

CitiWeekly

Światelko w tunelu

■ Grudzień 2021 roku był dobrym miesiącem. Nawet jeżeli wtedy jeszcze nie wydawało się to oczywiste, teraz już wiemy, że był to moment, kiedy płace *realne* - a więc wynagrodzenia skorygowane o inflację - odnotowały swój szczyt (wykres 1). Wkrótce potem rozpoczął się mniej więcej roczny okres, w którym płace realne systematycznie spadały, głównie na skutek bardzo szybkich podwyżek cen. W praktyce oznacza to, że inflacja „wgrzyzała” się w dochody, obniżając standard życia gospodarstw domowych. Dobrą wiadomością jest jednak to, że polscy pracownicy najprawdopodobniej mają już dość za sobą.

■ Płace realne odnotowały najniższy poziom na początku bieżącego roku. Od tego czasu sytuacja stopniowo się poprawia, a kwiecień był trzecim z kolei miesiącem, kiedy realne wynagrodzenia rosły. Podobnie jak wcześniej wysoka inflacja zmniejszała siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych, teraz jej spadek działa korzystnie na realną wartość (oczywiście przeciętnych) płac.

■ Co prawda nie ma gwarancji czy odbicie w płacach utrzyma się, ale taki scenariusz wydaje się bardzo prawdopodobny. Po pierwsze, o ile jeszcze w drugiej połowie ubiegłego roku pojawiały się pewne oznaki spowolnienia na rynku pracy, o tyle w ostatnich miesiącach nominalne płace zaczęły rosnąć z nowym impetem (wykres 1), co częściowo można wiązać z dwucyfrowymi wzrostami stawki minimalnej. Po drugie, nie jest też zasługą wyjątkowo dużych podwyżek w jednej branży, lecz raczej zjawisko dotyczące większości sektora przedsiębiorstw. Spoglądając na szczegółowe dane, w mniej więcej 3/4 sekcji sektora notowane są dwucyfrowe wzrosty płac (po annualizacji). Po trzecie, pomimo recesji bezrobocie utrzymuje się na rekordowo niskim poziomie (2,7% po odsezonowaniu). Pozwala to przypuszczać, że przynajmniej w najbliższych miesiącach wzrosty wynagrodzeń będą charakteryzować się większą inercją i będą hamować wolniej niż CPI.

■ Z punktu widzenia konsumenta podwyżki płac realnych nie mogły przyjść w lepszym momencie. W reakcji na spadające dochody gospodarstwa domowe stopniowo wyglądały konsumpcję sięgając po oszczędności zgromadzone w czasie pandemii. Niemniej, jak pisaliśmy kilka miesięcy temu, zasoby oszczędności są na wyczerpaniu i dlatego odbicie w płacach realnych powinno pozwolić na stabilizację, a potem wzrost konsumpcji w najbliższych kwartałach.

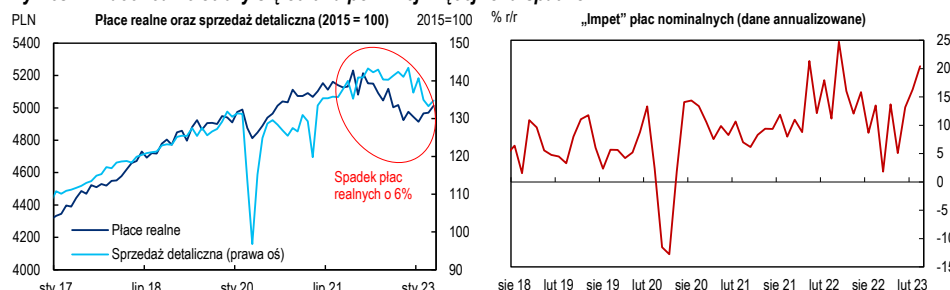
■ W sumie okazuje się, że konsumpcja ma szansę zacząć rosnąć zanim jeszcze udało się obniżyć inflację bazową. Z punktu widzenia konsumenta właśnie pojawiło się światelko w tunelu. Z punktu widzenia inflacji, to światelko nie wróży jednak nic dobrego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,50	4,05	5,11	1,11	6,75	2,38	3,55
II KW 24	4,63	3,96	5,20	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.05.2023 r. Pozostałe prognozy z 23.05.2023 r.

Wykres 1. Płace realne odbiły się od dna po mniej więcej roku spadków.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Haver, GUS.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciol@cit.com

Maciej Bącal

maciej.bacal@citi.com

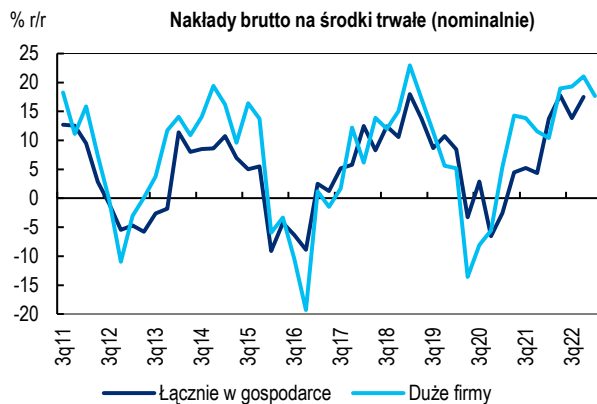
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

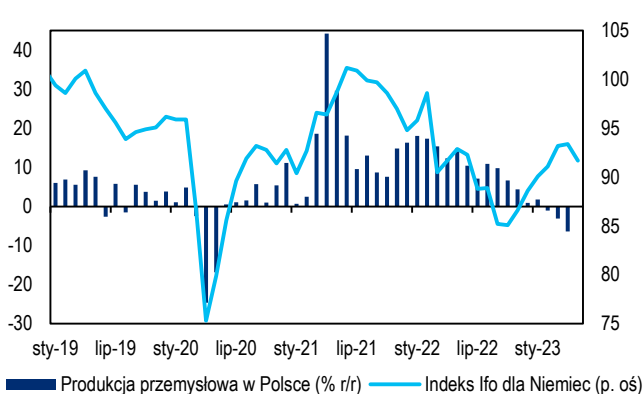
Wykres 2. Inwestycje trzymają się mocno na początku roku



- Dane o nakładach inwestycyjnych firm w pierwszym kwartale tego roku pokazały utrzymanie solidnej dynamiki, która w cenach bieżących wyniosła 17,6% r/r, a w cenach stałych 7,2% r/r.
- Udział inwestycji dużych firm utrzymuje się w ostatnich kwartałach blisko 40% w łącznych inwestycjach w gospodarce. Dane sugerują, że na początku tego roku nie doszło do istotnego spowolnienia dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.
- W IV kw. ubiegłego roku realne nakłady na środki trwałe rosły o 5,4% r/r, a kontrybucja odpowiadała za 1,2 pp wzrostu PKB. Przed publikacją danych pokazujących źródła wzrostu PKB, zakładamy, że utrzymany został dodatni wkład inwestycji we wzroście gospodarczym.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

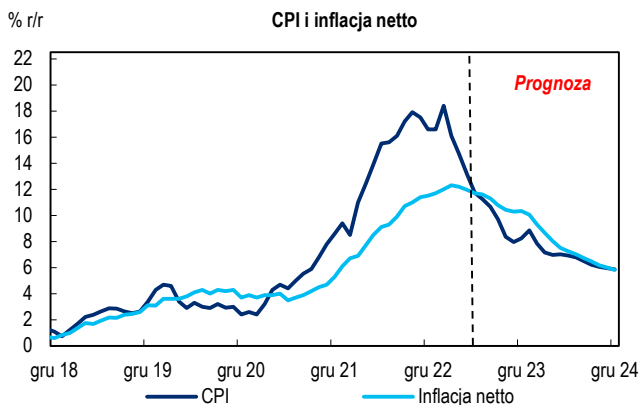
Wykres 3. Słaba kondycja przemysłu



- Produkcja przemysłowa pogłębiła spadki w kwietniu (-6,4% r/r, wobec -3% r/r w marcu). Pogorszenie wynika nie tylko z czynników statystycznych (liczba dni roboczych), lecz również osłabienia aktywności w przetwórstwie przemysłowym. Wciąż oczekujemy, że I kw. będzie stanowił dołek w przemyśle, a niewielkie wzrosty produkcji pojawią się od czerwca.
- Pesymizmem w ostatnim czasie powiało w danych z Niemiec. Publikowane na początku maja dane o zamówieniach pokazały spadek o 10,7% m/m. Indeks Ifo za maj odzwierciedlający nastroje w niemieckim biznesie obniżył się do 91,7 pkt w maju z 93,4 w kwietniu. Silny spadek zaliczył również subindeks oczekiwań (do 88,6 pkt z 91,9), a firmy raportowały spadki zamówień. Zdecydowanie lepiej od sektora przemysłowego trzymają się usługi, na co wskazywały również wstępnie odczyty indeksów PMI za maj.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. W oczekiwaniu na dane o inflacji i szczegółowe dane o PKB za I kwartał



- W środę GUS opublikuje szybki szacunek inflacji za maj. Spodziewamy się dalszych spadków inflacji – tym razem do 13,2% r/r z 14,6% r/r miesiąc wcześniej. Za spadek indeksu CPI w głównej mierze odpowiadać będzie wysoka baza statystyczna, w tym w szczególności obniżenie się rocznej dynamiki cen paliw i żywności.
- Oczekujemy również potwierdzenia przez GUS wstępnego szacunku PKB za I kwartał 2023 na poziomie -0,2% r/r. Spodziewamy się, że za lepszym od pierwotnych oczekiwań odczytem PKB w I kw. 2023 roku stała wysoka aktywność inwestycyjna ze strony dużych przedsiębiorstw oraz pozytywna kontrybucja eksportu netto, na co wskazują dane z bilansu płatniczego.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 maj PONIEDZIAŁEK							
	USA	Memorial Day					
30 maj WTOREK							
9:00	CZ	PKB	% r/r	1Q	-0.2	--	-0.2
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	V	--	98.9	99.3
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów	pkt	V	98	99.3	101.3
31 maj ŚRODA							
10:00	PL	PKB	% r/r	1Q	-0.2	-0.2	2.3
10:00	PL	CPI	% r/r	V	13.2	13.4	14.7
14:00	DE	CPI	% r/r	V	--	6.5	7.2
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	pkt	V	--	47	48.6
01 cze CZWARTEK							
8:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	--	-5	-8.6
8:30	HU	PKB	% r/r	1Q	--	-0.4	-0.9
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	46	46.6
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	--	61.9
9:00	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	V	41.2	--	42.8
9:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	42.9	44.5
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	44.6	45.8
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	V	--	6.3	7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	235	229
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	V	--	48.5	48.5
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	V	46.6	47	47.1
02 cze PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	% m/m	IV	200	195	253
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	IV	3.4	3.5	3.4
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IV	0.3	0.3	0.5

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	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 366	3 690
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 101	24 262
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 kredyty								
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)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,06	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,69	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	-3,7	-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	39,4	40,1	39,1

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 Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@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.