

CitiWeekly

Tryb wyczekiwania

■ Zestaw ostatnich danych z polskiej gospodarki najprawdopodobniej utwierdzi członków Rady Polityki Pieniężnej, że na śródownym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać bez zmian.

■ Ubiegłotygodniowe dane o PKB pokazały, że w całym 2022 roku gospodarka rosła w tempie 4,9%. Ten pozytywny wynik „ukrywa” jednak w sobie zaskakująco głębokie tąpnięcie konsumpcji w ostatnim kwartale roku. Dla części członków RPP, którzy pogodzili się z bieżącym wysokim poziomem inflacji, a jednocześnie wydają się przywiązywać wagę do wzrostu gospodarczego, może to być istotny czynnik. Z pewnością w powyższych danych trudno doszukiwać się argumentu, który przekonałby niechętną podwyżkom większość do ponownej zmiany stóp.

■ Na silniejsze odbicie popytu konsumpcyjnego będzie trzeba poczekać do połowy roku. Na razie inflacja „wgrzyza się” w realną wartość dochodów i oszczędności, a jednocześnie dynamika kredytu pozostaje bardzo niska. Na tle innych krajów regionu Polska doświadczyła w ostatnich kwartałach znacznie głębszego spadku akcji kredytowej (wykres 1), szczególnie w przypadku kredytu dla gospodarstw domowych. Ta regionalna rozbieżność prawdopodobnie wynika z dwóch czynników.

■ Po pierwsze w Polsce ponad 95% kredytów mieszkaniowych jest powiązanych ze zmienną stopą procentową. Z tego powodu zacieśnienie monetarne z ostatnich kwartałów stworzyło większy niż w innych krajach bodziec do nadpłaty kredytu. Po drugie, istotne znaczenie miało również wdrożenie w I połowie roku rekomendacji regulatora zaostrzających procedury wyznaczania zdolności kredytowej. W sumie powyższe czynniki, wraz ze spowolnieniem gospodarczym, przyczyniły się w IV kw. do spadku kredytu o ponad 2,5% PKB (tzw. dane transakcyjne). Na razie trudno więc spodziewać się ze strony kredytu bodźca dla wzrostu konsumpcji.

■ Jeżeli chodzi o nadchodzące posiedzenie RPP, od kilku miesięcy inwestorzy już nie oczekują podwyżek stóp procentowych w Polsce, a dyskusja wydaje się koncentrować przede wszystkim na tym, kiedy dojdzie do pierwszej obniżki. Biorąc to pod uwagę, śródowna decyzja RPP (spodziewamy się stabilnych stóp) nie powinna budzić większych kontrowersji. Naszym zdaniem bardziej istotny będzie ton komunikatu, a w szczególności ton wypowiedzi prezesa NBP. W styczniu prezes Głapiński zasugerował, że szanse na cięcie stóp procentowych w 2023 r. są mniejsze niż wydawało się wcześniej. Zobaczymy, czy to samo przesłanie zostanie tym razem podtrzymane.

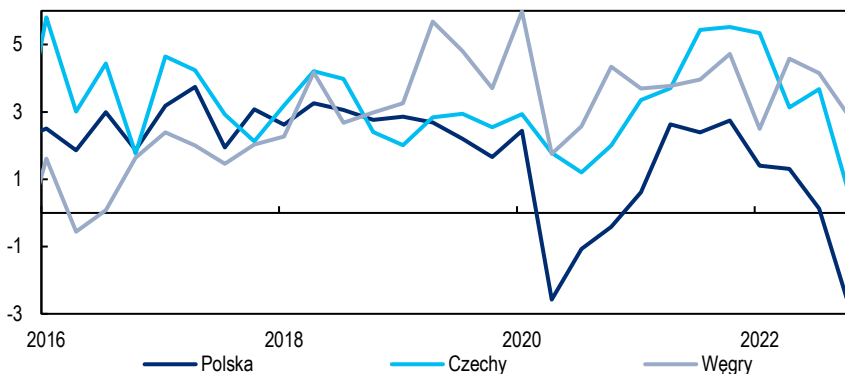
Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
I KW 23	4,72	4,45	5,24	1,06	6,75	2,55	3,65
I KW 24	4,67	4,06	5,19	1,15	6,25	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 11.01.2023 r. Pozostałe prognozy z 18.01.2023 r.

Wykres 1. Negatywny impuls kredytowy w Polsce był większy niż w innych krajach regionu

% PKB Impuls kredytowy w Europie Środkowej (gospodarstwa domowe i przeds.)



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP, MNB, CNB, Eurostat.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Maciej Bącal

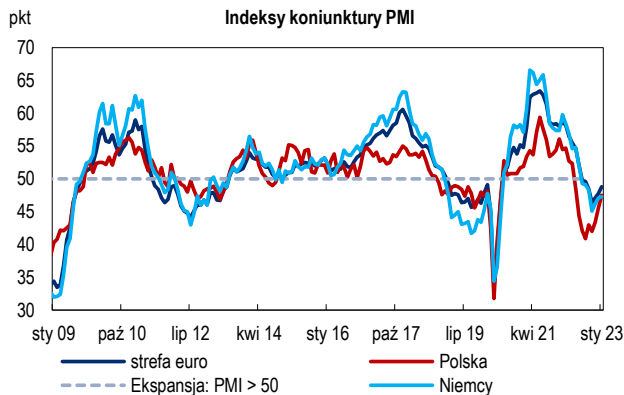
maciej.bacal@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

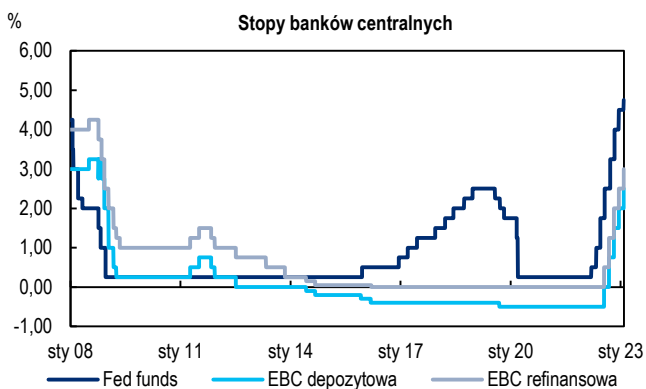
Wykres 2. Nastroje w przemyśle coraz lepsze



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

- Wskaźnik PMI dla przemysłu wzrósł w styczniu do 47,5 pkt z 45,6 pkt w grudniu, osiągając najwyższą wartością od przeszło ośmiu miesięcy.
- Ankietowane firmy raportowały, że w styczniu produkcja i nowe zamówienia spadały, aczkolwiek w wolniejszym tempie niż w poprzednich miesiącach. Niewielkiemu złagodzeniu uległo też tempo wzrostu cen, choć w mniejszym stopniu w porównaniu do końcówki 2022 roku.
- Zdecydowanie największej poprawie uległ optymizm co do oceny przyszłej produkcji. W ciągu najbliższych dwunastu miesięcy polskie firmy z sektora przetwórczego spodziewają się wzrostu popytu zagranicznego i stabilizacji cen.

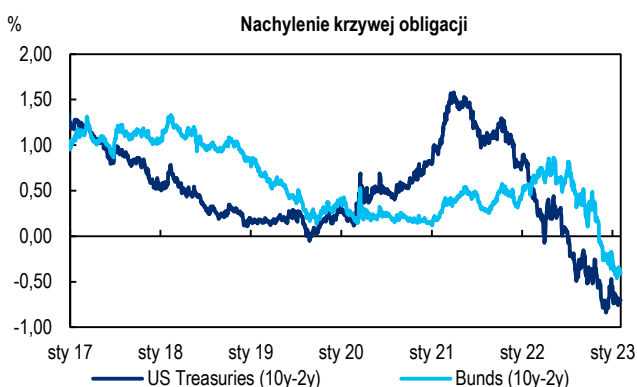
Wykres 3. Fed podwyższył stopy procentowe o 25 pb – reakcja rynku gołębia



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgodnie z oczekiwaniami Fed podniósł stopy procentowe o 25 pb. Zarówno komunikat po posiedzeniu Fed, jak i konferencja J. Powella zostały gołębio odczytane przez rynek, który obecnie spodziewa się zakończenia cyklu zacieśniania monetarnego w marcu, ze stopą docelową na poziomie 4,75 – 5,00%.
- Podczas konferencji J. Powell zaznaczył, że w długoterminowej perspektywie warunki finansowe uległy zacieśnianiu, a proces dezinflacji może postępować bez znaczącego osłabienia rynku pracy.
- Ekonomici Citi spodziewają się, że Fed może ostatecznie podnieść stopy procentowe bardziej niż wycenia to rynek, a stopa *Fed funds* może sięgnąć 5,25-5,50%. Argumentem za mocniejszym zacieśnieniem jest spodziewany wzrost inflacji bazowej w styczniu i lutym.

Wykres 4. EBC podwyższa stopy o 50 pb i zapowiada podwyżkę w tej samej skali na kolejnym posiedzeniu



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- W bardziej jastrzębim tonie przebiegało posiedzenie EBC, który (zgodnie z oczekiwaniami) podniósł stopy procentowe o 50 pb. EBC zasygnalizował, że ruch tej samej skali najprawdopodobniej zostanie powtórzony na marcowym posiedzeniu, tym samym ucinając wszelkie spekulacje dotyczące spowolnienia podwyżek stóp procentowych w związku z ostatnimi spadkami cen gazu. Prezes Lagarde wskazała, że presja cenowa w strefie euro pozostaje silna, zapewniając przy tym, że EBC jest zdeterminowany do obniżenia inflacji do celu.
- Oprócz zapowiedzianej podwyżki o 50 pb w marcu, spodziewamy się jeszcze po stronie EBC dwóch podwyżek stóp po 25 pb w maju i czerwcu, co implikowałoby docelowy poziom stopy depozytowej w strefie euro na poziomie 3,50%.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
06 lut	PONIEDZIAŁEK						
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	2,7	2	-5,3
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	3,3	4,3	0,5
07 lut	WTOREK						
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0,8	-0,7	0,2
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	--	--	0,8
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XII	-67,6	-68,5	-61,5
08 lut	ŚRODA						
	PL	Decyzja RPP	%	II	6,75	6,75	6,75
09 lut	CZWARTEK						
8:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	I	9	8,9	8,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	187	193	183
10 lut	PIĄTEK						
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	I	25,2	--	24,5
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	I	--	--	15,8
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	II	64,8	65	64,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	794	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 369	3 657
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 861	23 656
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0
Stopa bezrobocia (%)	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,9	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,5	-2,0	6,8	4,9	1,0	3,6
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,6	-0,1	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,1	0,2	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-0,6	2,2
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,8	4,6	5,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,0	1,4	5,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,3	5,1
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,6	6,0
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,7	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,2	2,5	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	6,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	6,25	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,40	4,05	4,09
USD/PLN (Średnia)	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,46	4,25	4,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,66	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,68	4,68
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-27,5	-21,2	-20,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-4,0	-2,7	-2,3
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-28,5	-23,9	-24,3
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	334,6	383,1	422,8
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,1	407,0	447,1
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	33,9	39,5	45,0
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,2	-34,7	-38,3
Rezerwy międzynarodowe	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	132,8	135,8	145,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,6	-3,5	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	40,8	40,5

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

Maciej Bącal

Stażysta

maciej.bacal@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

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.