

CitiWeekly

Strategia gradientu inflacyjnego

- Tym razem RPP nie zaskoczyła. Podczas ubiegłotygodniowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 6,75%. Decyzja ta była powszechnie oczekiwana i nie wywołała reakcji rynkowej. Również oficjalny komunikat RPP nie wzbudził żadnych emocji, gdyż powtórzył on kluczowe argumenty sprzed miesiąca.
- Według słów prezesa Glapińskiego, RPP nie zakończyła jeszcze formalnie cyklu podwyżek, ale w jej ocenie obecny poziom stóp procentowych można uznać za optymalny. Według szefa NBP okazją do formalnego zakończenia cyklu może być marcowe posiedzenie, o ile publikowana wówczas projekcja inflacyjna potwierdzi trend spadkowy inflacji.
- Jeżeli mielibyśmy wskazać potencjalnie najważniejszy moment konferencji prasowej NBP, byłby to moment, gdy szef banku centralnego stwierdził: „*chcemy mieć po I kwartale tę pewność, (...) że inflacja maleje, a jaka (...) będzie liczba, to wtórną sprawą*”. Traktujemy to jako potwierdzenie naszych przypuszczeń sprzed miesiąca - pomimo braku formalnych zmian w strategii polityki pieniężnej, w praktyce RPP bardzo istotnie zmieniła sposób swojego działania. Zamiast prób osiągnięcia celu inflacyjnego w horyzoncie polityki pieniężnej, nowym (krótkoterminowym) celem RPP jest wprowadzenie inflacji na ścieżkę spadkową.
- Takie zastąpienie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego „strategią gradientu inflacyjnego” ma daleko idące konsekwencje. Przede wszystkim, przy zmienionej strategii łatwo będzie utrzymywać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Nawet jeżeli stycziowa inflacja mocno zaskoczy w górę i przekroczy dotychczasowe oczekiwania, podniesie to tylko szczyt inflacji, ale niekoniecznie zmieni kształt prognozowanej ścieżki CPI. Ta ostatnia pozostaje bowiem pod silnym wpływem efektów bazy, które niemal gwarantują, że wskaźnik inflacji pod koniec roku będzie znacznie niższy niż w I kwartale 2023 r.
- W praktyce oznacza to, że do ponownego rozpoczęcia cyklu podwyżek potrzeba byłoby wyjątkowych wydarzeń, które nie tylko zmieniają średni poziom inflacji w 2023 lub 2024 roku, ale też zmieniają nachylenie prognozowanej ścieżki CPI ze spadkowej na wzrostową. Biorąc to pod uwagę dotychczasowy cykl podwyżek stóp procentowych można uznać za praktycznie zakończony, a najbliższe miesiące zapewne miną pod znakiem stabilizacji stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

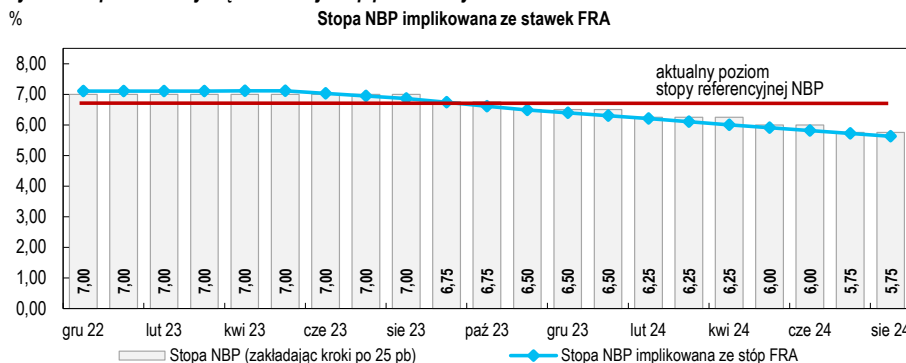
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Maciej Bącal**Tabela 1. Prognozy rynkowe.**

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
I KW 23	4,81	4,63	5,40	1,04	6,75	2,35	4,33
I KW 24	4,75	4,20	5,34	1,13	6,25	2,60	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 28.11. Pozostałe prognozy z 30.11.2022 r.

Wykres 1. Spodziewamy się stabilizacji stóp procentowych do końca 2023 r.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Spis treści

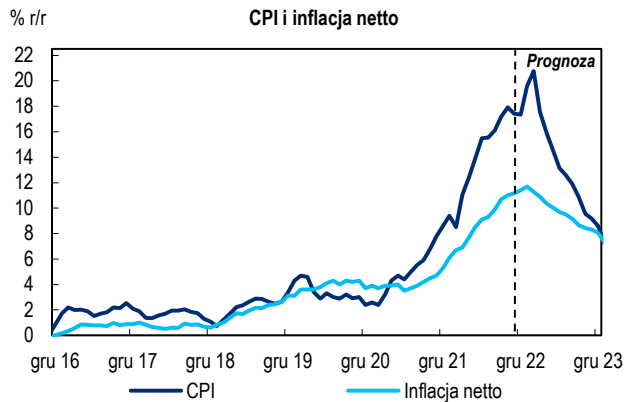
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Brak oznak spowolnienia inflacji bazowej

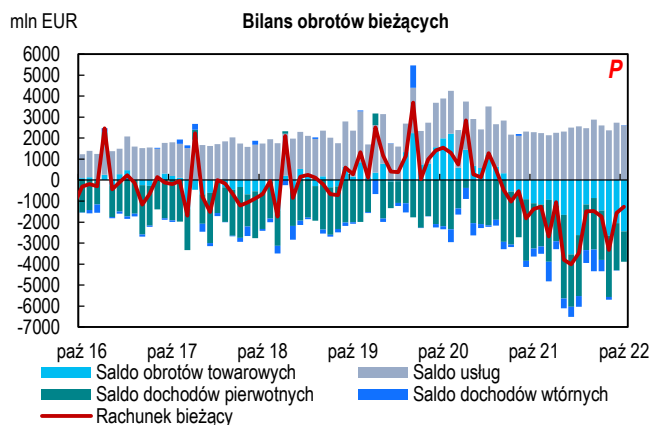


Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

■ W najbliższy piątek NBP opublikuje finalny odczyt inflacji bazowej za listopad. Mimo spadku w ostatnim miesiącu wskaźnika cen konsumpcyjnych CPI, spodziewamy się, że ceny bazowe ponownie przyspieszyły do 11,2% r/r w porównaniu do 11% r/r w październiku.

■ Zakładamy, że dynamika cen bazowych zacznie obniżać się nie wcześniej niż w pierwszym kwartale 2023, a jej tempo spadku będzie znacznie wolniejsze od wskaźnika CPI, co ma związek z efektami drugiej rundy i zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych na dwucyfrowym poziomie. Prognozy inflacji bazowej na kolejny rok obciążone są jednak sporym ryzykiem związanym z przeniesieniem cen energii na dobra finalne, a także znaczącą podwyżką płacy minimalnej, która może okazać się kolejnym impulsem dla wzrostu cen.

Wykres 3. Spodziewane niewielkie obniżenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących



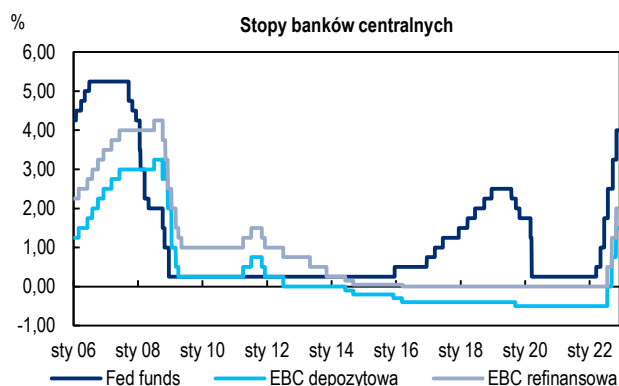
Źródło: NBP, Citi Handlowy

■ W tym tygodniu NBP opublikuje też dane o bilansie płatniczym za październik. Oczekujemy nieznacznego spadku deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1,28 mld € z 1,57 mld € miesiąc wcześniej.

■ Spodziewamy się też nieznacznego wzrostu deficytu towarowego. Nasze szacunki wskazują na wyhamowanie dynamiki eksportu w październiku do 18% r/r z 25,1% r/r oraz spowolnienie dynamiki importu do 20% r/r z 28,93% r/r we wrześniu. Ograniczeniu poszerzania się deficytu na rachunku obrotów bieżących w październiku powinien też sprzyjać mniejszy odpływ z salda dochodów pierwotnych.

■ Według naszych szacunków skumulowane saldo obrotów bieżących za 12M wzrosło w październiku do 3,9% PKB wobec 3,7% PKB we wrześniu, a na koniec roku może przekroczyć 4% PKB.

Wykres 4. Fed najprawdopodobniej spowolni tempo podwyżek stóp procentowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

■ W tym tygodniu zdecydowanie najważniejszym wydarzeniem dla rynków finansowych będzie posiedzenie banku centralnego USA. Ostatnie wypowiedzi J. Powella oraz pozostałych przedstawicieli Fedu wskazują, że tempo podwyżek stóp procentowych wyhamuje do 50 pb. Ekonomści Citi zakładają, że docelowa stopa procentowa Fed może ukształtować się na poziomie 5,50%.

■ Posiedzenie Fed poprzedzi wtorkowy odczyt inflacji CPI w USA za listopad. Konsensus zakłada dalszy spadek dynamiki cen do 7,3% r/r z 7,7% r/r w październiku.

■ Na podwyżkę o 50 bp najprawdopodobniej zdecyduje się również w tym tygodniu EBC.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 gru PONIEDZIAŁEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XI	16,3	15,6	15,1
13 gru WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XII	-29	-27	-36,7
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	XI	7,2	7,3	7,7
14 gru ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	--	-1	0,9
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	X	-1,275	-920	-1,561
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	XII	4,5	4,5	4
15 gru CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja EBC	%	XII	2,5	2,5	2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	230	230
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	-0,2	-0,1	1,3
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII	--	-10	-19,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	-0,1	0,1	-0,1
16 gru PIĄTEK							
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	XII	47,1	47,1	46,4
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt	XII	48,5	48,5	48,6
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	XI	10	10	10,6
14:00	PL	Inflacja netto	%r/r	XI	11,2	--	11
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	XII	48,1	47,9	47,7
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	XII	46,8	46,5	46,2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	2,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	0,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	3,5
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,8
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,42
Rentowność obligacji 10-letnich*	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-31,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy, *prognozy z dnia 15.11.22 r.

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.