

CitiWeekly

Do celu wciąż daleko

■ W ciągu czterech miesięcy jakie minęły od publikacji poprzedniej projekcji inflacyjnej stosunkowo niewiele zmieniło się w prognozach banku centralnego. Projekcja, którą poznaliśmy w minionym tygodniu okazała się bardzo zbliżona do listopadowej.

■ Jedyna istotna zmiana dotyczy inflacji w 2023 roku, która została obniżona do 11,9% z 13,1% przed rewizją. Ta obniżka wynika jednak z niższych danych za grudzień i styczeń, które przesunęły punkt startowy w dół. Ponieważ jednak polityka pieniężna nie ma dużego wpływu na inflację w 2023 roku rewizja ta jest zupełnie nieistotna. Z kolei w horyzoncie 1-2 lat, w którym zmiany stóp procentowych mają wpływ na CPI, prognozy pozostały praktycznie bez zmian. Jeżeli chodzi o same wartości przewidywanej inflacji, ścieżka CPI banku centralnego jest zbliżona do naszej prognozy (wykres 1). Inflacja CPI w ostatnim kwartale bieżącego roku ma wynieść około 8%, na koniec 2024 roku 5%, a na koniec 2025 około 3%.

■ Jakie są implikacje? Od listopada horyzont prognozy uległ istotnemu skróceniu, a mimo to NBP wciąż widzi inflację w 2025 r. na poziomie przekraczającym cel inflacyjny. Ponieważ wraz ze skróceniem horyzontu prognozy zwiększa się jej celność, można zaryzykować stwierdzenie, że obecnie NBP z nieco większą pewnością spodziewa się, że inflacja pozostanie powyżej celu. Mimo to RPP zdecydowała się w marcu pozostawić stopy procentowe bez zmian (decyzja bez zaskoczeń), co tylko potwierdza, że poprzeczka dla kolejnych podwyżek jest postawiona wysoko.

■ Do podobnych wniosków skłania wydźwięk konferencji prasowej po posiedzeniu RPP. Choć Rada formalnie nie zakończyła cyklu podwyżek stóp, naszym zdaniem po wysłuchaniu konferencji trudno nie odnieść wrażenia, że Rada (a przynajmniej jej przewodniczący) byłaby usatysfakcjonowana, gdyby inflacja rzeczywiście zachowywała się tak jak przedstawia to projekcja. Fakt, że w horyzoncie 15 miesięcy inflacja (CPI oraz bazowa) jest wciąż na poziomie 6-7% nie niepokoi większości w RPP na tyle, aby uzasadnić dodatkowe podwyżki.

■ Wnioski wydają się jasne – stopy procentowe na razie pozostaną bez zmian. Kolejna zmiana stóp zapewne będzie w kierunku obniżki, a nie podwyżki, choć nie musi ona nastąpić szybko. Pierwszych cięć stóp w Polsce spodziewamy się na początku 2024 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

arkadiusz.trzciol@cit.com

Maciej Bącal

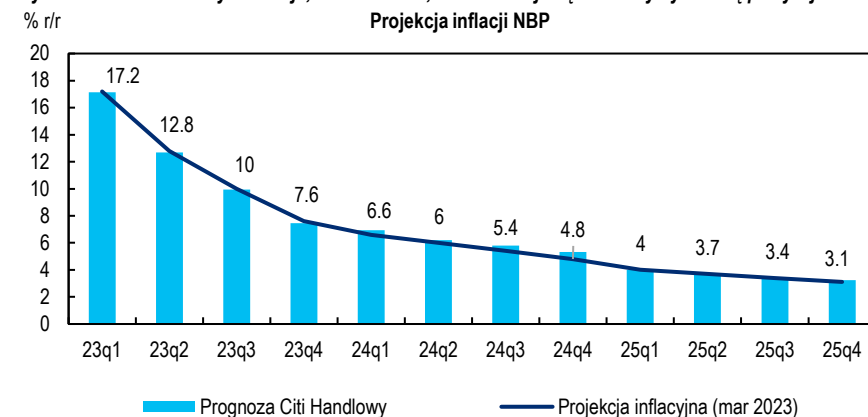
maciej.bacal@citi.com

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. Bank centralny oczekuje, że nawet za 2,5 roku inflacja będzie utrzymywać się powyżej celu



Źródło: Projekcja NBP, prognozy Citi Handlowy.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Amerykański rynek pracy pozostaje mocny

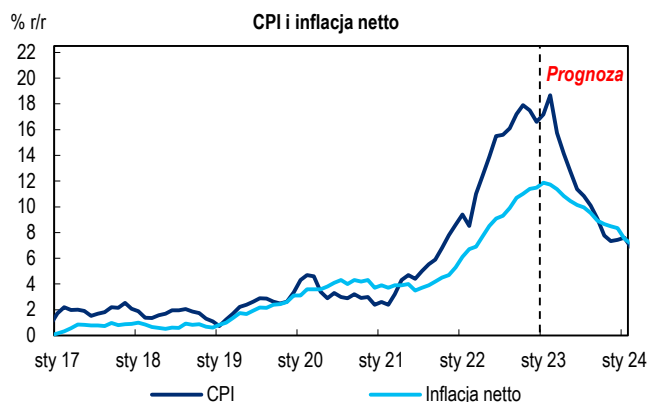


■ Półroczne wystąpienie prezesa Fed J. Powella w amerykańskim Kongresie potwierdziło zaostrzenie retoryki banków centralnych z ostatnich tygodni. Fed rozważa przyspieszenie tempa podwyżek bądź osiągnięcie wyższego docelowego poziomu stóp procentowych. Przed marcowym posiedzeniem rynek wycenia ze strony FOMC podwyżkę o 25pb (jest to jednak mniej niż kilka dni temu, głównie ze względu na zagrożenia dla stabilności finansowej). W najwyższym punkcie cyklu stopa fed funds widziana jest blisko poziomu 5,25%.

■ Istotne dla amerykańskich władz monetarnych pozostają dane z rynku pracy, gdzie zatrudnienie poza rolnictwem po raz jedenasty z rzędu okazało się wyższe od rynkowych prognoz. W lutym liczba miejsc pracy wzrosła o 311 tys. (konsensus 205 tys.). Czynnikiem, który ograniczał wzrost oczekiwań na większą podwyżkę stóp w USA w marcu było spowolnienie dynamiki płacy godzinowej, która wyniosła 0,2% m/m, wobec prognozy Citi wynoszącej 0,4% i konsensusu 0,3%.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. W lutym inflacja prawdopodobnie osiągnie tegoroczny szczyt



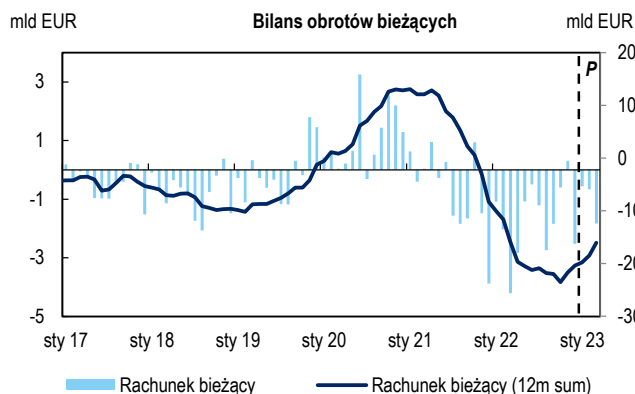
■ Oczekujemy wzrostu inflacji CPI w Polsce w lutym do 18,6% r/r z 17,2% w styczniu. W ujęciu miesięcznym zakładamy, że tempo wzrostu spowolniło do 0,9% z 2,4%.

■ Ryzyko dla naszej prognozy skierowane jest w stronę wyższego odczytu w związku z publikacją nowych wag w koszyku inflacyjnym. Przy okazji publikacji danych za luty GUS dokona również rewizji wstępnego szacunku za styczeń.

■ Uważamy, że wskaźnik CPI osiągnie w lutym maksymalną wartość w tym roku, a na przełomie trzeciego i czwartego kwartału dynamika inflacji będzie jednocyfrowa. Będzie to w dużym stopniu efekt wysokiej bazy z zeszłego roku niż silnej presji dezinflacyjnej. Bardziej niepokojące jest wciąż wysokie momentum inflacji bazowej, która w naszych szacunkach rosła w lutym o 11,6% r/r (wobec 11,9% w styczniu).

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Deficyt na rachunku obrotów bieżących powinien się zawęzić



■ Oczekujemy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących skurczył się w styczniu do 555 mln EUR wobec 2,526 mld EUR w grudniu.

■ W ujęciu skumulowanym za 12-miesięcy deficyt na rachunku C/A powinien ulegać dalszemu ograniczeniu. W przypadku tej miary zanika negatywny efekt szoku energetycznego wynikającego ze wzrostu cen surowców w związku z wybuchem wojny między Rosją a Ukrainą.

■ Niższy deficyt C/A będzie naszym zdaniem wynikał z poprawy salda bilansu handlowego, które, pomimo że powinna pozostać ujemne (-780 mln EUR) to istotnie wzrośnie w relacji do grudnia (-2716 mln EUR). Zakładamy zauważalny wzrost eksportu w styczniu do 27,3 mld EUR (z 26,0 mld) przy niewielkim spadku importu do 28,0 mld EUR (z 28,8 mld).

Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 mar WTOREK							
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	--	--	-7.3
13:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	II	0.4	0.4	0.5
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0.5	0.4	0.4
15 mar ŚRODA							
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	5.2	3.5	-1.8
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	4	2.8	1.3
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	II	18.6	18.6	17.2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	m/m %	I	0.4	0.5	-1.1
13:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	II	0.3	0.3	0.7
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-0.7	-0.3	3
16 mar CZWARTEK							
13:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	I	1420	1346	1339
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	I	1367	1314	1309
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	218	205	211
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	11.6	12	11.5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	I	-555	-750	-2526
14:15	EUR	Decyzja EBC	%	III	3	3	2.5
17 mar PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja CPI	% r/r	II	8.5	8.5	8.6
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-0.2	0.4	0
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	II	65.2	67	67

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.