

Komentarz Specjalny

Gdzie jesteśmy z (dez)inflacją?

- To, czy RPP zdecyduje się w tym roku na obniżki stóp procentowych będzie zależało od wielu czynników, również tych niezwiązanych bezpośrednio z sytuacją gospodarczą w kraju. Niemniej jest to dobry moment, aby zastanowić się, czy warunku makroekonomiczne rzeczywiście uzasadniają łagodzenie polityki pieniężnej.
- **Czy dotychczasowe podwyżki odniosły efekt?** Jest to chyba kluczowe pytanie, na które członkowie RPP muszą sobie odpowiedzieć, zanim podejmą decyzję o przejściu do obniżek. Nasz wykres 1 pokazuje, że po ponad pół roku od ostatniej podwyżki inflacja bazowa nie zaczęła jeszcze spadać. To, co Radzie udało się osiągnąć, to co najwyżej powstrzymanie dalszych wzrostów inflacji bazowej, a nie jej obniżka.
- **Czy perspektywy inflacyjne się poprawiły?** Nawet jeżeli obecna inflacja jest wciąż bardzo wysoka, RPP mogłaby być bardziej spokojna, gdyby np. NBP spodziewało się w przyszłości szybszego spadku inflacji niż zakładano w momencie ostatniej podwyżki. Wykres 2 pokazuje jednak, że tak nie jest. W rzeczywistości ostatnia projekcja zakłada znacznie wyższą inflację bazową na koniec 2023 roku niż prognoza dostępna w momencie ostatniej podwyżki.
- **Może NBP zrewiduje projekcję inflacji bazowej w dół?** Biorąc pod uwagę, że w tym roku wiele wskaźników pozostaje pod silnym wpływem efektów statystycznych (wysoka baza odniesienia), warto spoglądać nie tylko na dane rok-do-roku, lecz również miesięczne zmiany cen. Wykres 3 pokazuje, co „musiałoby” się stać z miesięczną dynamiką cen, aby inflacja bazowa na koniec roku osiągnęła poziom z ostatniej projekcji NBP (tj. 8,3% r/r). Według naszych szacunków miesięczne wzrosty cen bazowych musiałyby spaść z około 1% obecnie do poniżej 0,1% w grudniu 2023. Wiele czynników może zaważyć na ścieżce inflacji, ale na tym etapie powyższy scenariusz wydaje się mało prawdopodobny. To z kolei sugeruje, że lipcowa projekcja NBP może zrewidować ścieżkę inflacji bazowej w górę, a nie w dół.
- **Co z innymi czynnikami, które będą miały wpływ na inflację?** Ewentualne dobre zbiory oraz kontynuacja niskich cen energii mogą pomóc obniżyć inflację CPI w większej skali niż to obecnie zakłada wiele prognoz. Niemniej z punktu widzenia RPP powyższe czynniki są poza jej kontrolą i – co ważniejsze – są w horyzoncie przekraczającym kilka miesięcy praktycznie nieprzewidywalne. Z kolei czynniki, nad którymi Rada ma kontrolę, nie wróżą szybkiej normalizacji inflacji bazowej. Wynagrodzenia rosną obecnie o 9 pkt. proc. (!) powyżej poziomów zgodnych z celem inflacyjnym (wykres 4), a ostatnie ankiety NBP wśród przedsiębiorców bynajmniej nie wskazują na szybką normalizację żądań płacowych. W sumie, o ile przez ostatnie półtora roku koszty firm (a przez to również ceny) były napędzane rosnącymi surowcami, obecnie można spodziewać się, że większą rolę będą odgrywać koszty pracy (wykres 6).
- Podsumowując, naszym zdaniem dostępne dane sugerują, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa może się obniżyć, ale raczej wolniej niż zakładała to Rada, gdy po raz ostatni podnosiła stopy procentowe.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

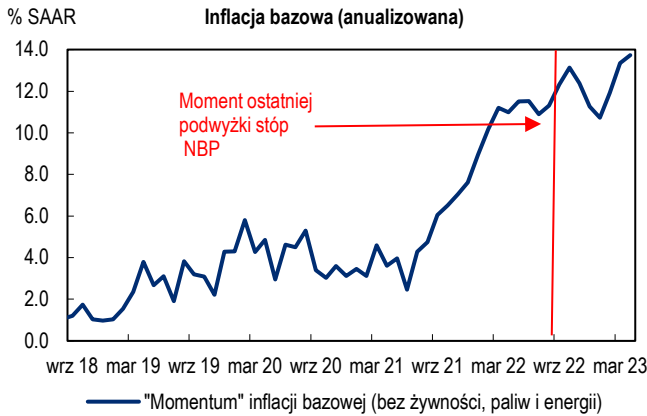
Arkadiusz Trzciołek, CFA

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Baçal

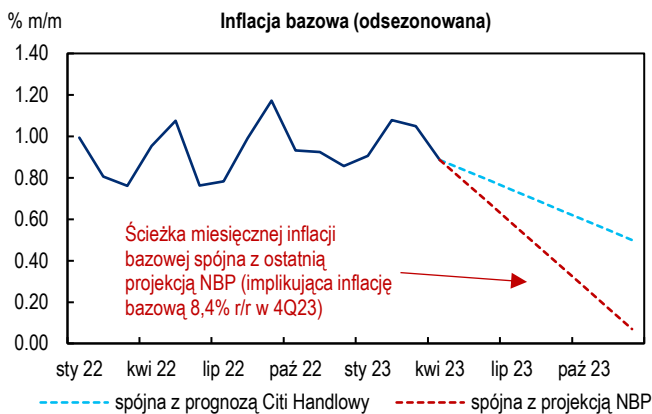
Gdzie jesteśmy z (dez)inflacją?

Wykres 1. Ponad pół roku od ostatniej podwyżki stóp procentowych, inflacja bazowa utrzymuje się na praktycznie niezmiennym poziomie.



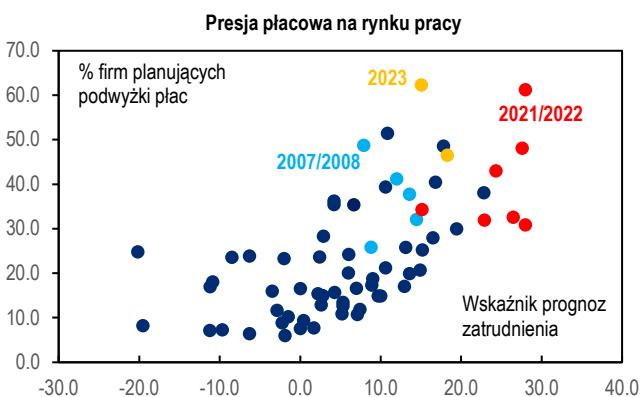
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Haver.

Wykres 3. Nawet realizacja tej wyższej projekcji inflacji bazowej wymagałaby wyjątkowo szybkiego hamowania presji cenowej



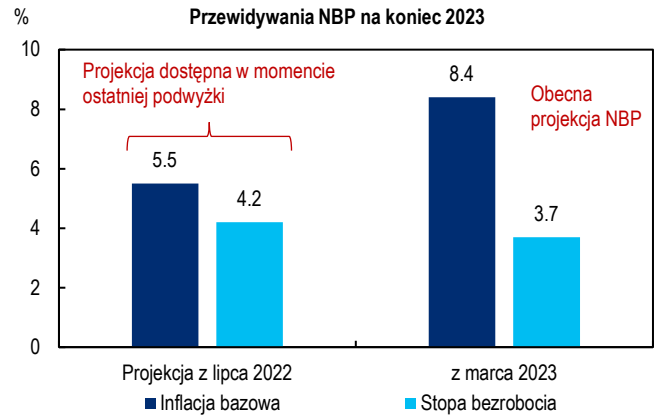
Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Uwaga: Powyższy scenariusz pokazuje jak musiałaby zachować się miesięczna inflacja bazowa, aby wskaźnik bazowy rok-do-roku był w IV kwartale zgodny z projekcją NBP.

Wykres 5. Choć przedsiębiorstwa mniej optymistycznie podchodzą do planów zwiększenia zatrudnienia, nie widać na horyzoncie oznak hamowania presji płacowej



Źródło: NBP (Szybki Monitoring), Citi Handlowy.

Wykres 2. Ostatnia projekcja NBP zakłada wyraźnie wyższą inflację bazową i niższe bezrobocie niż zakładano w momencie ostatniej podwyżki.



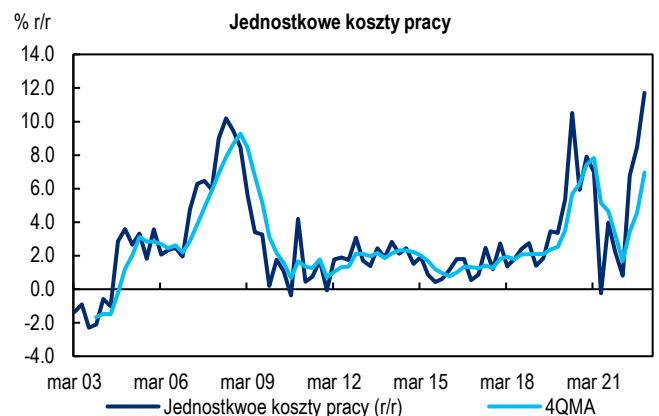
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Dynamika płac znacznie przekracza poziomy spójny z osiągnięciem celu inflacyjnego.



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 6. Wysoka dynamika jednostkowych kosztów pracy sugeruje, że wygaszanie szoku inflacyjnego będzie długotrwałym procesem



Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

poland.research@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 twórcą 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.

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