

CitiWeekly

Gdy zmieniają się fakty...

■ W Polsce najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie śródowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Członkowie RPP przynajmniej od czerwca br. systematycznie sygnalizują chęć zakończenia cyklu podwyżek, czego namacalnym dowodem było wstrzymanie się od jakichkolwiek zmian stóp procentowych w październiku. Większość wypowiedzi przedstawicieli NBP sugeruje również, że wyznaczony jeszcze kilka miesięcy temu plan wygaszania cyklu podwyżek pozostaje w mocy.

■ Od momentu, gdy RPP zaczęła podnosić stopy procentowe minęło trzynaście miesięcy. Dotychczasowe plany zakończenia cyklu były związane z oczekiwaniami, że po tak długim okresie podwyżek inflacja w końcu zacznie hamować. Opublikowane dane nie pokazują jednak żadnego wyhamowania – w październiku inflacja wręcz wzrosła do 17,9%, a inflacja bazowa prawdopodobnie przekroczyła 11%. Są to wyniki wyższe niż zakładali analitycy i sam bank centralny jeszcze w połowie roku, gdy budowały się oczekiwania na zakończenie cyklu. Dla przypomnienia projekcja NBP wskazywała, że w przypadku przedłużenia „tarczy” wskaźnik CPI w IV kw. wyniesie ~15% (a nie ~18%), a inflacja bazowa sięgnie 10,4% (a nie ponad 11%). Do tego stopa bezrobocia okazała się dotychczas o pół punktu procentowego niższa od prognoz.

■ Jedynym pozytywnym czynnikiem w tej układance jest relatywnie stabilny złoty. Brak osłabienia PLN to jednak efekt bardzo wysokich implikowanych stóp rynkowych, które sprawiają, że dla zagranicznych inwestorów sprzedaż złotego jest „kosztowną” strategią. Wysokie stopy implikowane mają wpływ na rynek FX, ale nie mają istotnego wpływu na ograniczenie popytu krajowego. W praktyce mieszanek relatywnie stabilnego złotego i silnego (lub niewystarczająco słabego) popytu krajowego może prowadzić do utrzymywania wysokiego deficytu w rachunku bieżącym. Nie wydaje się to mieć pozytywnego wpływu na ograniczanie inflacji.

■ Skoro zmieniają się fakty (presja jest inflacyjna wyższa, a bezrobocie niższe niż można było zakładać w czerwcu), to zasadne jest również pytanie czy dotychczasowe plany zakończenia cyklu są wciąż aktualne. Spodziewamy się, że na najbliższym posiedzeniu Rada może po raz kolejny podnieść stopy procentowe, jednak w niewielkiej skali (o 25 pb). Dużo ciekawsze będzie to, co RPP powie o kolejnych decyzjach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

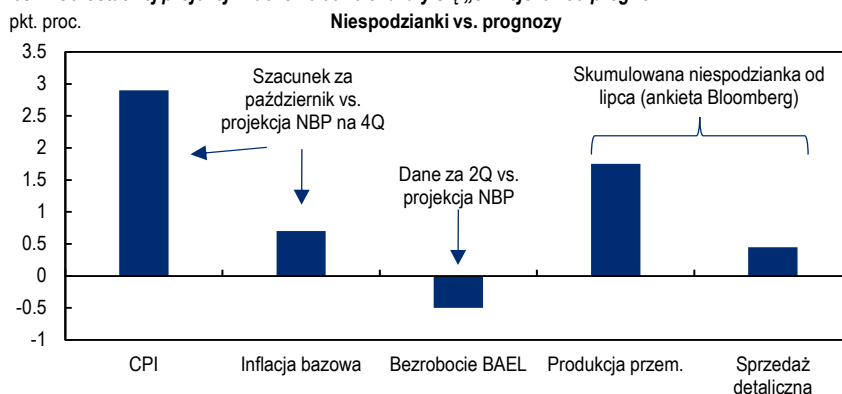
Maciej Bącal

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,92	5,18	5,47	0,95	7,00	2,30	3,60
IV KW 23	4,78	4,47	5,45	1,07	6,00	2,50	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10. Pozostałe prognozy z 26.10.2022 r.

Wykres 1. Od ostatniej projekcji kluczowe dane okazały się „silniejsze” od prognoz



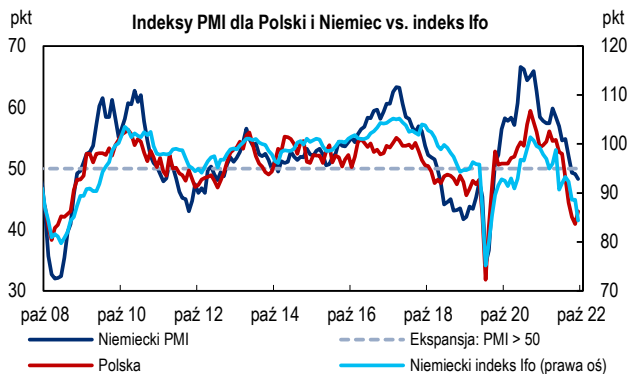
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane z projekcji NBP i ankiet Bloomberg

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Recesyjne nastroje w polskim przemyśle

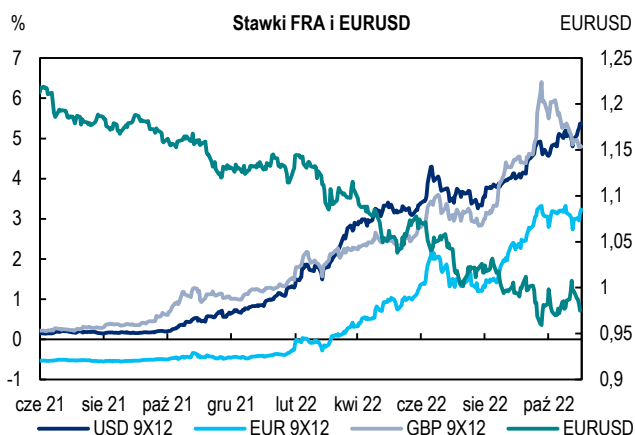


■ Indeks PMI spadł w październiku do 42 pkt. z 43 pkt. we wrześniu, nieco mocniej niż oczekiwał tego rynek (42,5). Raport PMI wskazuje na gwałtowny spadek nowych zamówień, przy jednoczesnej kontynuacji ograniczania zapasów. Ankietowane firmy przyznają, że mimo słabnącego popytu, wciąż utrzymuje się presja cenowa, której źródłem pozostają wysokie ceny energii. Październikowa ankieta PMI sugeruje również, że przedsiębiorstwa redukowały zatrudnienie w tempie najszybszym od dwóch i pół roku.

■ Bardzo niskie wartości indeksu PMI z pewnością wskazują na powolne hamowanie aktywności gospodarczej, lecz wciąż nie znajdują odzwierciedlenia w danych o produkcji przemysłowej. Uważamy, że skala spowolnienia w przemyśle będzie zależać od wzrostu w strefie euro i kształtowania się cen energii.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Fed nie zwalnia tempa, docelowa stopa będzie na wyższym poziomie

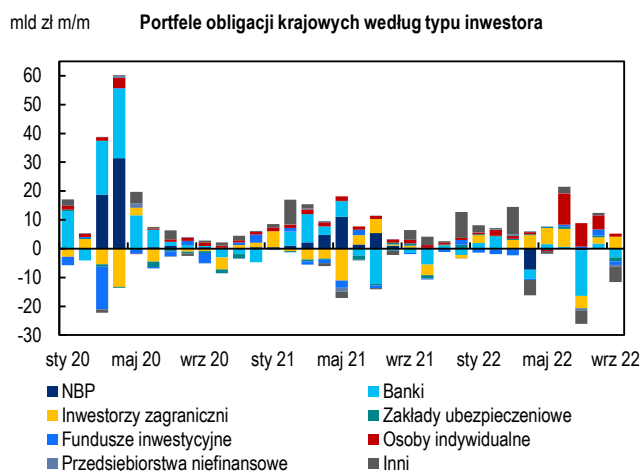


■ Fed zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 75 pb i rozwił wszelkie wątpliwości rynku odnośnie zmiany toru dotychczasowej polityki. Prezes Fed J. Powell zaznaczył, że kolejne posiedzenie może przynieść podwyżkę w mniejszej skali niż dotychczas, jednak docelowa stopa procentowa będzie musiała znaleźć się na wyższym poziomie. Podkreślił przy tym, że amerykański rynek pracy nire reaguje silnie na dotychczasową normalizację polityki pieniężnej, a presja inflacyjna pozostaje na tyle wysoka, że myślenie o pauzie w cyklu zacieśniania jest przedwczesne. Spodziewamy się, że Fed może zakończyć proces zacieśniania polityki pieniężnej dopiero w maju 2023 roku ze stopą docelową 5,25%–5,50%.

■ Na podwyżkę w podobnej skali co Fed, zdecydował się również Bank Anglii, jednak zapowiedział, że docelowy poziom stóp procentowych najpewniej nie osiągnie poziomu oczekiwanego przez rynek.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Solidny popyt na obligacje ze strony inwestorów zagranicznych



■ Dane Ministerstwa Finansów wskazują, że osoby indywidualne, które przez ostatnie 3 miesiące były głównym kupującym obligacje krajowe, we wrześniu znacząco obniżyły zakupy. Głównym nabywcą polskich obligacji skarbowych byli inwestorzy zagraniczni. Portfel obligacji zmniejszyły banki, zakłady ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne.

■ Wysokie rentowności obligacji skarbowych oraz stosunkowo niski popyt na polski dług mogą skłaniać do zaostrzania wydatków fiskalnych. Sugerują to też ostatnie wypowiedzi premiera, który stwierdził, że potrzeby pożyczkowe rządu w 2023 r. będą mniejsze o około 10 - 15 mld zł. Obniżaniu się wydatków rządu mogą też sprzyjać ostatnie spadki na europejskich rynkach gazu. Niemniej jednak sądzimy, że finansowanie przyszłorocznych emisji może być większym wyzwaniem niż w poprzednich latach, szczególnie w obliczu wysokiego planu emisji pozabudżetowych i znacznych emisji planowanych na 2024 r.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 lis PONIEDZIAŁEK							
04:00	CN	Eksport	% r/r	X	4	4,3	5,7
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-0,1	0,2	-0,8
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	7,2	--	10,3
8 lis WTOREK							
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,7	0,4	-0,3
9 lis ŚRODA							
00:00	PL	Decyzja RPP	%	XI	7,00	7,00	6,75
02:30	CN	Inflacja	% r/r	X	2,4	2,4	2,8
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	21,1	--	20,1
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	IX	--	0,8	1,3
10 lis CZWARTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	18,8	--	18
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	220	217
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	X	7,9	7,9	8,2
11 lis PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	XI	--	59,5	59,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	3,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	3,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	4,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	2,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	5,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,4
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	9,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-31,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2

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

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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.