

Citi Weekly

W oczekiwaniu na wzrost inflacji

- Kolejne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej za nami. Po raz kolejny obyło się bez niespodzianek – ani sama decyzja o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, ani komunikat RPP nie były zaskoczeniem.
- Podczas konferencji prasowej prezes Głapiński bardzo jasno wyraził swoje zadowolenie z tego, że już w marcu inflacja zapewne będzie w granicach celu inflacyjnego. Szef banku centralnego wydaje się jednak wątpić w to, czy cel zostanie osiągnięty na trwałe. Świadczy o tym choćby fakt, że podobnie jak w poprzednim miesiącu, również i tym razem duża część konferencji była poświęcona spodziewanemu wzrostowi inflacji w dalszej części roku.
- Naszym zdaniem najciekawsza część wystąpienia szefa prezesa Głapińskiego dotyczyła scenariuszy inflacyjnych. Prezes NBP przedstawił szacunki banku centralnego zgodnie z którymi nawet w przypadku przedłużenia wszystkich tarcz antyinflacyjnych, wskaźnik CPI pod koniec roku wzrósłby do niemal 4% (przy celu NBP na poziomie 2,5% +/-1 pp). Biorąc pod uwagę, że rząd planuje wycofać przynajmniej część tarcz, można przypuszczać, że inflacja w grudniu wyraźnie przekroczy te poziomy. W sumie więc zaprezentowana projekcja wydaje się mocnym argumentem przeciwko obniżkom.
- W dłuższym horyzoncie sytuacja prezentuje się lepiej, a przewidywana ścieżka inflacyjna na 2025 rok jest obecnie nieco niższa niż przy poprzedniej rundzie progностycznej. Niemniej nawet w tym przypadku wskaźnik CPI pozostaje powyżej celu i to pomimo znacznego umocnienia złotego w ostatnich miesiącach. Zaprezentowany wynik projekcji jest szczególnie ciekawy w kontekście obniżek z września i października. Pokazuje on bowiem, że gdyby nie ówczesne poluzowanie polityki pieniężnej inflacja w przyszłym roku miałaby szansę być już w celu.
- Jeżeli chodzi o wnioski na przyszłość, zarówno wynik projekcji, jak i ton komentarzy przedstawicieli RPP sugerują, że stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną w tym roku bez zmian. Oczywiście polityka krajowa nie działa w próżni i jeżeli EBC i Fed zaczną w tym roku wyraźnie ciąć stopy, może to stworzyć przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Niemniej wiele wskazuje na to, że nawet w takim przypadku do cięć stóp dojdzie raczej później niż wcześniej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

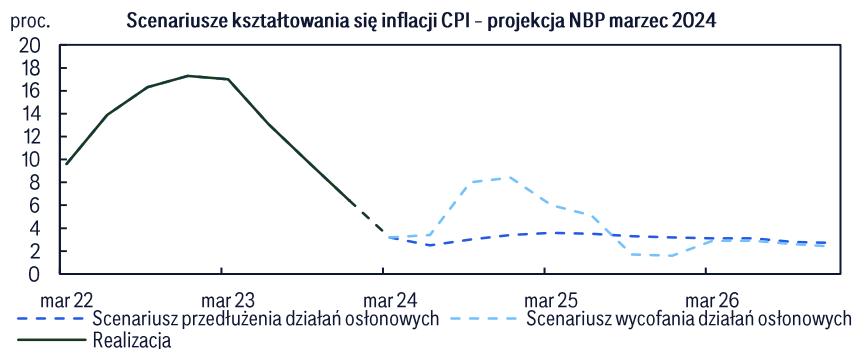
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

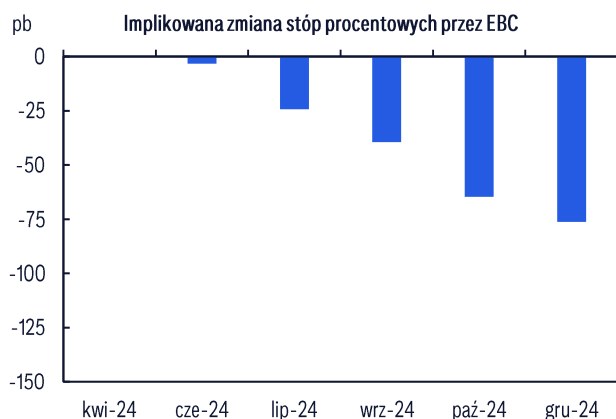
Zuzanna Mroczazuzanna.mrocza@citi.com

Wykres 1. Nawet w przypadku przedłużenia wszystkich tarcz antyinflacyjnych, wskaźnik CPI pod koniec roku wzrósłby w okolice 3,5%



Źródło: Citi Handlowy, Haver, NBP

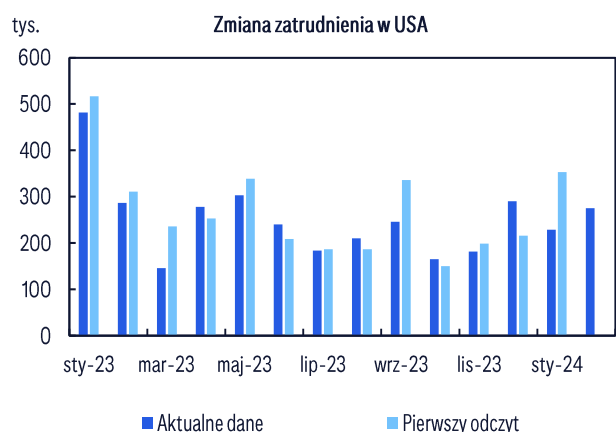
Tydzień w wykresach

Wykres 2. Cięcia coraz bliżej

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o pozostawieniu stóp procentowych na dotychczasowym poziomie (stopa depozytowa: 4,00%; refinansowa: 4,50%). Decydenci podczas posiedzenia poznali nowe projekcje dotyczące przyszłej inflacji oraz wzrostu gospodarczego. W obu przypadkach prognozy na 2024 rok zostały zrewidowane w dół względem projekcji z grudnia – inflacja z 2,7% r/r do 2,3% oraz wzrost PKB z 0,8% r/r do 0,6%. Projekcja zakłada również, że cel inflacyjny zostanie osiągnięty w 2025 roku.

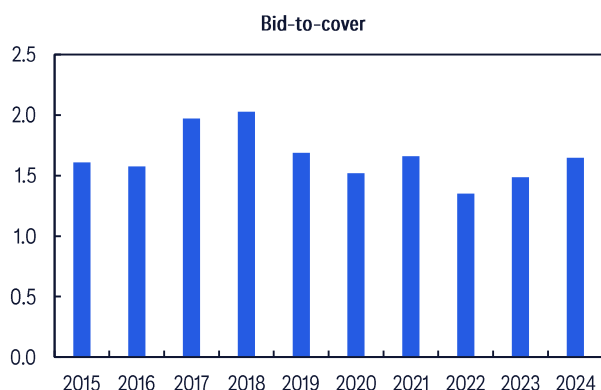
- Chociaż nowa projekcja uzasadniałaby rozpoczęcie cyklu obniżek już w marcu, Ch. Lagarde zasugerowała, że Rada będzie podejmować decyzje o cięciach ostrożnie. Do kolejnego posiedzenia pozostało niewiele czasu na napływ znaczących danych, zatem w dalszym ciągu uważamy, że pierwsze cięcie stóp nastąpi w czerwcu, o ile spływające dane o płacach i zyskach nie pokrzyżują planów EBC.

Wykres 3. Oznaki chłodzenia rynku pracy w USA

Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- O ile wzrost zatrudnienia w USA w lutym na poziomie 275 tys. okazał się wyższy od konsensusu na poziomie 200 tys., to pozostałe szczegóły raportu z amerykańskiego rynku pracy są rozczarowujące. Przede wszystkim mocno w dół (z 353 tys. do 229 tys.) zrewidowano odczyt za styczeń. Ponadto stopa bezrobocia wzrosła do 3,9% (oczekiwano jej utrzymania na 3,7%), a wzrost płac wyhamował do 0,1% m/m (konsensus: 0,3%; poprzednio: 0,6%). O ile dane wciąż wskazują na dobrą sytuację na rynku pracy, to widoczne są pierwsze oznaki jego hamowania.

- W minionym tygodniu prezes Fed J. Powell występował w amerykańskim Kongresie w ramach półrocznego „przesłuchania”. W dużym stopniu komentarze Powella były zgodne z jego wcześniejszymi wypowiedziami, jednak zaznaczył, że już tylko „niewiele” więcej danych byłoby potrzebnych aby Fed nabral przekonania o trwałym powrocie inflacji do celu. Oczekujemy, że obniżki stóp procentowych w USA rozpoczną się w czerwcu.

Wykres 4. Solidny popyt na aukcjach obligacji skarbowych

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi ok. 44%, na co w dużym stopniu (26 pp) wpływa ubiegłoroczne prefinansowanie.

- Popyt na aukcjach złotych obligacji skarbowych był w pierwszych dwóch miesiącach tego roku solidny, pomimo zauważalnie wyższej sprzedaży obligacji niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (o ok. 120%). Oczekujemy, że wysokie podaże na aukcjach MF mogą utrzymać się w pierwszej połowie roku i cel sfinansowania 50% potrzeb do końca marca uważamy za realny. Finansowanie w drugiej połowie roku będzie uzależnione od realizacji budżetu oraz kosztów wynikających z nowych ustaw.

- Większy od założonego napływ środków z UE wpływałby na ograniczenie potrzeb finansowania z innych źródeł, a szczególnie na finansowanie w walutach obcych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 mar PONIEDZIAŁEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	2,1	2,2	2,3
12 mar WTOREK							
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	II	2,5	2,5	2,9
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	-0,7	0,3	1,6
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0,3	0,3	0,4
13:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	II	0,5	0,4	0,3
14 mar CZWARTEK							
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	--	217
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	1,0	0,8	-0,8
15 mar PIĄTEK							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	2,7	2,0	-6,0
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	II	2,9	3,2	3,9
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	I	1,459	1,432	-0,024
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0,0	0,0	-0,1
15:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	III	76,4	77,0	76,9

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	799	875	969
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,358	3,571	3,836
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,006	23,023	25,503
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	5,1	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,8	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,4	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,3	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-1,9	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-8,3	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,0	3,9
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,8	4,8
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,63	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,00	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,18	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,08	3,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,34	4,44
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,32	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	12,5	-3,8	-8,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,6	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	9,5	-2,3	-4,6
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	361,6	375,4	419,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	352,1	377,7	424,2
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,9	40,9	44,1
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-34,7	-38,7	-43,3
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	-3,5	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,6	43,7	45,0

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

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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 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.