

CitiWeekly

Płacowe rozbieżności

■ Jednym z ciekawszych zjawisk ostatnich kilku kwartałów jest to, jak odmiennie zachowują się gospodarki Polski i Czech w obliczu szoku cenowego. Najlepiej odzwierciedla to wykres 1 pokazujący trajektorie realnych płac (tj. płac skorygowanych o inflację) od momentu, gdy presja inflacyjna zaczęła się w pełni ujawniać. Różnice są tym bardziej zaskakujące, że Polska i Czechy mają wiele wspólnych cech, które powinny prowadzić do podobnego zachowania płac (podobna inflacja, bezrobocie, uczestnictwo w europejskich łańcuchach dostaw, niska skala uzwiązkowienia).

■ Wyższa dynamika płac realnych w Polsce niż w Czechach oznacza, że podwyżki cen w kraju zostały w relatywnie większym stopniu przeniesione na podwyżki nominalnych wynagrodzeń. Nasze szacunki sugerują, że o ile zazwyczaj w Czechach 10% wzrost cen przekłada się po roku na podwyżki płac o około 4%, w Polsce przełożenie to jest niemal pełne (w obliczeniach uwzględniamy również wpływ rosnącej produktywności). Naszym zdaniem różnice te mogą wynikać z faktu, że oczekiwania inflacyjne w Polsce są znacznie słabiej zakotwiczone, a przez to uczestnicy życia gospodarczego łatwiej godzą się na podwyżki cen i płac.

■ Na różnice w zachowaniu oczekiwań inflacyjnych wskazuje wykres 1 (prawy panel), który pokazuje jak bardzo długoterminowe (dwuletnie) prognozy inflacyjne odbiegają od celu banku centralnego w Polsce i Czechach. Zazwyczaj oczekiwania w Czechach są bardziej zbliżone do celu i charakteryzują się mniejszą zmiennością, co wskazuje na ich lepsze zakotwiczenie. Zjawisko to było widoczne zarówno w czasie bardzo niskiej inflacji (2013-2016), jak i w ostatnich latach wysokiej inflacji. Ponadto, nasze szacunki wskazują, że oczekiwania w Polsce znacznie mocniej reagują na zmiany bieżącej inflacji (reakcja w Polsce jest o niemal połowę silniejsza).

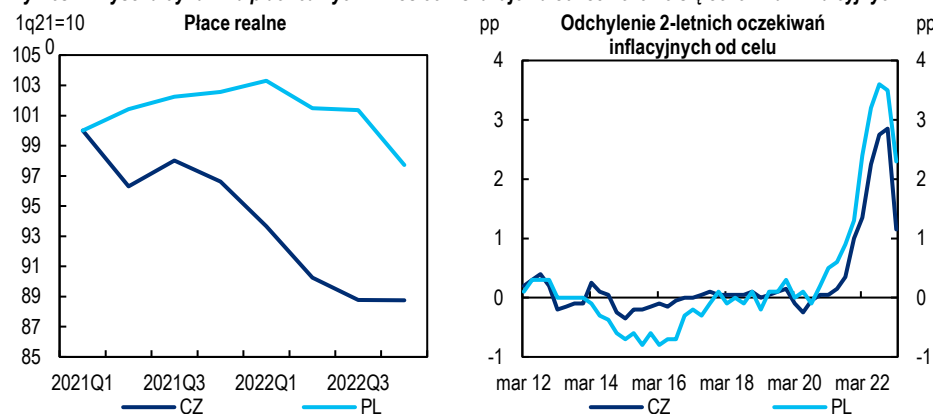
■ Jeżeli nasze przypuszczenia są słuszne, odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych może mieć istotne konsekwencje. Proces obniżania inflacji w Polsce będzie trwał dłużej niż w Czechach, co zresztą już teraz widać w danych o inflacji bazowej. Po drugie, pierwsze obniżki stóp w Polsce będą możliwe później. Po trzecie, aby utrzymać oczekiwania inflacyjne w ryzach potrzebna może być bardziej jastrzębia retoryka RPP niż to miało miejsce dotychczas. Z punktu widzenia gospodarki, jastrzębie komentarze mogą przynieść podobne rezultaty w walce z inflacją jak podwyżki stóp procentowych, ale przy mniejszych kosztach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,74	4,27	5,21	1,11	6,75	2,55	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,28	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 21.03.2023 r. Pozostałe prognozy z 22.03.2023 r.

Wykres 1. Wysoka dynamika płac realnych w Polsce wskazuje na odkotwiczenie się oczekiwań inflacyjnych.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat, CNB, NBP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

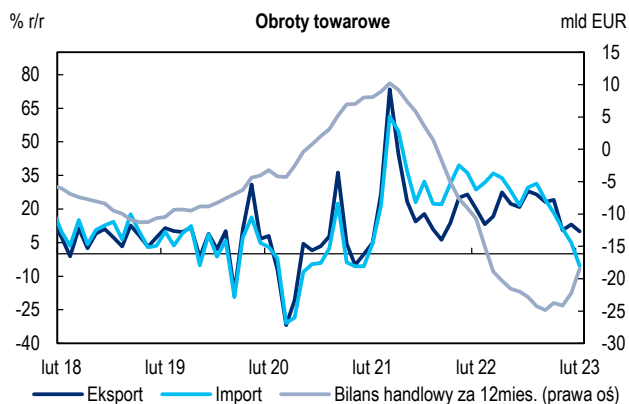
maciej.bacal@citi.com

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Kolejny miesiąc z rzędu z nadwyżką na rachunku obrotów bieżących

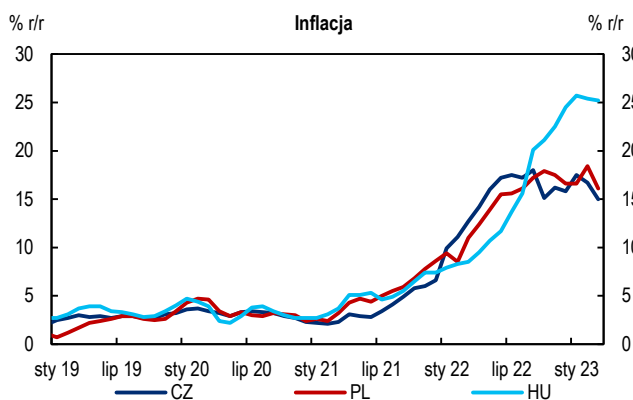


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

■ W lutym nadwyżka na rachunku obrotów bieżących powiększyła się do 2,59 mld € z 2,13 mld € w styczniu, tym samym znacząco przebijając konsensus rynkowy na poziomie 0,55 mld €. Poszerzenie się nadwyżki na rachunku obrotów bieżących było spowodowane historycznie rekordową nadwyżką w handlu towarami. Eksport wzrósł w lutym o 10% r/r, przy jednoczesnym spadku importu o -5,4% r/r.

■ Komunikat NBP wskazuje, że do wartości eksportu kolejny miesiąc z rzędu przyczyniła się zwiększona sprzedaż w branży motoryzacyjnej (m.in. akumulatory litowo-jonowe oraz samochody dostawcze). Wartość importu natomiast została zmniejszona m.in. poprzez mniejsze zakupy towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych. Zmniejszył się też wzrost importu żywności z Ukrainy.

Wykres 3. Spadek inflacji w marcu nieznacznie większy w porównaniu z wstępnym szacunkiem



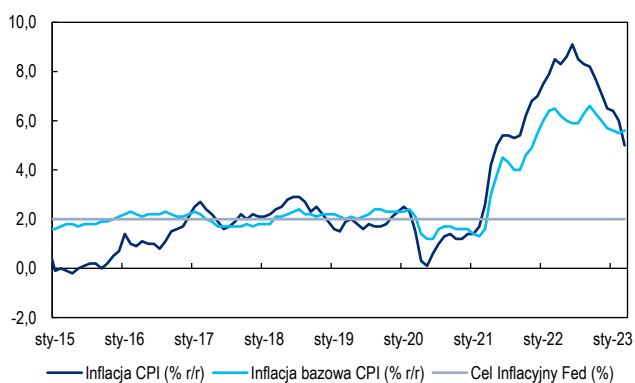
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

■ Finalny odczyt inflacji za marzec pokazał wyhamowanie wzrostu cen do 16,1% r/r wobec 18,4% r/r w lutym, a więc nieco poniżej wstępnego szacunku GUS na poziomie 16,2% r/r.

■ Spadek inflacji to w głównej mierze wynik efekty wysokiej bazy odniesienia – dynamika cen paliw obniżyła się w marcu do 0,2% r/r wobec 30,8% r/r miesiąc wcześniej. W dalszym ciągu mocno rosły ceny żywności (+2,2% m/m) oraz inflacja bazowa, która według naszych szacunków przyspieszyła do około 12,3% r/r (dokładne dane zostaną opublikowane w poniedziałek).

■ Podobne czynniki w postaci spadku rocznych dynamik cen paliw i energii stały za obniżeniem inflacji CPI w krajach regionu. Dynamika wzrostu cen w Czechach wyhamowała w marcu do 15% r/r z 16,7% r/r, a na Węgrzech do 25,2% r/r z 25,4% r/r miesiąc wcześniej.

Wykres 4. Inflacja w USA pozostaje wyraźnie powyżej celu Fed



Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

■ Zgodnie z oczekiwaniami inflacja bazowa w USA wyniosła w marcu 0,4% m/m (5,6% r/r). Mocniejszy wzrost inflacji ograniczany był przez niższą dynamikę cen w kategorii związanej z mieszkaniem (zawierającej m.in. koszty najmu). Do 5% r/r z 6% obniżyła się inflacja CPI, co związane jest z wysokimi efektami bazy z ubiegłego roku. Pomimo osłabienia procesów inflacyjnych, wciąż nie widać oznak szybkiego powrotu do celu, co w połączeniu z „ciasnym” rynkiem pracy wywiera presję na dalsze podwyżki stóp procentowych. Rynek wycenia prawdopodobieństwo majowej podwyżki w USA o 25 pb na blisko 70%.

■ Minutes z kwietniowego posiedzenia FOMC pokazały, że zamieszanie w sektorze bankowym ograniczyło oczekiwania członków komitetu w kwestii dalszych podwyżek. Niemniej, naszym zdaniem stabilizacja sytuacji na rynkach w ostatnich tygodniach powinna pozwolić na zacieśnienie polityki pieniężnej.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 kwi PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	III	12.2	12.2	12
18 kwi WTOREK							
4:00	CN	PKB	% r/r	1Q	3.8	3.8	2.9
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	IV	16	15.2	13
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	III	1528	1450	1524
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	III	1407	1405	1450
19 kwi ŚRODA							
10:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	III	6.9	6.9	8.5
20 kwi CZWARTEK							
8:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	III	10.9	9.6	15.8
14:00	EUR	Wskaźnik ufności konsumenckiej	pkt	IV	-18.5	-18.5	-19.2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	240	239
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	% m/m	III	-3.6	-1.8	14.5
21 kwi PIĄTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IV	46	45.6	44.7
9:30	DE	PMI dla usług	pkt	IV	54	53.2	53.7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IV	48	48	47.3
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IV	54.5	54.5	55
10:00	PL	Płace	% r/r	III	12	12.5	13.6
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	III	0.7	0.6	0.8
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	IV	49.3	49	49.2
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	IV	51.5	51.5	52.6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	782	908
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 044	3 328	3 646
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 966	20 540	23 905
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,2	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,7
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,09	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,27	4,02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,69	4,72	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,2	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-26,0	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	48,5
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,1	-35,4	-39,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,4	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,7	-5,6	-0,7	-2,0	-3,7	-1,5
Dług publiczny (polska metodologia)	48,3	46,4	43,2	47,5	43,8	40,4	41,0	40,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem 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 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.