać do deficytu łącznie około 1,5% PKB. Do tego należałoby dorzucić również wszelkie propozycje, które wydają się możliwe lub wręcz prawdopodobne, a które jeszcze nie zostały doprecyzowane, w tym choćby ewentualne działania ograniczające wzrost cen gazu lub dodatkowe transfery społeczne. W sumie nawet jeżeli tegoroczny deficyt okaże się bliski 2% PKB, przyszłoroczny wynik będzie oscylował w okolicach -6% PKB (a niewykluczone, że powyżej). Co więcej, zmiany w podatkach i wydatkach

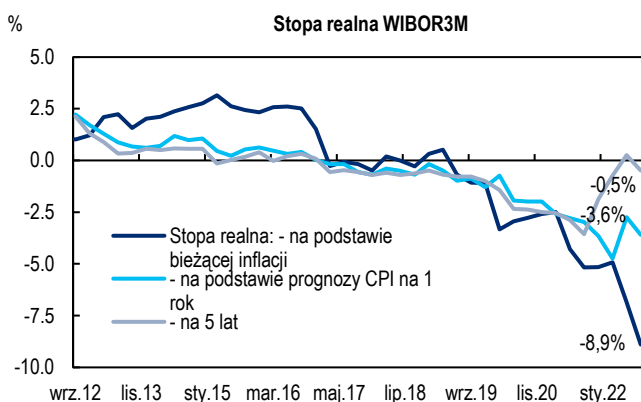
wydają się w swojej strukturze mocno proinflacyjne – nawet gdyby były neutralne dla deficytu, to przesuwały one pulę pieniędzy w kierunku gospodarstw domowych o wysokiej skłonności do konsumpcji. Jakkolwiek by więc nie patrzeć na prognozy budżetowe, polityka fiskalna raczej nie będzie ułatwiać obniżenia inflacji bazowej.

Polityka monetarna

Jeżeli chodzi o politykę pieniężną, to wzrost stóp procentowych w ciągu ostatniego roku był bezprecedensowy. Efekt podwyżek stóp (oraz zaostrzenia regulacji) jest już widoczny w postaci gwałtownego spadku akcji kredytowej w przypadku kredytów mieszkaniowych (wykres 4). Z tego punktu widzenia zaostrzenie polityki pieniężnej już przynosi efekty.

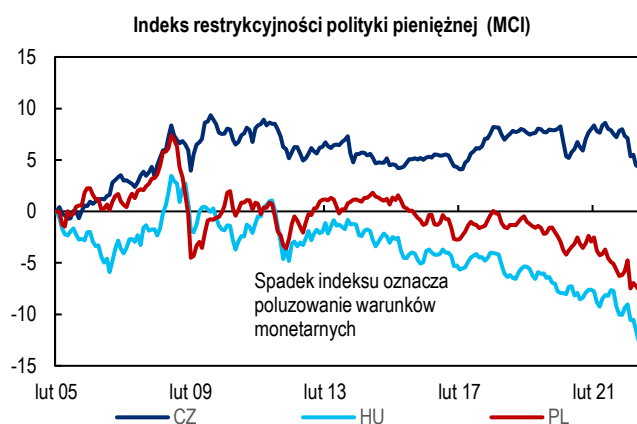
O ile jednak w przypadku nowych kredytów mieszkaniowych mechanizm transmisji polityki pieniężnej działa bardzo mocno, nie można tego powiedzieć o innych częściach gospodarki. Z punktu widzenia już zadłużonych gospodarstw domowych, wprowadzenie wakacji kredytowych odwróciło niemal połowę z dotychczasowego zacieśnienia monetarnego. Jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy, dla osób, które z nich skorzystały (ok. połowa zadłużonych), wakacje kredytowe stanowiły ekwiwalent obniżki stóp o mniej więcej 300 pb.

Wykres 5. Po roku podwyżek stóp procentowych stopy realne (również ex-ante) pozostają ujemne



Źródło: Rzeczpospolita, NBP, Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. Słabość złotego tylko wzmacnia poluzowanie warunków monetarnych



Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Spoglądając na całą gospodarkę miarą restrykcyjności polityki pieniężnej jest poziom realnej stopy procentowej, a więc stopy procentowej po odjęciu od niej oczekiwanej inflacji. Gdyby za miarę oczekiwań inflacyjnych przyjąć prognozę inflacji na rok „w przód”, to obecnie realna stopa procentowa jest wciąż ujemna i wynosi ok. -3,5%. Nawet wykorzystując do obliczeń długoterminowe oczekiwania inflacyjne w horyzoncie pięcioletnim (7,7% według najnowszej ankiety NBP), daje to wciąż ujemną realną stopę (Wykres 5).

W sytuacji gdy inflacja pozostaje na poziomach dwucyfrowych utrzymywanie ujemnych realnych stóp procentowych wydaje się bardzo trudne do obrony. Bardziej zasadna jest dyskusja jak bardzo dodatnie powinny one być. Stawiając sprawę inaczej - choć nie jest jasne o ile jeszcze stopy powinny wzrosnąć, ich obecny poziom nie gwarantuje szybkiego spadku inflacji.

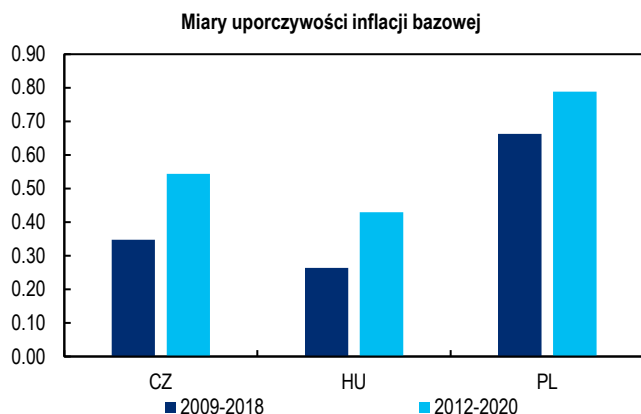
Zresztą spoglądając na gospodarkę szerzej i uwzględniając również ostatnie osłabienie złotego, polityka pieniężna pomimo podwyżek stóp procentowych wydaje się luźniejsza, a nie bardziej restrykcyjna niż rok temu (wykres 6).

Jak trwała jest inflacja?

Skoro inflacja na razie nie hamuje, a polityka gospodarcza nie jest wystarczająco restrykcyjna, czy jest podstawa, aby oczekiwać powrotu inflacji do celu? Sam wskaźnik CPI jest w fazie wzrostowej, ale prawdopodobnie po I kwartale 2023 zacznie się obniżać. Do jego spadku wystarczy, aby ceny energii przestały rosnać w dotychczasowym tempie, a wówczas mechanika „efektów bazy” obniży inflację. Stanie się to najprawdopodobniej niezależnie od działań RPP.

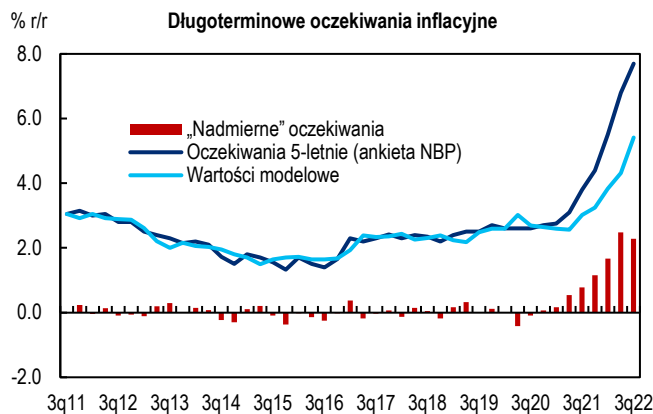
Pytanie nie dotyczy jednak tego czy inflacja zacznie spadać, ale czy ma szansę powrócić do celu. Spadek inflacji z 20% do 10% na efektach bazy może być relatywnie szybki i łatwy i może dać złudne poczucie stabilizacji. Niemniej dalsze obniżanie dynamiki cen, a szczególnie inflacji bazowej, będzie już zdecydowanie trudniejsze.

Wykres 7. Inflacja bazowa w Polsce jest wyjątkowo uporczywa, co oznacza, że jej obniżenie będzie wymagało ze strony polityki gospodarczej dodatkowego wysiłku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: W tym przypadku jako miarę uporczywości inflacji wykorzystujemy wartość oszacowanego parametru z modelu AR(1). Alternatywne miary pokazują jakościowo podobne wyniki.

Wykres 8. Odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych sugeruje potrzebę znacznie bardziej jastrzębiej retoryki NBP i kontynuacji podwyżek



Źródło: NBP, szacunki Citi Handlowy

Z punktu widzenia prognoz makroekonomicznych istotne jest to, że inflacja cechuje się wyjątkową uporczywością. Wielu uczestników obecnej dyskusji wydaje się o tym zapominać. Uporczywość inflacji potwierdzają badania dla wielu krajów, a w przypadku Polski znaczenie ma również fakt, że w ciągu ostatnich lat, zjawisko to się nawet nasiliło (wykres 7).

W praktyce „uporczywość” oznacza, że jeżeli inflacja spadnie do bardzo niskich poziomów (tak jak to miało miejsce w latach 2013-2016), to trudno ją przywrócić w pobliże celu. Podobnie, jeżeli inflacja istotnie wzrośnie (jak to ma miejsce obecnie), ma ona tendencję do pozostawania na wysokim poziomie. W takiej sytuacji aby obniżyć inflację potrzeba albo większych podwyżek stóp procentowych, albo ograniczenia oczekiwań inflacyjnych. W pierwszym przypadku RPP nie chce podnosić stóp aby nie doprowadzić do wzrostu bezrobocia. W drugim przypadku RPP wydaje się nie wywierać istotnego wpływu na oczekiwania.

Oczekiwania inflacyjne najprawdopodobniej już jakiś czas temu odkotwiczyły się od celu RPP. Sygnalizowaliśmy to w naszych raportach kilka miesięcy temu, ale od tego czasu sytuacja się nie poprawiła. Widać to ewidentnie w przypadku długoterminowych oczekiwań inflacyjnych analityków (wykres 8), ale przypuszczamy, że jest to nawet bardziej prawdziwe w przypadku oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych (niestety dla tej grupy brak jest dobrej miary oczekiwań). Jest to jeden z powodów czemu wynagrodzenia w Polsce – w przeciwieństwie do np. Czech - wciąż rosną w bardzo szybkim tempie, przekraczając niedawne projekcje NBP.

Podsumowanie

W sumie zestaw powyższych danych nie napawa optymizmem. W pewnym momencie inflacja zacznie spadać i jest nawet prawdopodobne, że ten moment nadejdzie w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Jednak bez dodatkowego zacieśnienia polityki gospodarczej na powrót inflacji bazowej do akceptowalnych poziomów będzie trzeba poczekać bardzo długo (tj. lata).

Rada Polityki Pieniężnej jest w stanie ograniczyć inflację i sprowadzić ją do celu, jednak zadanie to będzie wymagało utrzymywania bardziej restrykcyjnej niż obecnie polityki pieniężnej i wzmocnienia retoryki antyinflacyjnej. Najbliższe miesiące pokażą na ile RPP jest gotowa pójść tą drogą, nawet jeżeli wiąże się z tym ryzyko głębszego spowolnienia.

Aby skrócić okres bardzo wysokiej inflacji stopy procentowe musiałyby w tym cyklu wzrosnąć zapewne wyraźnie powyżej 7%. Biorąc pod uwagę, że stopy rosną również w Stanach Zjednoczonych i mogą tam sięgnąć nawet ok. 5%, próby szybkiego zakończenia cyklu w Polsce wydają się ryzykowne. Z punktu widzenia stabilności złotego (i inflacji) z zakończeniem cyklu warto poczekać do momentu, gdy na podobny krok zdecyduje się EBC i Fed.

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.