

## Citi Weekly

### „Ogromny wzrost płac”

- Kolejne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej za nami. Tak, jak powszechnie prognozowano, stopy procentowe pozostały bez zmian, a stopa referencyjna wciąż wynosi 5,75%. Konferencja po posiedzeniu RPP była dłuższa niż zazwyczaj, jednak jeżeli ktoś liczył na istotne zmiany w komunikacji RPP lub na złagodzenie przekazu, to mógł czuć się rozczarowany. Podczas niemal dziewięćdziesięciminutowego wystąpienia prezes NBP w dużym stopniu powtórzył argumenty z poprzednich konferencji, przede wszystkim podkreślając ryzyko wzrostu inflacji w dalszej części roku.

- Zamiast sygnałów świadczących o złagodzeniu nastawienia (co mogłoby być uzasadnione niską bieżącą inflacją), podczas konferencji dało się zauważyć rosnące obawy związane z utrzymującą się presją płacową. W szczególności prezes NBP podkreślił „ogromny wzrost płac”, związany z podwyżkami wynagrodzeń w sektorze publicznym (sami do przyczyn tego zjawiska dodalibyśmy również wzrost płacy minimalnej oraz naturalną „lepkość” wynagrodzeń przed którą ekonomiści przestrzegali przez ostatnie dwa lata). Co więcej, szef banku centralnego przyznał jednoznacznie, że „nie ma powodów dyskutować o obniżce stóp”.

- Wypowiedzi przedstawicieli RPP uprawdopodobniają scenariusz w którym stopy procentowe w Polsce pozostają bez zmian do końca bieżącego roku (jest to nasz scenariusz podstawowy). Oczywiście obecne deklaracje ze strony NBP nie są „wykute w skale” i podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, RPP może w przyszłości niespodziewanie porzucić dotychczasowe nastawienie. Niemniej nawet jeżeli Rada zdecyduje się na taki krok, naszym zdaniem nastąpi on później niż dotychczas wyceniały to rynki finansowe.

- Tym samym w najbliższych miesiącach polityka pieniężna w kraju będzie coraz wyraźniej rozbiegać się z polityką innych środkowoeuropejskich banków, które wydają się zdeterminowane aby kontynuować cykl obniżek stóp. Powyższe różnice w decyzjach banków centralnych wydają się przynajmniej częściowo uzasadnione mniej korzystnym trendem inflacyjnym w Polsce, relatywnie silniejszą aktywnością gospodarczą oraz przedwczesnymi obniżkami stóp procentowych przez RPP na jesieni 2023 r. Relatywnie łagodna polityka pieniężna z przeszłości wymusza bowiem większą ostrożność dzisiaj.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

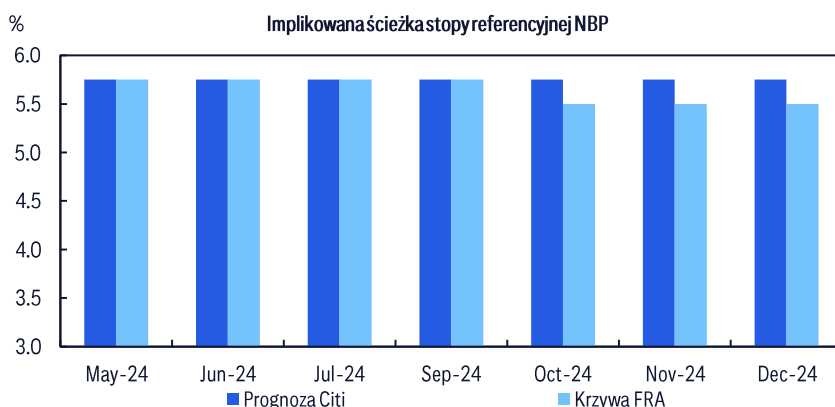
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Zuzanna Mroccka**zuzanna.mroccka@citi.com

---

**Wykres 1. Notowania kontraktów pochodnych wciąż wskazują na potencjał do obniżki stóp procentowych pod koniec tego roku**



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Rynek pracy w USA nie wykazuje oznak spowolnienia

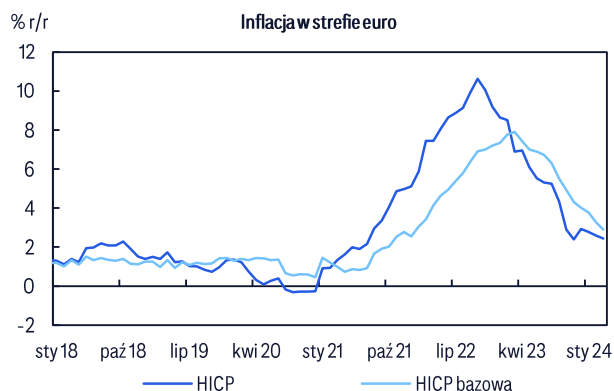


Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, BLS

- Raport z amerykańskiego rynku pracy z marca pokazał, że w Stanach wciąż nie widać oznak istotnego spowolnienia. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło w marcu o 303 tys. wobec oczekiwań na spadek do 200 tys. z 270 tys. (rewizja z 275 tys.) odnotowanych miesiąc wcześniej. Ponadto stopa bezrobocia spadła do 3,8% wobec oczekiwanej stabilizacji na 3,9%. Jednocześnie zgodnie z oczekiwaniami wzrost płac przyspieszył do 0,3% m/m z 0,2% (rewizja z 0,1%).

- Dane z rynku pracy w połączeniu z nieco wyższymi odczytami inflacyjnymi i ostatnimi wypowiedziami członków Fed stawiają pod znakiem zapytania moment początku obniżek stóp procentowych w USA. Rynkowe oczekiwania przesunęły się w ostatnim czasie w stronę startu cyklu w lipcu (zamiast czerwca) oraz wskazują na pole do niecałych trzech obniżek stóp po 25 pb każda do końca roku.

Wykres 3. Spadek inflacji przybliży obniżki stóp w strefie euro



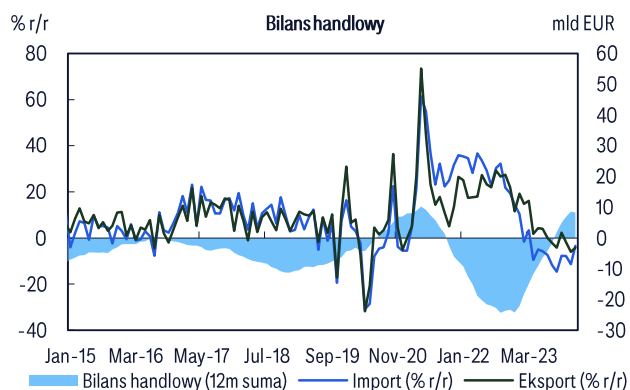
Źródło: Bloomberg, Haver Analytics, Eurostat

- W marcu inflacja w strefie euro spadła do 2,4% r/r (z 2,6% w lutym), a jej bazowa wersja po raz pierwszy od blisko dwóch lat znalazła się poniżej 3% i wyniosła 2,9% r/r (wobec 3,1% miesiąc wcześniej). W obydwu przypadkach odczyty okazały się również niższe niż rynkowe prognozy (odpowiednio 2,6% i 3,0%).

- Zapiski z marcowego posiedzenia EBC pokazują, że pojawia się coraz więcej argumentów świadczących o trwałym zejściu inflacji do celu. Zdaniem członków EBC presja cenowa słabnie, a normalizuje się również presja ze strony płac. Minutes wskazują, że Rada Prezesów chce poczekać na potwierdzenie swoich przypuszczeń w twardych danych, co dałoby ostateczne podstawy do łagodzenia polityki pieniężnej.

- Zakładamy, że na kwietniowym posiedzeniu EBC dostarczy dalszych wskazówek sygnalizujących początek cyklu obniżek stóp procentowych w czerwcu.

Wykres 4. Import zaczyna wyprzedzać eksport



Źródło: Citi Handlowy, NBP, Haver Analytics

- Szacujemy, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w Polsce obniżyła się w lutym do 860 mln EUR, wobec 1179 mln EUR w styczniu. Większego spadku oczekujemy w przypadku samego bilansu handlowego – do 440 mln EUR z 1286 mln EUR poprzednio. Wynika to z zakładanego przez nas mocniejszego odbicia importu (o 2,0% r/r) niż ma to miejsce w przypadku eksportu (1,2% r/r).

- Ostatnie wzrosty cen ropy naftowej (notowania Brent przebiły 90 USD/baryłkę po raz pierwszy od października ubiegłego roku) mogą wpływać na dalsze pogorszenie tzw. *terms-of-trade* pokazujących relację cen dóbr importowanych i eksportowanych. Zakładamy, że w najbliższych miesiącach dojdzie do dalszego spadku nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, która w 12-miesięcznym skumulowanym ujęciu wynosi obecnie 1,4% PKB.

## Kalendarz ekonomiczny

| Godz.<br>Publikacji | Kraj | Informacja                             | Jednostka | Okres | Prognoza<br>Citi | Konsensus<br>rynkowy | Poprzednia<br>wartość |
|---------------------|------|----------------------------------------|-----------|-------|------------------|----------------------|-----------------------|
| 10 kwi ŚRODA        |      |                                        |           |       |                  |                      |                       |
| 9:00                | CZ   | Inflacja CPI                           | % r/r     | III   | 1,7              | 1,9                  | 2,0                   |
| 14:30               | USA  | Inflacja CPI                           | % m/m     | III   | 0,4              | 0,4                  | 0,4                   |
| 14:30               | USA  | Inflacja bazowa                        | % m/m     | III   | 0,3              | 0,3                  | 0,4                   |
| 11 kwi CZWARTEK     |      |                                        |           |       |                  |                      |                       |
| 3:30                | CN   | Inflacja PPI                           | % r/r     | III   | -2,8             | -2,8                 | -2,7                  |
| 3:30                | CN   | Inflacja CPI                           | % r/r     | III   | 0,5              | 0,4                  | 0,7                   |
| 8:30                | HU   | Inflacja CPI                           | % r/r     | III   | 3,7              | --                   | 3,7                   |
| 14:15               | EUR  | Decyzja EBC (stopa depozytowa)         | %         | IV    | 4,00             | 4,00                 | 4,00                  |
| 14:30               | USA  | Liczba nowych bezrobotnych             | tys.      | tyg.  | 225              | 215                  | 221                   |
| 12 kwi PIĄTEK       |      |                                        |           |       |                  |                      |                       |
| 8:00                | DE   | Inflacja CPI - odczyt finalny          | % r/r     | III   | 2,2              | 2,2                  | 2,5                   |
| 14:00               | PL   | Rachunek bieżący                       | mld EUR   | II    | 0,860            | --                   | 1,179                 |
| 16:00               | USA  | Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny | pkt       | IV    | 78,4             | 78,7                 | 79,4                  |

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

|                                           | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023P  | 2024P  | 2025P  |
|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                   | 590    | 596    | 600    | 682    | 690    | 811    | 891    | 976    |
| Nominalny PKB (mld PLN)                   | 2,127  | 2,288  | 2,338  | 2,631  | 3,067  | 3,396  | 3,627  | 3,914  |
| PKB per capita (USD)                      | 15,348 | 15,528 | 15,761 | 17,990 | 18,266 | 21,560 | 23,752 | 26,086 |
| Populacja (mln)                           | 38,4   | 38,4   | 38,1   | 37,9   | 37,8   | 37,6   | 37,5   | 37,4   |
| Stopa bezrobocia (%)                      | 5,8    | 5,2    | 6,8    | 5,8    | 5,2    | 5,1    | 5,0    | 5,0    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                 | 5,9    | 4,4    | -2,0   | 6,9    | 5,3    | 0,2    | 3,2    | 3,9    |
| Inwestycje (% r/r)                        | 12,6   | 6,2    | -2,3   | 1,2    | 4,9    | 8,4    | 2,1    | 6,0    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                   | 4,4    | 4,1    | -1,5   | 5,8    | 4,1    | -0,1   | 3,9    | 3,6    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)           | 4,4    | 3,5    | -3,6   | 6,2    | 5,2    | -1,0   | 4,1    | 3,8    |
| Eksport (% r/r)                           | 6,8    | 5,3    | -1,1   | 12,3   | 6,7    | -1,9   | 8,3    | 5,1    |
| Import (% r/r)                            | 7,5    | 3,2    | -2,4   | 16,1   | 6,8    | -8,3   | 9,5    | 5,9    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                      | 1,1    | 3,4    | 2,4    | 8,6    | 16,6   | 6,2    | 4,3    | 3,7    |
| Inflacja CPI (% średnia)                  | 1,6    | 2,3    | 3,4    | 5,1    | 14,3   | 11,5   | 3,5    | 4,3    |
| Płace nominalne (% r/r)                   | 7,1    | 6,5    | 4,7    | 8,8    | 13,0   | 11,9   | 10,5   | 6,2    |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)    | 7,4    | 4,7    | 4,7    | 5,3    | 1,2    | -0,3   | 4,0    | 7,0    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)  | 1,50   | 1,50   | 0,10   | 1,75   | 6,75   | 5,75   | 5,75   | 4,00   |
| WIBOR3M (% koniec okresu)                 | 1,72   | 1,71   | 0,21   | 2,51   | 7,02   | 5,88   | 5,63   | 4,13   |
| Rentowność obligacji 10-letnich           | 2,81   | 2,07   | 1,25   | 3,71   | 6,88   | 5,25   | 5,00   | 4,90   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                   | 3,76   | 3,79   | 3,77   | 4,04   | 4,38   | 3,92   | 4,25   | 3,79   |
| USD/PLN (Średnia)                         | 3,61   | 3,84   | 3,89   | 3,86   | 4,45   | 4,19   | 4,07   | 4,01   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                   | 4,30   | 4,26   | 4,61   | 4,60   | 4,69   | 4,35   | 4,35   | 4,43   |
| EUR/PLN (Średnia)                         | 4,26   | 4,30   | 4,44   | 4,57   | 4,69   | 4,54   | 4,34   | 4,39   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>         |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                          | -11,4  | -1,4   | 14,6   | -8,8   | -16,6  | 12,6   | -3,7   | -8,0   |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)           | -1,9   | -0,2   | 2,4    | -1,3   | -2,4   | 1,5    | -0,4   | -0,8   |
| Saldo handlu zagranicznego                | -6,1   | -4,9   | 7,9    | -9,1   | -25,6  | 9,5    | -2,3   | -4,5   |
| Eksport                                   | 254,0  | 246,6  | 251,3  | 311,7  | 339,5  | 361,6  | 373,6  | 415,0  |
| Import                                    | 260,1  | 251,5  | 243,4  | 320,7  | 365,1  | 352,1  | 375,8  | 419,5  |
| Saldo usług                               | 25,9   | 26,9   | 26,2   | 31,7   | 38,5   | 40,9   | 40,7   | 43,6   |
| Saldo dochodów                            | -22,6  | -24,9  | -22,8  | -30,9  | -27,2  | -34,7  | -38,5  | -42,8  |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -0,2   | -0,7   | -6,9   | -1,8   | -3,7   | -5,6   | -5,6   | -4,5   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | 1,2    | 0,6    | -5,6   | -0,7   | -2,1   | -3,7   | -3,3   | -1,7   |
| Dług publiczny (polska metodologia)       | 46,3   | 43,3   | 47,6   | 43,7   | 39,4   | 40,0   | 42,8   | 43,3   |

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

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Zuzanna Mroczka

Stażystka

[zuzanna.mroczka@citi.com](mailto:zuzanna.mroczka@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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.