

Citi Weekly

Wielki powrót forward guidance

- Chyba tylko dla formalności warto odnotować, że w minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła swoją podstawową stopę procentową bez zmian (5,75%). Nie było to dla nikogo żadnym zaskoczeniem – prognozujący jednomyślnie spodziewali się takiego właśnie wyniku, a rynek finansowy praktycznie nie zareagował na decyzję.

- Ciekawszy od samej decyzji okazał się przekaz z piątkowej konferencji prezesa NBP. Szef banku centralnego zasignalizował, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca roku, a dyskusja o obniżkach może się zacząć na początku 2025 r. Co więcej, zdaniem prezesa Glapińskiego nawet jeżeli ta dyskusja się rozpocznie, niekoniecznie od razu może powstać wystarczająca większość aby obniżyć stopy. Tak jasne *forward guidance* wydaje się istotnym sygnałem i powinno mieć wpływ na oczekiwania uczestników rynku. O ile bowiem żaden z analityków nie spodziewał się zmiany stóp w maju, mniej więcej jedna trzecia ekonomistów ankietowanych przez agencję Bloomberg spodziewała się obniżki jeszcze przed końcem roku.

- W przeszłości RPP niekoniecznie postępowała zgodnie ze swoim własnym *forward guidance*. Na przykład w październiku 2021 roku Rada rozpoczęła cykl podwyżek stóp, mimo że miesiąc wcześniej na konferencji prasowej proponowane podwyżki określono jako „szkolny błąd”. Z kolei we wrześniu 2023 r., wbrew swoim wcześniejszym zapowiedziom, Rada obniżyła stopy procentowe zanim inflacja spadła do jednocyfrowych poziomów. Niemniej sam fakt, że szef NBP zdecydował się na zdefiniowanie perspektywy w jakiej stopy mają pozostać bez zmian wydaje się mocnym sygnałem.

- Jest on tym mocniejszy, że duża część niepewności inflacyjnej sygnalizowanej wcześniej przez Radę została wyeliminowana po ogłoszeniu rządowych planów dotyczących cen energii. Uwzględniając te informacje – a więc z większą pewnością niż dotychczas – bank centralny spodziewa się wzrostu inflacji do końca roku do około 5,5%. Nawet jeżeli ten wzrost będzie przejściowy i wywołany podwyżkami cen kontrolowanych, skok inflacji z 2,4% w kwietniu do 5,5% w grudniu raczej nie tworzy sprzyjających warunków do łagodzenia polityki pieniężnej. Choćby z tego względu ostanie *forward guidance* można uznać za wiarygodne.

- W tej sytuacji najbardziej prawdopodobny scenariusz zakłada, że stopy pozostaną bez zmian do początku 2025 r. A nawet wtedy – jeśli dojdzie do podwyżek cen gazu i ciepła – moment pierwszej obniżki może się opóźnić.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

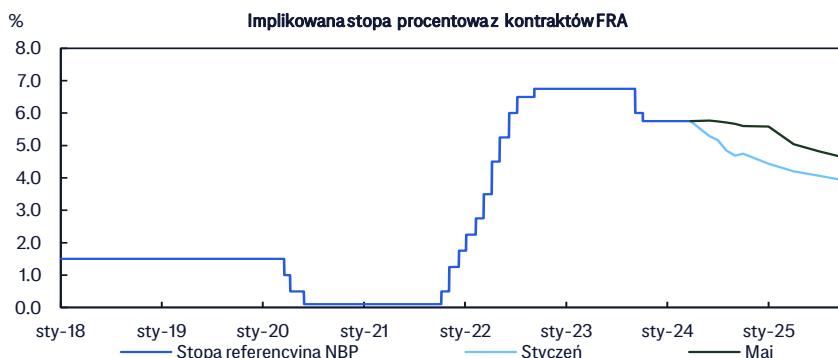
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczazuzanna.mrocza@citi.com

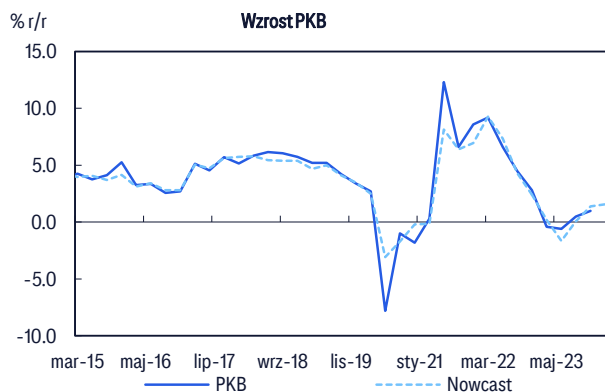
Wykres 1. Forward guidance ogranicza oczekiwania na obniżki stóp



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Tydzień w wykresach

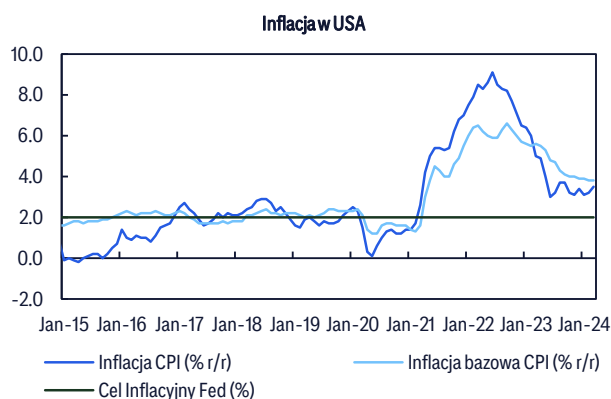
Wykres 2. Płytkie odbicie gospodarcze na początku roku



Źródło: Citi Handlowy, GUS, Haver Analytics

- Nasz szacunek oparty o miesięczne dane o aktywności w pierwszych trzech miesiącach tego roku wskazują, że w I kw. polskie PKB wzrosło o ok. 1,5% r/r wobec 1% w IV kw. 2023.
- Wstępne dane nie będą zawierały informacji na temat źródeł wzrostu gospodarczego, jednak dostępne obecnie wskaźniki sugerują, że konsumpcja prywatna poprawiała się na początku roku. Sprzedaż detaliczna rosta wraz ze zwiększeniem dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, chociaż efekt ten był prawdopodobnie nieco tłumiony przez wzrost stopy oszczędności. Z kolei przemysł, podobnie jak w innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) znajduje się pod negatywnym wpływem spowolnienia w strefie euro.
- Czynnikami rodzącym ryzyko w górę dla naszej prognozy są nieco wyższe odczyty PKB z innych krajów CEE.

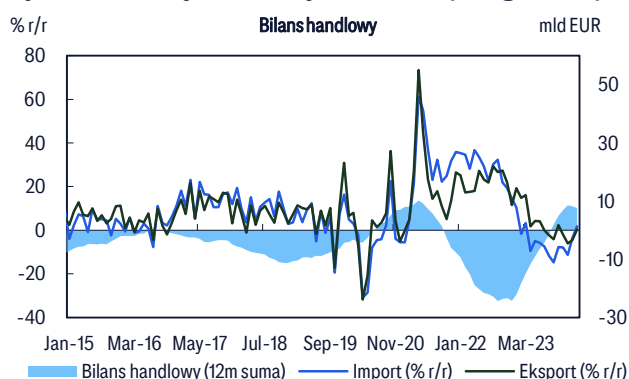
Wykres 3. Czy inflacja w USA pokaże oznaki spowolnienia?



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- [Scenariusz](#) zarysowany na majowym posiedzeniu Fed przewiduje, że obniżki stóp w USA będą uzależnione od skali spowolnienia inflacji lub normalizacji sytuacji na rynku pracy.
- Na środę zaplanowana jest publikacja CPI za kwiecień, która według naszych szacunków wyniesie 0,4% m/m (co przekłada się na stabilizację przy 3,5% r/r) oraz spadek wskaźnika bazowego do 0,3% m/m (zejście z 3,8% r/r do 3,7%).
- Główną miarą inflacji, którą kieruje się Fed jest bazowy PCE, który jest przybliżany na podstawie zarówno CPI jak i PPI. Nasze oczekiwania co do CPI i PPI wskazywałyby na spadek bazowego PCE do 0,2% m/m (z 0,3% m/m). Ponadto oczekujemy, że w całym II kw. bazowy PCE będzie rość średnio o blisko 0,2% m/m. Takie dane mogłyby tworzyć przekonanie, że inflacja zmierza w stronę 2% celu i otwierać pole do obniżek stóp na początku drugiej połowy tego roku.

Wykres 4. Nadwyżka C/A wysoka, ale import goni eksport



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, NBP

- Spodziewamy się wzrostu nadwyżki na polskim rachunku obrotów bieżących (C/A) w marcu do 1152 mln EUR wobec 465 mln EUR w lutym. Naszym zdaniem bilans handlowy również zanotował nadwyżkę w wysokości ok. 473 mln EUR, jednak dynamika eksportu (-8,9% r/r) pogorszyła się mocniej niż importu (-7,9% r/r).
- Szacujemy, że kroczące 12-miesięczne saldo na C/A spadło do 1,3% PKB wobec 1,6% na koniec 2023 roku. Słaba aktywność w sektorze przemysłowym (wynikająca z niskiego wolumenu zamówień eksportowych) oraz poprawa konsumpcji prywatnej (sprzyjająca importowi) będą w naszym odczuciu prowadziły do dalszego pogorszenia salda rachunku obrotów bieżących w trakcie 2024 roku.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 maj WTOREK							
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IV	2,2	2,2	2,2
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	47,0	44,5	42,9
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	III	1,152	--	0,465
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IV	0,3	0,3	0,2
15 maj ŚRODA							
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IV	2,4	--	2,4
10:00	PL	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q1	1,5	--	1,0
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q1	0,3	0,3	-0,1
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IV	0,4	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IV	0,3	0,3	0,4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	0,5	0,4	0,7
16 maj CZWARTEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IV	4,0	--	4,6
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	IV	1,490	1,489	1,458
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	IV	1,377	1,438	1,321
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	219	231
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	V	--	8,0	15,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,0	0,2	0,4
17 maj PIĄTEK							
4:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	3,7	3,8	3,1
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	5,2	5,4	4,5
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	IV	2,4	2,4	2,4

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	885	965
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,617	3,900
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,573	25,800
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,4	2,1	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	3,9	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,1	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,7	-1,9	8,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-8,3	9,5	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,9	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3	4,7
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	5,25	5,15	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,25	3,82
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,09	4,04
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,43
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,34	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	42,0	42,6

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.