

## Komentarz Specjalny

### Dlaczego RPP nie może zignorować inflacji?

- Nasze prognozy sugerują, że wysokie ceny energii z czasem doprowadzą do spowolnienia gospodarczego, a w efekcie również do osłabienia presji cenowej. Czy w takim razie RPP może po prostu inflację przeczekać? Ostatnie dane pokazują, że byłaby to ryzykowna strategia.
- Po pierwsze, inflacja weszła już na poziomy, które po prostu stają się niebezpieczne. Nawet inflacja bazowa - czyli nieuwzględniająca cen energii i żywności - rośnie w bardzo szybkim tempie (wykres 1). Teoretycznie mógłby to być tylko chwilowy wzrost, ale problem polega na tym, że obawy inflacyjne zaczęły się utrwaląć.
- *Długoterminowe* prognozy analityków pokazują, że w ciągu najbliższych pięciu lat inflacja wyniesie średnio 4,4% i odchyli się od celu o niemal 2 pkt. (wykres 2). Nawet w okresie uporczywej deflacji *długoterminowe* oczekiwania były na tyle zakotwiczone, że oscylowały w pobliżu (dolnej) granicy celu RPP. Teraz już o zakotwiczeniu nie ma mowy. Poczyszające mogłoby być to, że zmiany oczekiwań inflacyjnych mają zazwyczaj znikomy wpływ na CPI i to raczej bieżąca inflacja wpływa na oczekiwania, niż oczekiwania na inflację ([pisałiśmy o tym](#) w czerwcu). Tym razem jednak percepcja inflacji zaczęła wpływać na każdy aspekt życia gospodarczego, a przez to po raz pierwszy od trzydziestu lat kwestia oczekiwań może mieć w Polsce znaczenie dla kształtowania się CPI, a tym bardziej dla antyinflacyjnej reputacji banku centralnego.
- Z punktu widzenia procesów cenowych styczeń jest istotny, gdyż jest miesiącem, w którym ceny rosną o więcej niż w trakcie roku (wykres 3). Podwyżki stóp procentowych zaczęły się pod koniec 2021 r. i choć były zdecydowane, to w obliczu rosnących płac, cen gazu i energii, raczej nie miały już szans powstrzymać silnego dostosowania cenników w pierwszych tygodniach nowego roku. Dlatego ryzyko, że inflacja w styczniu przekroczy 10% wydaje się wysokie.
- Obecnie głównym zagrożeniem wydaje się to, że wysoka inflacja i oczekiwania jej dalszego wzrostu mogą przyczynić się do ponadproporcjonalnego przyspieszenia płac. Taki scenariusz wydaje się możliwy w świetle danych, które pojawiły się w ostatnich tygodniach. Badania NBP pokazały, że pod względem planowanych podwyżek koniec 2021 przebił nawet okres boomu 2007-08 (wykres 4). Dwucyfrowe zannualizowane wzrosty wynagrodzeń odnotowano w 60% gałęzi gospodarki.
- Jako punkt odniesienia dla wzrostu płac można uznać długoterminowe tempo wzrostu wydajności powiększone o cel inflacyjny. Tak zdefiniowany poziom „bezpiecznego dla inflacji” wzrostu wynagrodzeń wynosi około 5% (wykres 5) i jest o połowę niższy niż notowane obecnie wzrosty. Jedynym sposobem do tego aby sprowadzić dynamikę płac do tych poziomów jest doprowadzenie do spowolnienia popytu. Bez tego wynagrodzenia i ceny mogą jeszcze przez dłuższy czas przyspieszać.
- Szansą na obniżenie inflacji byłoby umocnienie złotego, jednak może to być trudne. Jak pokazuje wykres 6, od lat realny kurs PLN jest zaskakująco stabilny. Oznacza to, że osłabienie z ostatniego roku po prostu kompensuje fakt, że inflacja w kraju jest wyższa niż za granicą. Czyli wbrew pozorom znaczna część osłabienia ma charakter trwały i „samoistny” powrót do historycznych poziomów nie będzie łatwy.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

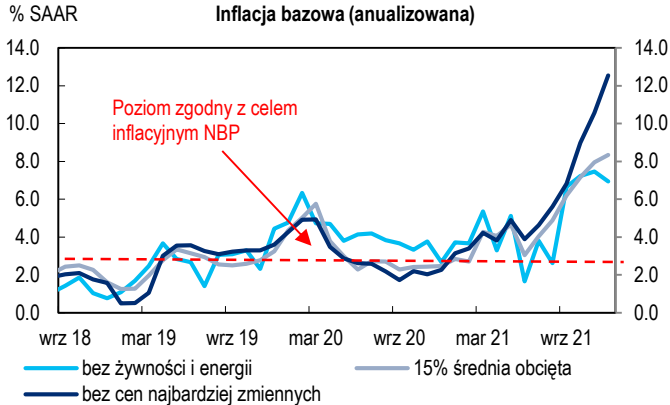
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

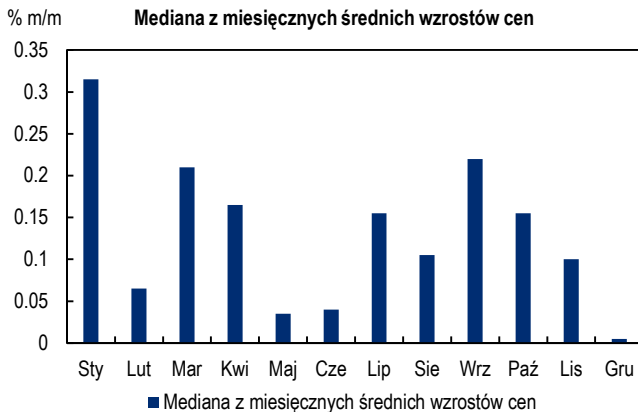
## Dlaczego RPP nie może zignorować inflacji?

**Wykres 1. Wysoka inflacja od dłuższego czasu nie jest tylko efektem rosnących cen energii – inflacja bazowa osiąga rekordowe poziomy**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Haver.

**Wykres 3. Początek roku to okres większych niż zazwyczaj podwyżek cen – na powstrzymanie tego efektu jest już za późno**



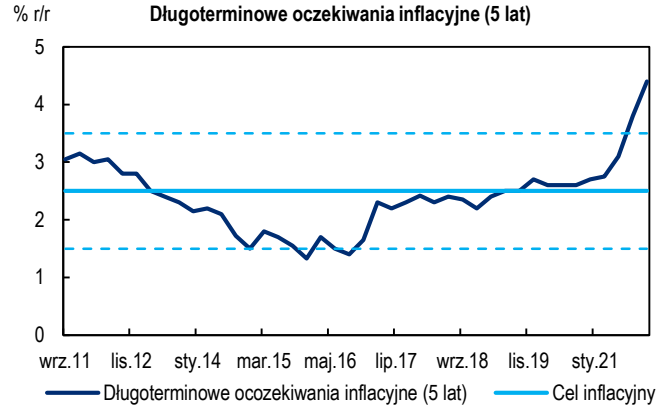
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS. Uwaga: Do wyliczeń uwzględniliśmy kategorie cen poza energią, paliwami, owocami i warzywami.

**Wykres 5. Dynamika płac o ponad trzy punkty procentowe wyższa niż ta, która byłaby spójna z inflacją w celu RPP**



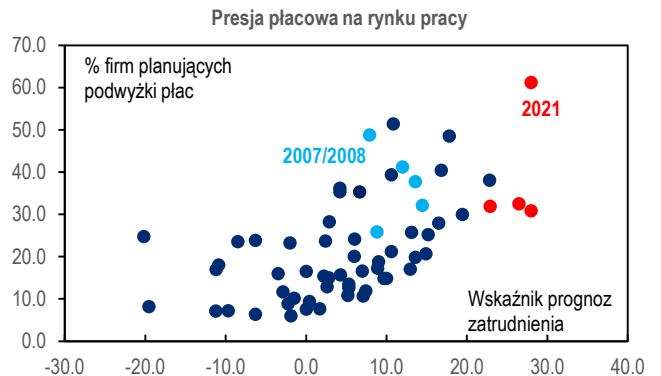
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

**Wykres 2. Konsensus prognostyczny „nie wierzy”, że odchylenie inflacji od celu jest przejściowe – może ono trwać lata**



Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP, Citi Handlowy

**Wykres 4. Presja płacowa silniejsza niż podczas boomu 2007-2008**



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych NBP

**Wykres 6. Realny kurs PLN pozostaje wyjątkowo stabilny, a osłabienie kursu nominalnego po prostu rekompensuje zbyt wysoką CPI**



Źródło: Citi

## Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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.

Error! Unknown document property  
name.  
**Error! Unknown document property**