

Komentarz Specjalny

Obraz widziany zza tarczy

- W sumie ogłoszone tarcze inflacyjne mogą obniżyć średnioroczną inflację w 2022 roku o niemal 2 punkty procentowe, a , a w niektórych miesiącach inflacja może zostać obniżona nawet o 3,5 p. Bez tarcz wskaźnik inflacji na początku 2022 mógłby przekroczyć 11% r/r.
- Obniżki podatków „optycznie” obniżają inflację, jednak nie rozwiązują problemu presji cenowej. Gdyby tarcze były utrzymane przez cały rok, ich koszt sięgnąłby około 60 mld zł, co stanowiłoby silny impuls zwiększający dynamikę cen.
- Problem inflacyjny w Polsce ma charakter popytowy, a nie podażowy. Do obniżenia inflacji potrzeba więc osłabienia, a nie stymulowania popytu. Z tego względu wprowadzenie tarcz - dzięki skutecznej ochronie dochodów i popytu gospodarstw domowych - w rzeczywistości nie zmniejsza, tylko zwiększa konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej. Daje to jednak RPP większą elastyczność jak rozłożyć w czasie niezbędne podwyżki.
- Z punktu widzenia inflacji i stóp procentowych kluczowe jest to, że choć tarcze obniżają tegoroczną inflację o niemal dwa punkty procentowe, jednocześnie podnoszą przyszłoroczną inflację o tę samą wielkość. Tym samym inflacja w 2023 roku wyniesie niemal 6%, co będzie dodatkowym argumentem za podwyżkami stóp w kraju.
- Biorąc pod uwagę powyższe argumenty podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający wzrost stóp procentowych do ponad 4%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

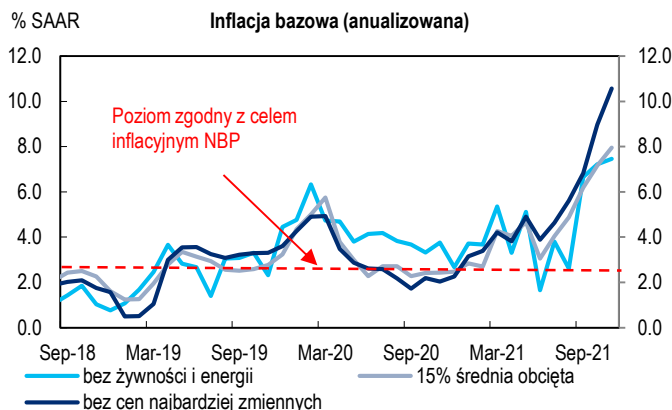
Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

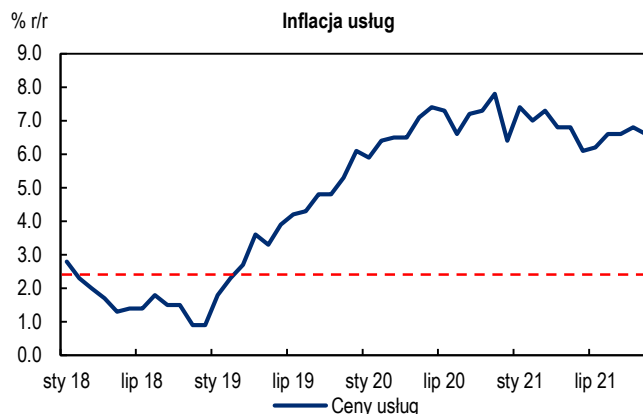
Z kolei ceny usług rosną w szybkim tempie od 2019 roku, a w ostatnich dwóch latach pozostają w okolicy 6-8%. Naszym zdaniem dane te w oczywisty sposób przeczą tezie jakoby inflacja w Polsce miała wyłącznie charakter zewnętrzny.

Wykres 2. Wbrew pozorom problem inflacyjny nie ogranicza się do cen energii – jest on widoczny w inflacji bazowej...



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver

Wykres 3. ... a także w uporczywie wysokiej (od lat) dynamice cen usług



Źródło: GUS, Citi Handlowy

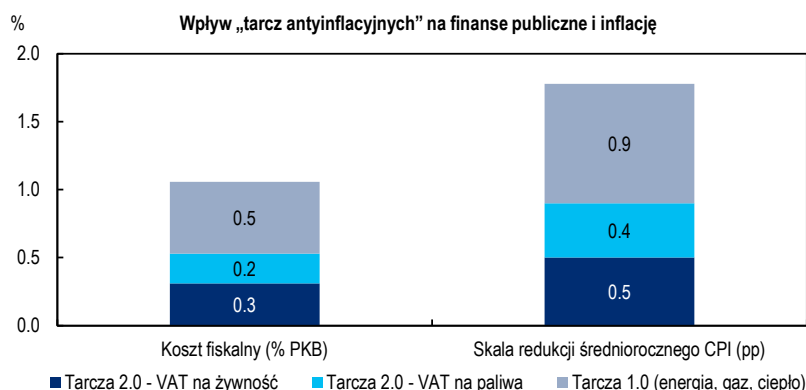
Siła i uporczywość inflacji usług oraz inflacji bazowej pokazują, że problem inflacyjny jest problemem krajowym i wcale nie jest nowy. Wcześniej rzucano się on mniej w oczy, ponieważ w 2019 wysoka inflacja w usługach była częściowo przykrywana przez niską wówczas inflację cen energii, a w 2020 roku przez spadki cen paliw. Teraz jednak ceny energii oraz paliw nie spadają, więc problem uwidacznia się w pełni.

Jakkolwiek by to nie brzmiało zaledwie półtora roku po wyjściu z pandemicznej recesji, gospodarka rozwija się w zbyt szybkim tempie (przynajmniej w porównaniu do swojego potencjału) by utrzymać inflację w ryzach. Wysoki wzrost PKB przynosi wiele korzyści, ale prowadzi również do powstawania nierównowag, w tym do stopniowo narastającej presji inflacyjnej. Skoro źródłem inflacji jest silny popyt, trzeba szukać rozwiązań ograniczających jego dynamikę.

Obniżenie inflacji byłoby możliwe przez zacieśnienie polityki fiskalnej lub polityki monetarnej. Na tym etapie jednak scenariusz zacieśnienia fiskalnego wydaje się bardzo mało prawdopodobny. W rzeczywistości tarcze antyinflacyjne stanowią krok w kierunku luźniejszej, a nie ciśniejszej polityki budżetowej. Działania te ochronią gospodarstwa domowe przed szokiem energetycznym, ale jednocześnie dzięki podtrzymywaniu aktywności gospodarczej przedłużą one również okres podwyższonej inflacji.

Nasze szacunki sugerują, że dotychczas ogłoszone tarcze inflacyjne (obniżki podatków na energię, paliwa oraz żywność) stanowią w sumie niebagatelny impuls fiskalny sięgający około 1,1% PKB. Gdyby powyższe rozwiązania miały obowiązywać cały rok, ich koszt mógłby sięgnąć około 60 mld zł. Kwoty te pokazują jak silny impuls popytowy stanowią obniżki podatków w ramach tarcz antyinflacyjnych, potwierdzając jednocześnie, że do wyeliminowania problemu inflacyjnego potrzeba innych rozwiązań.

Wykres 4. Koszt przejściowych obniżek podatków pośrednich może sięgnąć niemal 1% PKB



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych MF, KPRM oraz PAP

W najbliższych miesiącach ciężar walki z inflacją będzie spoczywał na polityce pieniężnej prowadzonej przez NBP. Dotychczas bank centralny podniósł stopy procentowe o 215 pb, co docelowo powinno obniżyć inflację o około 0,8pp. Efekt tych działań będzie widoczny najwcześniej w połowie 2022 roku, a w większej skali najprawdopodobniej dopiero na początku 2023. Dotychczasowe podwyżki mogą więc obniżyć inflację bazową z około 6% do 5%, co stanowiłoby efekt wciąż daleki od zadowalającego.

Oznacza to, że cykl podwyżek stóp zapewne jeszcze będzie kontynuowany. Na razie dotarliśmy co najwyżej do jego półmetka. Według naszych szacunków, aby obniżyć inflację w pobliże górnej granicy celu NBP, stopy procentowe w kraju powinny wzrosnąć powyżej 4% (a to i tak przy założeniu, że część z szoku energetycznego doprowadzi do osłabienia dynamiki PKB i zmniejszenia presji popytowej).

W całej dyskusji o efektach tarczach inflacyjnych umyka fakt, że ich wprowadzenie może wymagać od RPP więcej, a nie mniej podwyżek. Po pierwsze dlatego, że tarcze zapobiegają załamaniu konsumpcji w krótkim horyzoncie, a przez to wzmacniają impuls popytowe. Po drugie jednak również dlatego, że tarcze bardzo istotnie wydłużają okres podwyższonej inflacji.

Oprócz efektu popytowego, tarcze mają efekt czysto „mechaniczny” na ścieżkę CPI. Co prawda ścieżka inflacji jest obniżana w 2022 roku, ale ponieważ po kilku miesiącach stawki VAT i akcyzy mają wrócić do poziomów sprzed ogłoszenia tarcz, inflacja w 2023 będzie odpowiednio wyższa. W rzeczywistości obniżce inflacji o około 1pp w bieżącym roku towarzyszyć będzie podniesienie inflacji w 2023 roku średnio o tę samą wartość. W praktyce oznacza to, że okres podwyższonej inflacji będzie znacznie dłuższy niż sugerowała ostatnia projekcja NBP i liczne wypowiedzi członków RPP.

W obliczu powyższych argumentów spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach stopa referencyjna przekroczy w Polsce poziom 4%. Taka prognoza mogła się wydawać momencie jej publikacji (w grudniu) wygórowana. Niemniej dynamika inflacji oraz ogłoszone od tego czasu rozwiązania w postaci obniżek podatków oznaczają, że perspektywa wzrostu stóp procentowych powyżej 4% może okazać się niezbędnym minimum.

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 otrzymaniem 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 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.