

CitiWeekly

Wielkie hamowanie trwa

■ Szczegółowe dane o PKB nie przyniosły zaskoczenia. Potwierdziły one obraz, który jasno rysował się już po styczniowej publikacji danych całorocznych. Jest to obraz rozczarowująco słabej konsumpcji, zaskakująco odpornych inwestycji oraz – niestety – bardzo silnego przyrostu zapasów.

■ Co prawda gospodarka wzrosła o 2% w IV kwartale (o tym wiedzieliśmy już wcześniej), jednak od szczytu odnotowanego na początku 2022 r. PKB obniżył się łącznie o 3,7%. Spadek płac realnych, ostre hamowanie akcji kredytowej, słabe nastroje oraz wygaśnięcie fali imigracyjnej łącznie zaciążyły na wydatkach gospodarstw domowych. Konsumpcja spadła o 1,5% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, co w przypadku tej kategorii jest (poza okresem lockdownów) bezprecedensowym wynikiem. Nasze prognozy sugerują, że te spadki mogą się jeszcze pogłębić na początku 2023 roku.

■ Niespotykanie słabej konsumpcji towarzyszyły zaskakująco odporne inwestycje. Według GUS w IV kwartale nakłady na środki trwałe wzrosły o 4,9% r/r oraz o 1,3% kw/kw. Tak silne wzrosty w warunkach szoku energetycznego oraz słabnącego popytu trudno wyjaśnić inaczej niż zwiększonymi wydatkami na sprzęt wojskowy. Biorąc to pod uwagę, obecna siła inwestycji niekoniecznie zapowiada szybkie wzrosty w I kwartale. Jediną nadzieją na podtrzymanie inwestycji jest fakt, że w ostatnich latach Polska była w stanie systematycznie przyciągać duże napływy FDI.

■ Patrząc na poszczególne kategorie, wysoki wkład do wzrostu gospodarczego miały zmiany zapasów - w IV kwartale dodały one do rocznej dynamiki PKB ponad jeden punkt procentowy. Ponieważ odbudowa zapasów jest procesem cyklicznym, duże znaczenie tego komponentu w IV kwartale może oznaczać dalsze hamowanie PKB w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę, że zapasy dodawały do dynamiki PKB ponad punkt procentowy przez siedem ostatnich kwartałów, wyciąganie daleko idących wniosków może nie być wskazane.

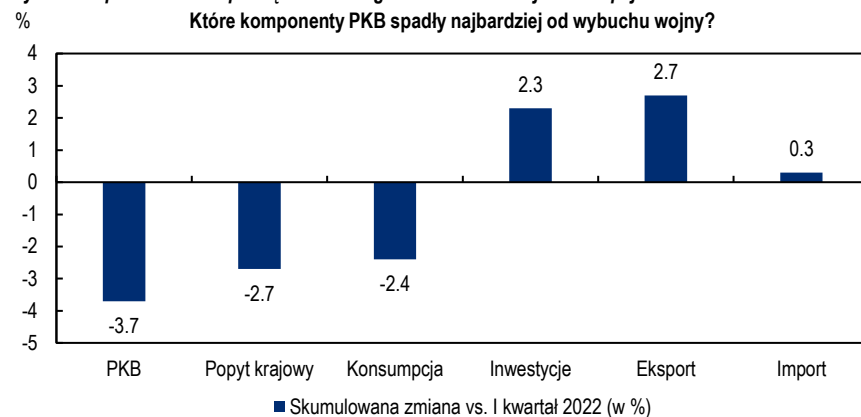
■ W sumie dane o wzroście gospodarczym wydają się przemawiać za spadkiem presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach. Na razie jednak zmiany inflacji bazowej nie wskazują bynajmniej, że ten scenariusz zaczął się realizować. Zarówno struktura, jak i sama dynamika PKB sugeruje również, że ryzyko dla naszej tegorocznej prognozy PKB na poziomie 1% jest przechylone zdecydowanie w dół.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,76	4,25	5,23	1,12	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 15.02.2023 r. Pozostałe prognozy z 22.02.2023 r.

Wykres 1. Spadek PKB od początku roku to głównie efekt słabej konsumpcji



Źródło: GUS, Szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

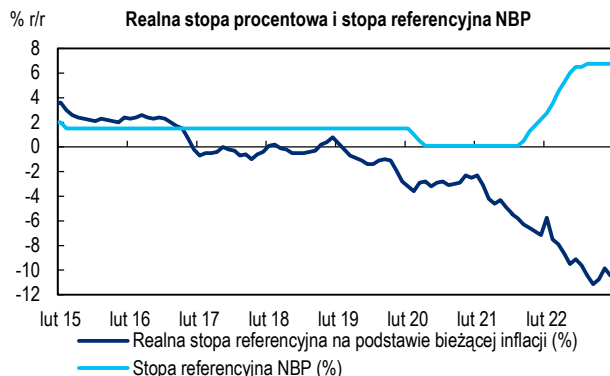
maciej.bacal@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. W oczekiwaniu na RPP i marcową projekcję inflacji NBP

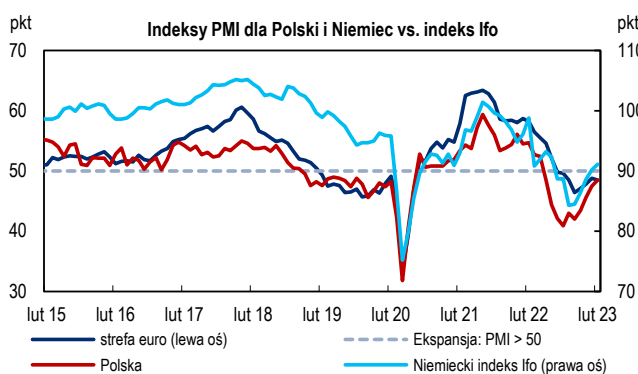


■ W Polsce najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi członków RPP oraz prezesa NBP wskazują, że intencją Rady jest utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie (6,75%) oraz kontynuacja strategii „wait-and-see”.

■ Uważamy, że publikacja lutowych danych, wskazujących na słabszą aktywność konsumentów nie powinna mieć dużego wpływu decyzję RPP. Większe znaczenie powinna mieć za to publikacja marcowej projekcji inflacji, która z dużym prawdopodobieństwem wskaże, że w kolejnych kwartałach inflacja bazowa będzie utrzymywać się na podwyższonym poziomie, a to z kolei – naszym zdaniem – wyklucza scenariusz obniżek stóp procentowych w tym roku.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. PMI w polskim przemyśle w górę



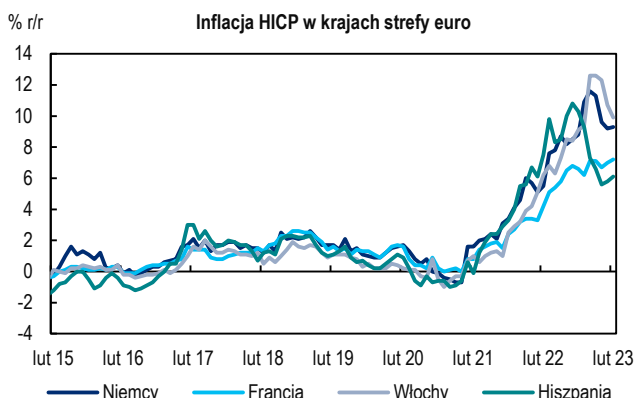
■ Wskaźnik PMI dla przemysłu wzrósł w lutym do 48,5 pkt z 47,5 w styczniu. Indeks zanotował czwarty z rzędu wzrost i osiągnął najwyższy poziom od czerwca ubiegłego roku.

■ Kolejna poprawa wskaźnika PMI odzwierciedlała coraz wolniejszą skalę spadków produkcji i nowych zamówień. W ostatnim miesiącu ograniczeniu ulegała również presja cenowa, gdyż wzrost cen środków produkcji był najniższy od lipca 2020 r. W przypadku wyrobów gotowych słabszy popyt wpływał na możliwość dyktowania cen przez firmy.

■ W strefie euro ostateczny odczyt potwierdził nieznaczny spadek wskaźnika PMI dla przemysłu do 48,5 pkt (z 48,8). Zmiana jest wynikiem głównie skrócenia czasu dostaw wraz z poprawą funkcjonowania globalnych łańcuchów dostaw. W szczególności pozytywnie wyróżnia się wzrost wolumenu produkcji po dziewięciu miesiącach spadków.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Inflacja w strefie euro spada wolniej niż oczekiwano



■ Inflacja HICP obniżyła się w lutym do 8,5% r/r z 8,6% w styczniu, jednak spadek był niższy zarówno od konsensusu (8,3%) jak i prognoz Citi (8,4%).

■ W danych uwagę zwraca przede wszystkim wzrost inflacji bazowej do 5,6% r/r (poprzednio: 5,3%). W dalszej części roku zarówno wskaźnik główny jak i bazowy powinny spadać, jednak nasze założenia wskazują, że zejść one odpowiednio w pobliże 3% r/r oraz 4% r/r w Q4.

■ Przy podejmowaniu decyzji na najbliższych spotkaniach EBC prawdopodobnie będzie skoncentrowany na inflacji bazowej. Lutowe dane HICP powinny posłużyć jastrzębiom jako argument za dalszymi podwyżkami stóp procentowych, co zwiększa ryzyko w górę dla naszej docelowej prognozy stopy depozytowej w strefie euro na poziomie 3,50%.

Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
06 mar PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	1.4	0.8	-2.7
07 mar WTOREK							
2:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	II	2.0	1.9	2.1
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	II	-0.4	-1	3.2
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	--	--	5.7
08 mar ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	II	6.75	6.75	6.75
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	1.9	1.5	-3.1
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	25.5	--	25.7
11:00	EUR	Finalny PKB	% kw/kw	4Q	0	0	0.3
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	II	-67.8	-69	-67.4
09 mar CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	188	195	190
10 mar PIĄTEK							
	JP	Decyzja Banku Japonii	%	II	-0.1	-0.1	-0.1
8:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	II	8.7	8.7	8.7
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	16.5	--	17.5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	255	200	517
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	II	3.4	3.4	3.4
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	II	0.4	0.3	0.3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	796	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 370	3 659
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 915	23 667
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	5,9	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	1,0	3,6
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,6	-0,1	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,1	0,2	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-0,6	2,2
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,8	4,6	5,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,8	1,4	5,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,4	5,3
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,8	6,1
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,7	8,3
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	6,25	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,05	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,25	4,01
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	4,74	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,5	-17,2
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	-22,9	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,8	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,6	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,5	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	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,6	-3,5	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	40,8	40,5

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

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.