

CitiWeekly

Nowa nieformalna strategia: Gradient zamiast celu

■ Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 6,75%. Podczas comiesięcznej konferencji prasowej prezes NBP zaznaczył, że ta decyzja nie oznacza automatycznego końca cyklu, jednak naszym zdaniem sam ton komunikatu oraz rodzaj użytych argumentów sugerują, że Rada nie zamierza już podnosić stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę zakładamy obecnie, że stopy pozostaną bez zmian do końca 2023 roku.

■ Sama decyzja RPP nie jest nadmiernie zaskakująca, jednak na uwagę zasługuje kontekst w jakim została podjęta. W listopadzie RPP otrzymała nową projekcję, w której zrewidowano w górę przewidywaną ścieżkę inflacji zarówno w 2023, jak i 2024 roku. Projekcja pokazała, że przez najbliższe dwa lata inflacja pozostanie bardzo wysoka i nie spadnie nawet w pobliże celu. Z tego względu RPP postanowiła wydłużyć horyzont projekcji o dodatkowy rok, jednak nawet wówczas na koniec 2025 roku inflacja osiąga zaledwie 3%, a więc nie dotyka poziomu celu (2,5%).

■ Tak znaczne wydłużenie horyzontu projekcji wydaje się nieortodoksyjnym posunięciem. Według dostępnych badań zmiany stóp procentowych wpływają na gospodarkę z opóźnieniem ok. sześciu kwartałów. Wydłużenie horyzontu projekcji do trzynastu kwartałów de facto oznacza włączenie do niej okresu, na który decyzje RPP nie mają większego wpływu. Ponadto, celność prognoz ekonometrycznych (niezależnie od modelu) maleje wraz z horyzontem projekcji. Po roku błędy prognoz stają się już niekomfortowo wysokie, a po dwóch latach wartość informacyjna prognoz jest – z punktu widzenia polityki monetarnej – znikoma.

■ Fakt, że RPP zamierza kierować się wydarzeniami przypadającymi na okres poza horyzontem oddziaływania polityki pieniężnej sugeruje istotną zmianę priorytetów. Bazując na wypowiedziach przedstawicieli NBP można wnioskować, że Rada nie dąży obecnie do osiągnięcia celu w horyzoncie sześciu kwartałów, a raczej do wprowadzenia inflacji na ścieżkę spadkową. Zmiana wydaje się istotna - od teraz dla Rady znaczenie wydaje się mieć nie tyle dosłownie rozumiany cel inflacyjny, co raczej gradient inflacyjny.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

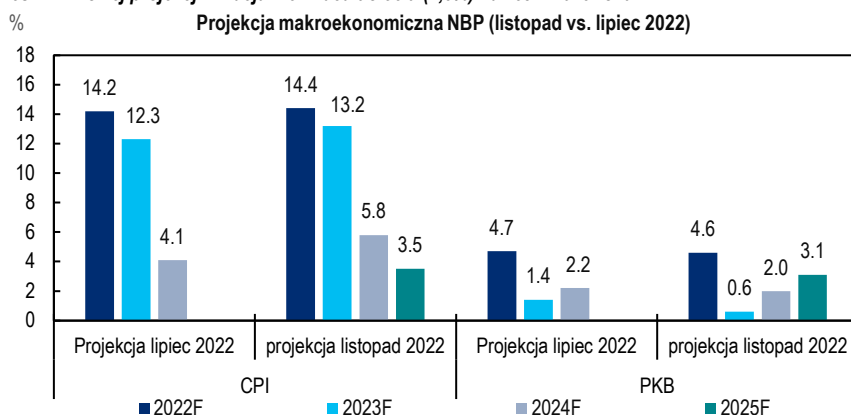
Maciej Bącal

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. W nowej projekcji inflacja nie wraca do celu (2,5%) nawet w 2025 roku



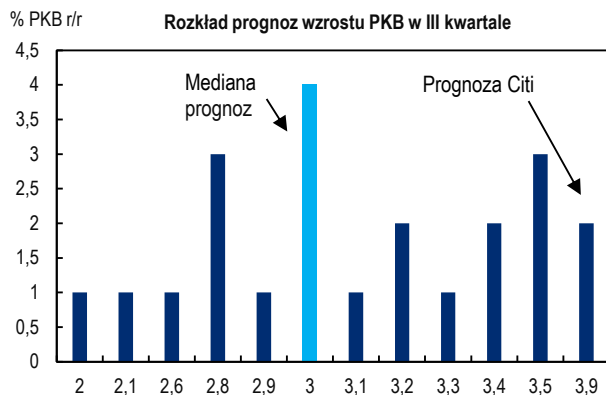
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane z projekcji NBP i ankiet Bloomberg

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Oczekiwane powolne hamowanie gospodarki

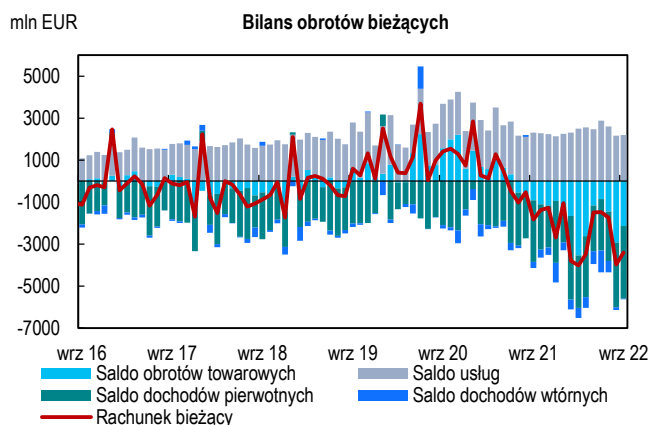


Źródło: Parkiet, Citi Handlowy

■ W najbliższy wtorek GUS opublikuje szybki szacunek PKB za III kwartał w 2022 roku. Nasze prognozy wskazują na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w III kw. do 3,9% r/r z 5,8% r/r w II kw.

■ Miesięczne dane o aktywności gospodarczej sugerują, że tempo spowolnienia gospodarczego będzie niższe niż pierwotnie zakładano. Co prawda III kw. przyniósł znaczące osłabienie w sektorze budowlanym, jednak wciąż na wysokim poziomie utrzymują się zarówno produkcja przemysłowa, jak i sprzedaż detaliczna. Wyższym odczytem PKB zarówno za III kw., jak i cały 2022 rok może sprzyjać tzw. efekt przeniesienia związany ze znaczącą rewizją PKB przez GUS za miniony rok.

Wykres 3. Skumulowany deficyt na rachunku obrotów bieżących najprawdopodobniej znów się rozszerzy

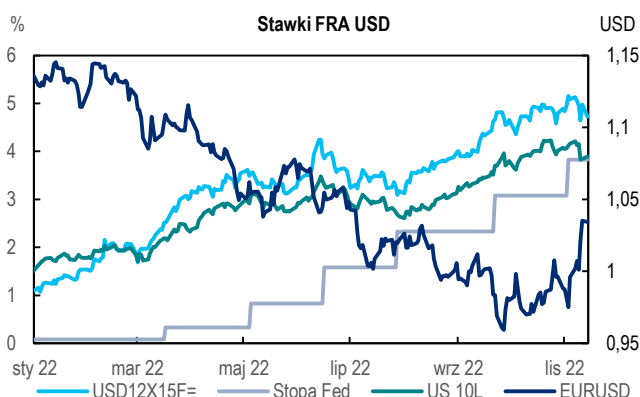


Źródło: Reuters, Citi Handlowy

■ Po zaskakującym wzroście deficytu na rachunku obrotów bieżących w sierpniu do 4 mld €, spodziewamy się jego niewielkiego spadku we wrześniu do poziomu 3,4 mld €. Oczekujemy niewielkiego spadku deficytu w handlu towarami. Dynamika eksportu powinna osłabić się ze względu na spowolnienie produkcji przemysłowej, z kolei dynamika importu powinna obniżyć się ze względu na spadek cen paliw i gazu. Co więcej, dane Ministerstwa Finansów wskazują na znaczący spadek napływu funduszy unijnych we wrześniu, co niekorzystnie może odbić się także na saldzie rachunku kapitałowego.

■ Zakładamy, że skumulowany deficyt na rachunku obrotów bieżących za 12 miesięcy wzrósł we wrześniu do 4,1% PKB i do końca roku może osiągnąć poziom 4,5%-5% PKB. Ponadto, do poszerzania się deficytu na rachunku obrotów bieżących w kolejnych miesiącach może przyczyniać się ryzyko braku wypłat funduszy europejskich.

Wykres 4. Inflacja w USA w centrum uwagi



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

■ Inflacja w USA okazała się sporo niższa od oczekiwań i wyhamowała do 7,7% r/r, a bazowa inflacja wyniosła 0,3% m/m, co doprowadziło do wyraźnego wzrostu oczekiwań na zmianę stanowiska Fed w kierunku łagodniejszego tonu i mniejszej liczby podwyżek stóp. To z kolei przełożyło się na wyraźną poprawę apetytu na ryzyko i umocnienie na rynkach akcji i obligacji.

■ Zdaniem ekonomistów Citi zajmujących się USA, dane o CPI nie zmieniają istotnie scenariusza inflacyjnego, który zakłada utrzymanie presji inflacyjnej w amerykańskiej gospodarce. W tym kontekście ciekawe będą kolejne dane inflacyjne z USA (PPI). Bazowy scenariusz Citi wciąż zakłada wyraźny wzrost stopy Fed, a wolniejszy wzrost cen może jedynie spowolnić kolejne ruchy Fed.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 lis	PONIEDZIAŁEK						
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0,1	0,4	1,5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	IX	-3440	-3000	-3967
15 lis	WTOREK						
10:00	PL	Wstępny PKB	% r/r	Q3	3,9	3	5,5
10:00	PL	szacunek inflacji GUS	% r/r	X	17,9	17,9	17,9
11:00	EUR	Wstępny PKB	% kw/kw	Q3	0,2	0,2	0,8
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	49,5	50	59,2
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	X	0,5	0,5	0,4
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	XI	--	-5,5	-9,1
16 lis	ŚRODA						
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	X	11,1	--	10,7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	1,4	0,9	0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,1	0,2	0,4
17 lis	CZWARTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	X	10,6	10,7	9,9
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	X	1400	1420	1439
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	X	1510	1520	1564
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	225
18 lis	PIĄTEK						
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	X	4450	4380	4710

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.