

Citi Weekly

Noworoczny scenariusz

- Pierwszy raport w roku to okazja do podsumowania oczekiwań na kolejne miesiące. Pomimo niezbyt sprzyjającego otoczenia zewnętrznego, spoglądamy w miarę optymistycznie na perspektywę wzrostu gospodarczego w Polsce. Oczekujemy, że PKB wzrośnie w 2024 roku o około 3,5% i wydaje się to być raczej dolna granica możliwych odczytów, a wyniki powyżej 4% są jak najbardziej w zasięgu ręki. Nasza prognoza wzrostu jest wyraźnie wyższa niż konsensus rynkowy (2,9% w najnowszej ankiecie makroekonomicznej NBP).
- Głównym motorem ożywienia ma być wzrost konsumpcji. Sfera budżetowa oraz pracownicy otrzymujący wynagrodzenie minimalne w sumie mogą stanowić ok. 30% pracujących. Wzrost wynagrodzeń dla tej grupy wyniesie w ujęciu realnym niebagatelne 15–25%, co z kolei przełoży się na wyraźny wzrost wydatków konsumentów. Część popytu zostanie skierowana w kierunku towarów importowanych, jednak przeważająca część zostanie przeznaczona na towary i usługi krajowe. Tego typu wzrosty dochodów powinny więc podtrzymać ożywienie PKB nawet w sytuacji hamujących inwestycji.
- Silne ożywienie oparte na konsumpcji będzie miało też inne, mniej przyjemne konsekwencje. Po pierwsze, wraz z zakończeniem recesji/stagnacji ustąpi jeden z czynników odpowiadających za ostatnie spadki inflacji. Nastąpi to jeszcze zanim PKB na dobre powróci poniżej przedpandemicznego trendu, a więc na tyle szybko, żeby podtrzymać presję cenową. Dlatego o ile naszym zdaniem inflacja może do marca spaść nawet poniżej 3% (tu z opóźnieniem działa wcześniejsze spowolnienie), w dalszej części roku spodziewamy się jej ponownego wzrostu, nawet w okolice 5%. Po drugie, przy tak silnym odbiciu konsumpcji oraz imporcie uzbrojenia, można liczyć się z ryzykiem pogorszenia salda w rachunku bieżącym w skali większej od obecnie oczekiwanej. W sumie oznacza to, że proces poprawy równowagi makroekonomicznej (mierzonej zarówno inflacją, jak i saldem w rachunku bieżącym) zostanie zahamowany.
- Ani perspektywa rosnącej inflacji, ani przyspieszenie gospodarcze nie przemawiają za znacznymi cięciami stóp procentowych. Niemniej ostatecznie drzwi do obniżek mogą zostać otworzone jeżeli zmaterializuje się scenariusz szybkich cięć stóp przez Fed oraz EBC. Nawet w takim scenariuszu spodziewalibyśmy się jednak raczej umiarkowanego luzowania polityki pieniężnej przez NBP, w skali mniejszej niż wyceniają to obecnie rynki.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

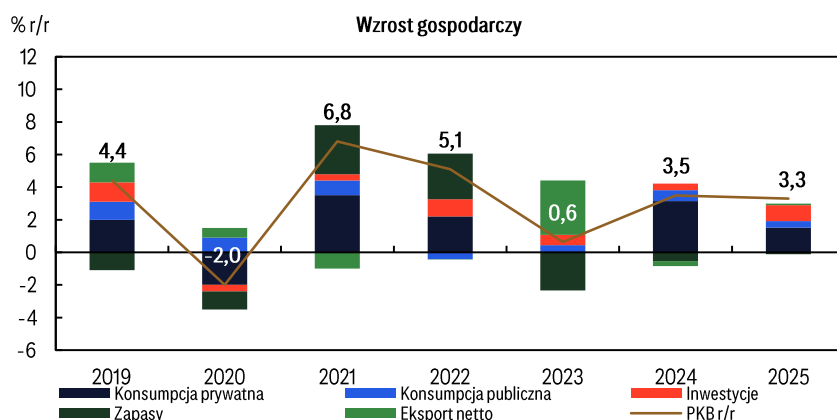
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

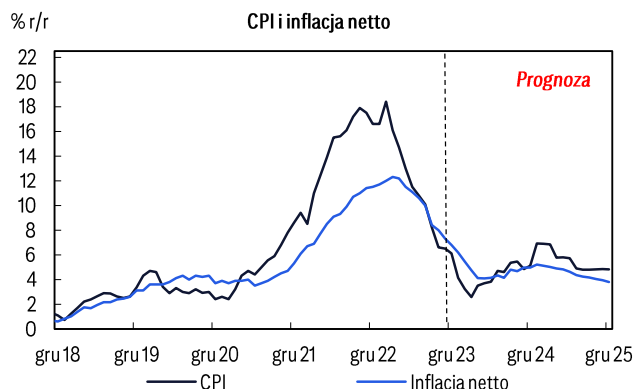
Zuzanna Mroczazuzanna.mrocza@citi.com

Wykres 1. Wzrost konsumpcji głównym motorem ożywienia gospodarczego

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 1. Radość nie na długo

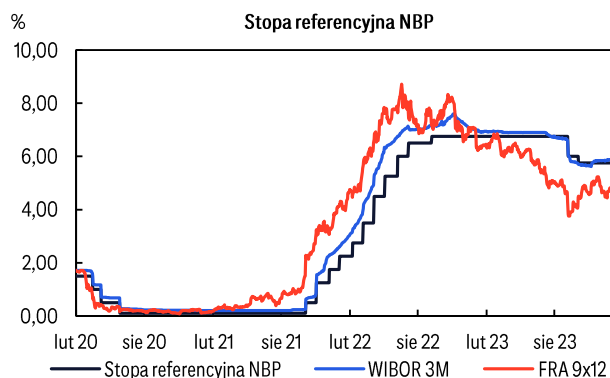


• Inflacja CPI spadła z 6,6% r/r w listopadzie do 6,1% w grudniu, poniżej naszych oraz rynkowych prognoz (odpowiednio 6,3% oraz 6,5%). Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że inflacja bazowa wyniosła 6,8-7,0% r/r.

• W kolejnych miesiącach ścieżka inflacji będzie pod wpływem efektu zmian w rządowych „tarczach inflacyjnych”, jednakże bazowa inflacja pozostanie bardziej uporczywa niż w innych krajach regionu. Kluczowymi czynnikami przyczyniającymi się do utrwalenia się presji inflacyjnej będą akomodacyjna polityka fiskalna, wcześniejsze obniżki stóp procentowych oraz dynamiczny wzrost płac (por. strona 1).

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Poczekamy, zobaczymy

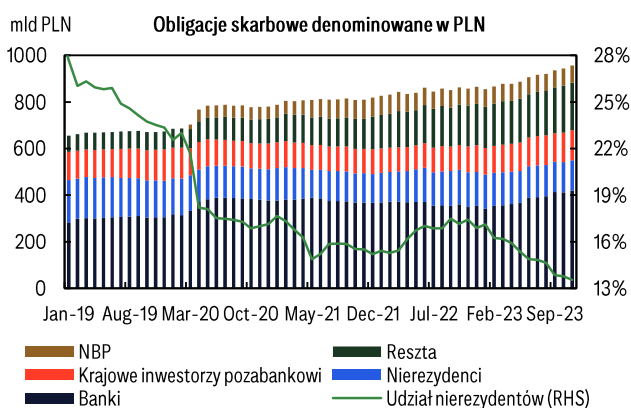


• Wynik styczniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej wyjątkowo poznamy już we wtorek (tradycyjnie posiedzenia kończą się w środę). Na uwagę będzie zasługiwał zarówno ton samego komunikatu RPP, jak i wypowiedzi prezesa NBP, tym bardziej, że w ciągu ostatniego miesiąca wyraźnie wzrosły oczekiwania na łagodzenie polityki pieniężnej na świecie.

• Spodziewamy się, że na styczniowym posiedzeniu RPP pozostawi stopy bez zmian, a przedstawiciele NBP podtrzymają ostrożny ton wypowiedzi. Naszym zdaniem przynajmniej do marca (a niewykluczone, że dłużej) Rada będzie kontynuowała politykę wyczekiwania. Ponadto, skala łagodzenia polityki pieniężnej w tym roku będzie zapewne mniejsza niż obecnie wyceniali rynki finansowe (-125 pb).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. Nierezydenci zmniejszyli zaangażowanie w obligacje złotowe



• W listopadzie kontynuowany był trend spadkowy wartości portfeli nierezydentów zainwestowanych w obligacje skarbowe denominowane w złotym. Zmiana wyniosła -0,6 mld PLN, a udział inwestorów zagranicznych w całym zadłużeniu z tytułu skarbowych papierów wartościowych zmniejszył się do 13,5%. Od początku 2023 roku portfele nierezydentów w obligacjach PLN zmniejszyły się o 16,7 mld PLN (udział o 3,3 pp niższy niż na koniec 2022).

• Inwestorzy zagraniczni wciąż preferują inwestycje w dług denominowany w walutach obcych. W całym 2024 roku emisje te są zaplanowane w kwocie ok. 14,4 mld EUR. Wartość ta może okazać się jeszcze większa w przypadku mniejszego zainteresowania obligacjami złotowymi lub wyższego od oczekiwań deficytu budżetowego.

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
09 sty WTOREK							
	PL	Decyzja RPP	%	I	5,75	5,75	5,75
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	--	0,2	-0,4
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-2,5	--	-2,8
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	XI	-64,2	-65,0	-64,3
11 sty CZWARTEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	7,1	--	7,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XII	0,3	0,2	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	XII	0,3	0,2	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	210	215	202
12 sty PIĄTEK							
2:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	XII	-0,5	-0,3	-0,5
2:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	XII	-2,4	-2,7	-3,0
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XI	5,5	--	7,9
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	-1,5	--	-1,4
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	XI	1,878	1,571	2,036

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	869	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,624	3,907
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,061	22,875	27,107
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,2	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,1	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,3	5,1	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	0,1	5,6	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-4,0	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-11,7	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,4	5,1	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,2	5,6
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,88	4,13	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,21	4,17	3,79
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,30	4,51	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,44	4,53
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,8	-6,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3	-2,5
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	357,1	368,1	399,8
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	354,3	370,4	402,3
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,5	43,2	47,4
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,3	-43,8	-47,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,4	-2,3
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,9	42,9	43,9

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

Zuzanna Mroccka

Stażystka

zuzanna.mroccka@citi.com

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 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.