

Komentarz Specjalny

Twarde lądowanie?

- Wzrosty płac z ostatnich miesięcy w coraz mniejszym stopniu wydają się przejściowe, a w coraz większym stopniu mogą być oznaką spirali płacowo-cenowej.
- Nasze szacunki sugerują, że zmiany inflacji mają w ostatnich miesiącach silniejszy wpływ na płace niż to miało miejsce w przeszłości. Co więcej, ponad połowa sekcji w sektorze przedsiębiorstw odnotowała dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń, a zmiany produktywności nie wyjaśniają skali tych podwyżek.
- To, czy spirala cenowo-płacowa rzeczywiście się rozkręca nie jest w pełni jasne, ale w świetle dostępnych danych jest to najlogiczniejsze wyjaśnienie. Ciężar dowodu jest raczej po stronie osób, które obecne podwyżki uważają za przejściowe.
- Naszym zdaniem można spodziewać się kolejnych podwyżek stóp procentowych, przynajmniej do połowy br. Co RPP zrobi później będzie zapewne uzależnione od trendów na rynku pracy oraz determinacji do sprowadzenia inflacji do celu.
- Twarde lądowanie polskiej gospodarki stało się już podstawowym scenariuszem. Oczywiście możliwe są też inne, łagodniejsze scenariusze, w których wzrost gospodarczy pozostałby silny, a inflacja samoistnie spadłaby do celu. Niemniej tak jak nadzieja nie jest dobrą strategią inwestycyjną, nie jest ona również najlepszą strategią polityki pieniężnej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

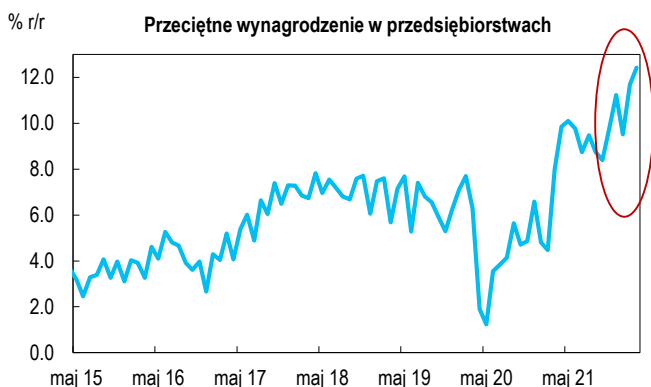
Twarde lądowanie?

Obecnie jakiegokolwiek rozważania na temat przyszłych zmian stóp procentowych sprowadzają się do pytania: „Czy wynagrodzenia nadążą za inflacją?”. W zależności od tego jakiej udzieli się odpowiedzi, zachowanie banku centralnego może być bardzo różne.

Z jednej strony, jeśli nominalne płace nie będą nadążać za inflacją, spadek realnych dochodów zmniejszy wydatki konsumentów, prowadząc do słabszego wzrostu gospodarczego i ostatecznie również do niższej inflacji. W takim scenariuszu NBP mógłby już teraz powoli kończyć swój cykl podwyżek stóp procentowych.

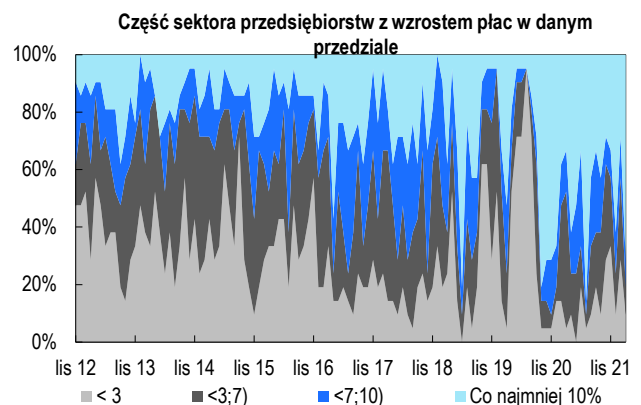
Jeśli jednak wzrost płac dotrzymuje kroku inflacji, rosące dochody będą w pełni kompensować wzrosty cen, podtrzymując konsumpcję na wysokim poziomie. W takim przypadku perspektywa spirali płacowo-cenowej wymagałaby ze strony RPP znacznie większych podwyżek stóp. Choćby z tego względu kwestia płac ma dla banku centralnego kluczowe znaczenie.

Wykres 1. W ostatnich miesiącach wynagrodzenia ponownie wyraźnie przyspieszyły



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 2. Co więcej, coraz większa część sektora przedsiębiorstw notuje dynamiczne wzrosty płac



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

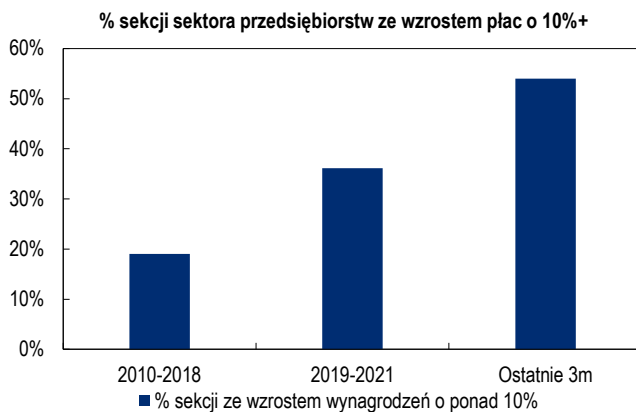
Silna presja płacowa w Polsce utrzymuje się od dawna i nie stanowi dla nikogo novum. Na przykład w ciągu ostatnich czterech lat skumulowany wzrost przeciętnego wynagrodzenia wyniósł 30%, odzwierciedlając historycznie niski poziom bezrobocia.

Nowością w obecnej sytuacji jest jednak to, że: a) płace odnotowały kolejne przyspieszenie w ostatnich miesiącach; oraz 2) podwyżki obejmują rosnącą liczbę sektorów (Wykres 2). O ile w latach 2010-2018 niespełna jedna piąta sektora przedsiębiorstw odnotowywała dwucyfrowe wzrosty płac, to w ostatnich miesiącach wskaźnik ten przekroczył już 50%.

Ostatnie przyspieszenie płac można przynajmniej częściowo wiązać z szokiem inflacyjnym. W marcu wzrost cen osiągnął 11%, a gdyby nie tarcza inflacyjna, CPI byłby wyższy o dodatkowe trzy punkty procentowe. Po prawie dwóch dekadach niskiej lub bardzo niskiej inflacji wzrost cen o ponad 10% może być szokiem dla gospodarstw domowych. Konsumenci ponownie uczą się, że kwestia zmieniających się cen musi być uwzględniana w każdej

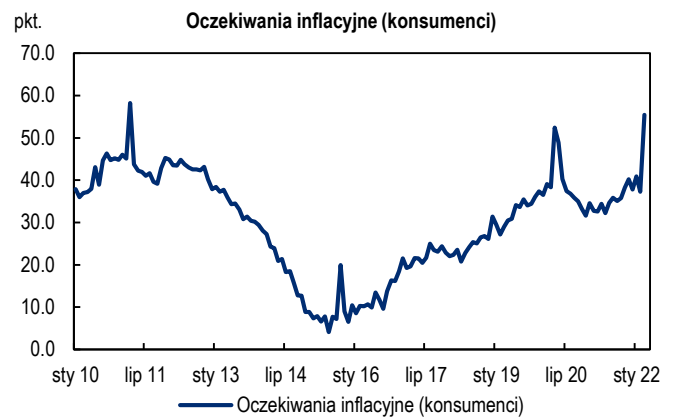
decyzji finansowej lub konsumpcyjnej. W przeciwnym razie realna wartość aktywów lub dochodów może ulec erozji w szybkim tempie. Badania koniunktury GUS wskazują na znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w ciągu ostatnich miesięcy (Wykres 4). W obliczu szybko rosnących oczekiwań inflacyjnych fakt, że gospodarstwa domowe domagają się wyższych wynagrodzeń nie powinien zaskakiwać. Kluczowe jest jednak to, czy przełożenie się rosnących cen na płace jest obecnie wystarczająco silne.

Wykres 3. W ostatnich trzech miesiącach ponad połowa sekcji w sektorze przedsiębiorstw notowała dwucyfrowe wzrosty wynagrodzeń



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Wykres 4. Szok cenowy doprowadził do znacznego wzrostu oczekiwań inflacyjnych

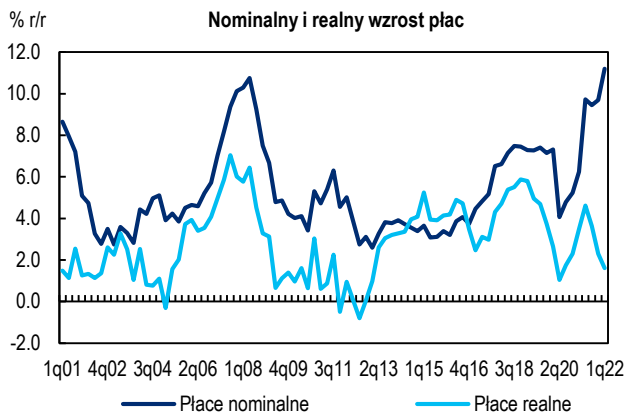


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Dobra informacja jest taka, że dotychczas inflacja nie przełożyła się w pełni na żądania płacowe. Jak pokazuje wykres 5, realny wzrost wynagrodzeń spowolnił w ostatnich kwartałach, ponieważ przyspieszenie płac nominalnych było mniejsze niż przyspieszenie cen. Na pierwszy rzut oka sugeruje to, że wzrost inflacji nie doprowadził do efektów drugiej rundy i można traktować go jako efekt zwykłego szoku podażowego (tj. nie potrzeba zbyt ostrego zaostrzenia polityki pieniężnej). Jednak przyglądając się tym danym bliżej, obraz zaczyna wyglądać nieco inaczej.

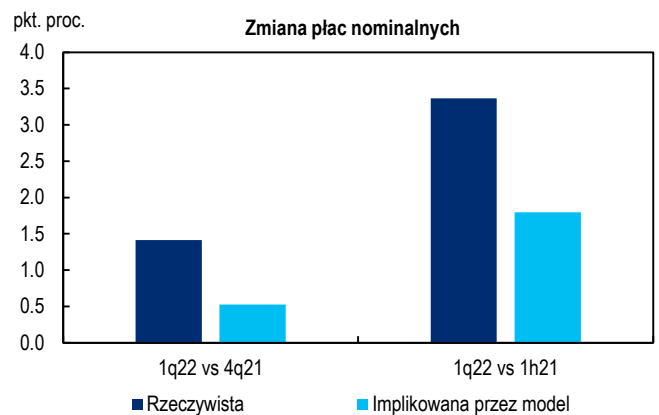
Wpływ inflacji na płace wydaje się bowiem znacznie silniejszy niż w przeszłości. Z naszych szacunków ekonometrycznych wynika, że wzrost CPI o jeden punkt procentowy prowadzi zazwyczaj do wzrostu płac nominalnych o około 0,3 pp (i w konsekwencji obniża dynamikę płac realnych o 0,7 pp). Jednak ta historyczna relacja nie utrzymała się w I kwartale br. Przykładowo, podczas gdy nasz model sugerował, że nominalny wzrost płac w I kwartale powinien być o 1,8 pp wyższy niż w I półroczu 2021, rzeczywisty wzrost wyniósł 3,4 pp (Wykres 6). Oznacza to również, że **spowolnienie wzrostu płac realnych było mniejsze niż można było się spodziewać, dzięki czemu popyt konsumpcyjny miał szansę utrzymać się na wysokim poziomie.**

Wykres 5. Płace realne wyhamowały, co sugeruje, że podwyżki cen nie przełożyły się w pełni na wzrost płac nominalnych...



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. ... jednak skala wpływu cen na wynagrodzenia jest obecnie wyższa niż w przeszłości

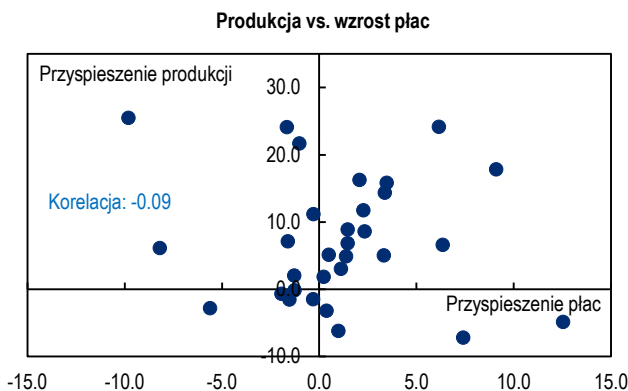


Źródło: Szacunki Citi Handlowy

Oczywiście za wzrost płac mogą potencjalnie odpowiadać inne czynniki niż inflacja. Jednym z potencjalnych wyjaśnień może być to, że pracownicy otrzymują wynagrodzenie za wyższą produktywność. Rzeczywiście miesięczne dane o produkcji przemysłowej i budowlanej sugerują, że aktywność gospodarcza na początku 2022 r. była wyjątkowo silna i zdecydowanie silniejsza niż oczekiwano. Jest więc teoretycznie możliwe, że konieczność pracy w godzinach nadliczbowych znalazła odzwierciedlenie w wysokim wzroście płac.

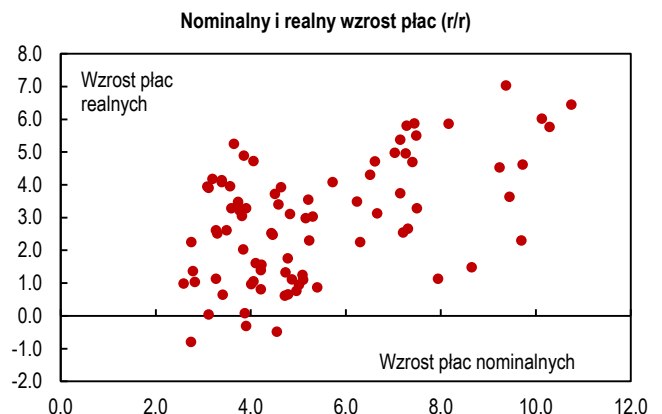
Jednak dostępne dane nie potwierdzają tego poglądu, a przynajmniej nie w przemyśle. Korelacja między produkcją a przyspieszeniem płac w różnych działach przemysłu (od IV kw. 21 do stycznia-luty 2022) była minimalnie ujemna. Nawet po wyeliminowaniu najbardziej „odstających” działów przemysłu korelacja była wciąż poniżej 0,3 i okazała się nieistotna statystycznie. Biorąc to pod uwagę, **trudno uznać wzrost produkcji i wydajności za główną przyczynę wzrostu płac w ostatnich miesiącach** (Wykres 7).

Wykres 7. Spoglądając na poszczególne działy przemysłu trudno o dowody świadczące o tym, że wzrost płac był związany z rosnącą wydajnością pracy



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 8. Relacja między dynamiką płac realnych i nominalnych jest zbliżona do liniowej – nie widać poziomu wzrostu płac nominalnych przy którym płace realne „automatycznie” hamowałyby



Źródło: GUS

Dane za pierwsze trzy miesiące roku to oczywiście za mało aby pozwolić na wyciąganie daleko idących wniosków. Jednak liczba argumentów mogących wskazywać na narastanie presji płacowej jest zbyt duża aby je ignorować. W dużym skrócie mamy do czynienia z: historycznie niskim bezrobociem, około 8% wzrostem gospodarczym (w I kw.), zaskakująco silnym wzrostem płac nominalnych (i zaskakująco słabym spowolnieniem płac realnych), brakiem statystycznego związku między wydajnością w przemyśle a skalą przyspieszenia płac. W takiej sytuacji teza o pojawianiu się oznak presji płacowej jest pierwszym logicznym wyjaśnieniem. Wyjaśnienie to może być błędne, ale ciężar dowodu przenosi się na tych, którzy traktują ryzyko płacowe jako niewielkie.

Więcej podwyżek w przyszłości

Bardziej jednoznaczna ocena tego, czy mamy do czynienia ze spiralą płacową będzie możliwa dopiero za dwa-trzy miesiące, gdy poznamy dane o wynagrodzeniach za II kwartał. Do czasu rozstrzygnięcia tej kwestii NBP zapewne będzie kontynuował cykl zacieśnienia monetarnego, bo każda inna alternatywa wydaje się ryzykowna.

Jak pokazuje wykres 8, w przeszłości zależność między dynamiką płac nominalnych i realnych była w przybliżeniu liniowa. Innymi słowy, nie ma określonego poziomu wzrostu płac nominalnych, powyżej którego realne płace w Polsce miałyby tendencję do spowolnienia (w USA ta zależność wydaje się nieliniowa – por. wykres 5 [tutaj](#)). Dlatego RPP nie ma co liczyć, że pozostawienie spraw samym sobie i odłożenie zacieśnienia polityki rozwiąże jakkolwiek problem. Wydaje się, że jedynym skutecznym sposobem obniżenia inflacji jest obniżenie wzrostu PKB (i co za tym idzie, również zwiększenie stopy bezrobocia).

Plan minimum wydaje się zakładać, że RPP powinna kontynuować podwyżki stóp co najmniej do lipca, a więc do czasu kiedy pojawi się więcej danych o wzroście płac i aktywności w II kwartale oraz gdy opublikowana zostanie nowa projekcja NBP. Wówczas będzie można lepiej ocenić na ile gospodarka rzeczywiście zaczyna wyhamowywać.

Biorąc pod uwagę ostatnie miesięczne dane o produkcji i inflacji, można przypuszczać, że dodatkowe podwyżki będą dokonywane stosunkowo dużymi krokami, po 50-100 pb każdego miesiąca. Oznacza to, że do lipca kluczowa stopa procentowa może wynieść 6,0-7,5%, w zależności od serii napływających danych (nasz scenariusz bazowy to 6,25%, ale z oczywistych względów widzimy ryzyko „przechylone” w górę).

Lądowanie może być twarde

Podwyżki stóp do lipca wydają się nam bardzo prawdopodobne. To, co wydarzy się po III kwartale, będzie już zależeć od aktywności gospodarczej, trendów na rynku pracy oraz determinacji władz monetarnych do sprowadzenia inflacji do celu. Uważamy jednak, że trudno będzie uniknąć gwałtownego spowolnienia w którejś z poniższych postaci:

- 1) **„Miękkie” twarde lądowanie.** Jeśli obecny wzrost płac okaże się przejściowy, a aktywność gospodarcza zacznie wyraźniej zwalniać w II kw. 2022, Rada Polityki Pieniężnej może zakończyć cykl podwyżek do lipca. Jak argumentowaliśmy powyżej, do tego czasu stopa bazowa prawdopodobnie i tak osiągnęłaby co najmniej 6%, a skumulowany

wzrost w tej skali (+600 punktów bazowych) może obniżyć konsumpcję prywatną o prawie 2%. Sam ten fakt powinien wystarczyć, aby w kolejnych kwartałach wywołać gwałtowne spowolnienie, a nawet recesję, co ostatecznie pomogłoby obniżyć inflację. Niemniej ten scenariusz uznajemy za relatywnie łagodny - recesja zapewne byłaby krótkotrwała, a wzrost PKB w 2023 r. mógłby wciąż wynieść około 2,5%.

2) **Twarde lądowanie.** Jeśli obecna presja płacowa nie okaże się przejściowa i nie zacznie wkrótce słabnąć, RPP prawdopodobnie będzie musiała kontynuować zacieśnianie polityki pieniężnej również po III kwartale. Choć tempo podwyżek stóp w drugiej połowie roku prawdopodobnie byłoby wolniejsze niż notowane dotychczas, cykl potrwałby dłużej, pchając docelową stopę powyżej 8%. Rząd mógłby poluzować politykę fiskalną, by wspierać gospodarstwa domowe, ale tak długo, jak RPP będzie zdeterminowana do sprowadzenia CPI z powrotem do celu, taka decyzja doprowadziłaby tylko do jeszcze większych podwyżek stóp. W takim przypadku ekonomiczne „lądowanie” nastąpiłoby z wyższego poziomu i byłoby trudniejsze. W porównaniu z pierwszym scenariuszem, utrata produkcji potrzebna do sprowadzenia inflacji do celu byłaby większa, co mogłoby mieć bardziej widoczny wpływ na tendencje w zakresie deficytu fiskalnego i długu publicznego. Naszym zdaniem, w scenariuszu twardego lądowania wzrost PKB może spaść do 1-2% w 2023 r. z około 4,5% w 2022 r.

3) **Prokrastynacja, a następnie *crash landing*.** Powyższe scenariusze zakładają, że bank centralny pozostanie zdeterminowany aby sprowadzić inflację do celu. Nie jest to jednak przesądzone. Na przykład reakcja polityki pieniężnej może być opóźniona lub może być niewystarczająca, aby zrównoważyć wpływ luzowania fiskalnego. Alternatywnie, w związku z ogłoszonym przez rząd wsparciem dla kredytobiorców (wakacje kredytowe, zamiana WIBOR na inną stawkę) Rada mogłaby powstrzymać się od zdecydowanego zacieśnienia. Gdyby do tego doszło popyt krajowy byłby dłużej utrzymywany na nadmiernie wysokim poziomie, a przegrzanie gospodarki prowadziłoby do większej inflacji i wzrostu płac.

Utrzymywanie wzrostu w najbliższych kwartałach na nadmiernie wysokim poziomie miałyby cenę w postaci późniejszego bardzo twardego lądowania. Przy znacznie szybszym wdrożeniu cen i płac, gospodarka stopniowo traciłaby konkurencyjność, a deficyt na rachunku obrotów bieżących mógłby wzrosnąć znacznie bardziej niż się obecnie zakłada. Konsekwencją tego byłby wzrost premii za ryzyko i presja na osłabienie złotego. Chociaż realizacja tego scenariusza mogłaby przebiegać różnymi ścieżkami, jego główną konsekwencją byłby znaczny wzrost nierównowagi makroekonomicznej, który potencjalnie mógłby trwać co najmniej do II połowy 2023 r. Po długim okresie przegrzania nastąpiłaby wtedy gwałtowna korekta w dół w wyniku późnego zacieśnienia fiskalnego i monetarnego.

Nasze dotychczasowe prognozy były najbliższe pierwszemu scenariuszowi, zakładającemu najłagodniejszą formę twardego lądowania. Niemniej rozbieżność polityki monetarnej i fiskalnej, zmiany osłabiające działanie kanału stóp procentowych (wakacje kredytowe i rezygnacja z WIBOR) oraz

coraz silniejsza presja płacowa mogą oznaczać, że nasze oczekiwania były zbyt optymistyczne. W porównaniu z sytuacją sprzed kilku miesięcy ryzyko scenariusza 2 lub nawet 3 wyraźnie wzrosło.

Oczywiście możliwe są też inne, łagodniejsze scenariusze, w których wzrost gospodarczy pozostałby silny, a inflacja samoistnie spadłaby. Na przykład znaczny spadek cen surowców lub importowanej inflacji mógłby zmniejszyć presję cenową i dać RPP większą elastyczność. Niemniej tak jak nadzieja nie jest dobrą strategią inwestycyjną, nie jest ona również najlepszą strategią polityki pieniężnej.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

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 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.