

CitiWeekly

Uwaga kieruje się na listopad

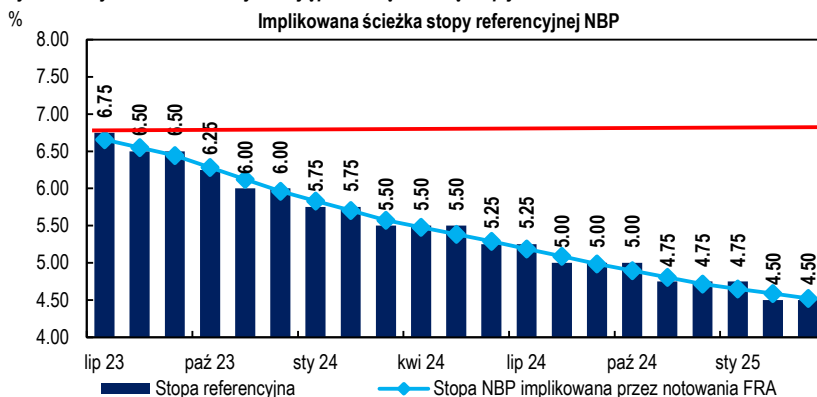
- Rada Polityki Pieniężnej pozostaje w trybie wyczekiwania i stara się nie sygnalizować – przynajmniej na razie - żadnych istotnych zmian w swoim nastawieniu. Ubiegłotygodniowa decyzja o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian (6,75%) nie była zaskoczeniem ani dla nas, ani dla konsensusu rynkowego. Również komunikat władz monetarnych oraz konferencja prezesa NBP wskazywały raczej na kontynuację niż przełom w dotychczasowej polityce.
- Szef banku centralnego podczas swojej konferencji zasygnalizował, że cykl podwyżek formalnie nie skończył się i w przypadku znacznego szoku cenowego RPP mogłaby ponownie podnieść stopy procentowe. Niemniej ponieważ rynki finansowe oczekują, że kolejnym krokiem Rady będzie raczej obniżka niż podwyżka, uwaga inwestorów i analityków raczej koncentrowała się na warunkach niezbędnych do poluzowania polityki monetarnej. W tym temacie ogólne przesłanie było zbliżone do tego, co usłyszeliśmy w poprzednich miesiącach. Według prezesa NBP do obniżki może dojść gdy: a) inflacja spadnie do poziomów jednocyfrowych; b) prognozy będą potwierdzać podtrzymanie trendu spadkowego i powrót inflacji do celu.
- Powyższe wypowiedzi prezesa Głapińskiego sugerują, że pierwszym możliwym momentem cięcia stóp procentowych byłby listopad. Po pierwsze, według naszych prognoz inflacja spadnie do jednocyfrowych poziomów około września/października. Co prawda ceny żywności i paliw mogą pomagać szybko obniżyć inflację, jednak proces dezinflacji będzie spowalniany przez czynniki techniczne, które [opisywaliśmy tydzień temu](#). Ponieważ dane o inflacji są publikowane z miesięcznym opóźnieniem, RPP będzie dysponować szczegółami dotyczącymi wrześniowej inflacji dopiero na listopadowym posiedzeniu. Jest to również moment, kiedy Rada zapozna się z nową projekcją, a więc może dysponować prognozami pokazującymi dalszy spadek CPI. Tym samym oba warunki do obniżki mogą zostać spełnione w listopadzie.
- W sumie wypowiedzi przedstawicieli RPP wskazują, że obniżki jeszcze w tym roku są możliwe, jednak nie tak szybko, jak wyceniają rynki finansowe. Krzywa FRA wskazuje na możliwość pierwszej obniżki we wrześniu, podczas gdy słowa szefa banku centralnego sugerowałyby najwcześniej listopad. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że w rzeczywistości do pierwszych cięć dojdzie jeszcze później, ponieważ poluzowanie polityki fiskalnej oraz ewentualna niepewność okołowyborcza mogą skłaniać do ostrożniejszego podejścia do polityki monetarnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,50	4,05	5,11	1,11	6,75	2,38	3,55
II KW 24	4,63	3,96	5,20	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.05.2023 r. Pozostałe prognozy z 23.05.2023 r.

Wykres 1. Rynki finansowe wyceniają pierwszą obniżkę stóp już we wrześniu br...



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

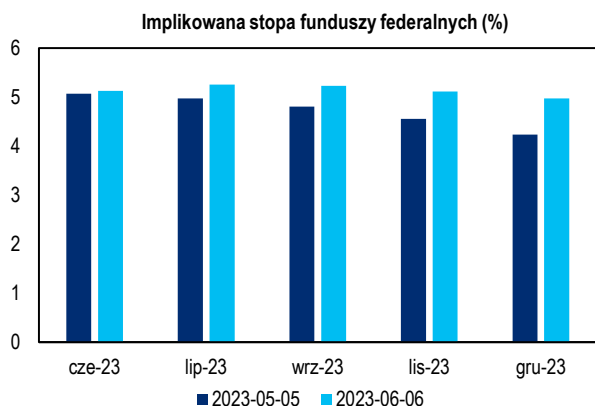
maciej.bacal@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. W ostatnim miesiącu zmniejszyły się oczekiwania na obniżki stóp procentowych w USA



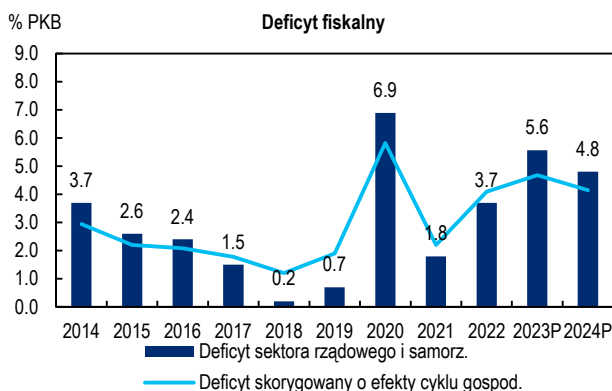
Rynkowe kwotowania wskazują, że w czerwcu amerykański FOMC zdecyduje się na utrzymanie stopy funduszy federalnych w przedziale 5,00%-5,25%. Według notowań rynkowych podwyżka o 25 pb jest bardziej prawdopodobna w lipcu niż w czerwcu.

Wypowiedzi członków Fed sugerują, że przyszłe decyzje będą uzależnione od nadchodzących publikacji danych. W tym kontekście zaskoczenia w górę w przypadku inflacji bazowej PCE oraz wysokie dane o zatrudnieniu zderzają się ze wzrostem stopy bezrobocia. Najbliższe posiedzenie FOMC przyniesie również nowe prognozy gospodarcze, które będą wpływały na ścieżkę stóp w USA.

Naszym zdaniem do końca roku Fed podniesie stopy procentowe jeszcze dwukrotnie do przedziału 5,50%-5,75%. Uważamy, że proces łagodzenia polityki pieniężnej w USA rozpocznie się dopiero w przyszłym roku.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Wykres 3. Deficyt najprawdopodobniej przekroczy 5% PKB w 2023 roku

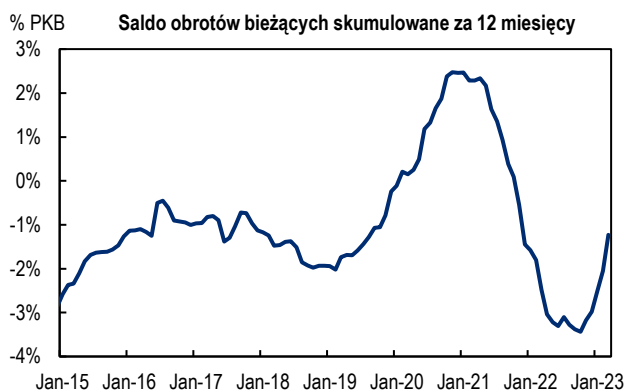


W piątek premier Morawiecki poinformował o nowelizacji tegorocznego budżetu, w wyniku której deficyt w 2023 roku ma wzrosnąć o 24 mld zł (ok. 0,7% PKB) i sięgnąć 92 mld zł. Nowelizacja przewiduje wzrost o 14 mld zł środków dla samorządów, a także dodatkowe wypłaty wynagrodzeń dla pracowników sfery budżetowej.

W ostatnich miesiącach w naszych przewidywaniach zakładaliśmy możliwość istotnego wzrostu wydatków w okresie wyborczym. Nasza prognoza na 2023 rok przewiduje deficyt fiskalny na poziomie 5,6% PKB i jest najwyższą prognozą na rynku (konsensus 4,7% według Focus Economics). Ogłoszone propozycje wpisują się w ten scenariusz, potwierdzając również, że łagodzenie polityki fiskalnej może w najbliższych miesiącach ograniczać przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej.

Źródło: Eurostat, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Oczekiwana dalsza poprawa salda obrotów bieżących



Pierwszy kwartał tego roku przyniósł w każdym z miesięcy nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących. Eksport przeważał nad importem, co było widoczne również w dodatniej kontrybucji eksportu netto we wzroście gospodarczy w I kw.

Oczekujemy, że w kwietniu nadwyżka na rachunku obrotów bieżących wyniesie 2,5 mld EUR wobec 1,6 mld EUR w marcu. Oczekujemy, że wzrost eksportu spowolni do 6,3% r/r (z 15,5%), a import pogłębi spadki do 10,5% r/r (z -3,0% miesiąc wcześniej). Rewizje danych o handlu bywają w ostatnich miesiącach znaczne, jednak wyraźnie widać, że wcześniejszy negatywny trend uległ poprawie. Dwunastomiesięczny deficyt na rachunku C/A zmniejszył się z 3,5% PKB w zeszłym roku do 1,2% na koniec marca i oczekujemy jego dalszej poprawy w II kw.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 cze PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	10.6	10.9	12.7
13 cze WTOREK							
8:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	V	6.1	6.1	7.2
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	VI	-14	-12.5	-10.7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	IV	2.56	1.5	1.64
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	V	0.1	0.2	0.4
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	V	0.4	0.4	0.4
14 cze ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	%m/m	IV	--	1	-4.1
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	V	0.1	-0.1	0.2
20:00	USA	Decyzja Fed	%	VI	5.5	5.25	5.25
15 cze CZWARTEK							
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	2	3.8	5.6
10:00	PL	Inflacja CPI (finalny odczyt)	% r/r	V	13	13	13
14:15	EUR	Decyzja EBC	%	VI	3.5	3.5	3.25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	245	250	261
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	-0.4	0	0.4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-0.2	0.1	0.5
16 cze PIĄTEK							
	JP	Decyzja BoJ	%	VI	-0.1	-0.1	-0.1
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VI	6.1	6.1	7
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	V	11.4	11.5	12.2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	VI	60.2	60.5	59.2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	813	934
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 364	3 691
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 356	24 572
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	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,3	5,9
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,9
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,7	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	6,00	5,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,98	3,93
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,14	3,95
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,58	4,67
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,59	4,63
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	-8,2	-13,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	-1,0	-1,5
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	-17,0	-23,1
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	392,8	435,6
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	409,8	458,7
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	47,5	52,8
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,8	-39,6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,3	-3,7	-2,4
Dług publiczny (polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	39,4	40,1	40,0

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, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

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.