

CitiWeekly

W polityce pieniężnej bez zmian

■ Ani ubiegłotygodniowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian (6,75%), ani sam komunikat władz monetarnych nie przyniosły większych zaskoczeń. W komunikacie trudno doszukiwać się istotnych nowych informacji, o których Rada nie wspominałaby już w poprzednich miesiącach. Tak jak sygnalizowaliśmy to w naszym ostatnim raporcie tygodniowym, Rada Polityki Pieniężnej pozostaje w trybie wyczekiwania, z którego na razie nie łatwo będzie ją wybić.

■ Najprawdopodobniej najważniejszy cytat z konferencji prasowej prezesa NBP to: „*Jest za wcześnie, by mówić o obniżkach stóp procentowych. My nawet formalnie nie zamknęliśmy cyklu podwyżek*”. Choć prezes Głapiński wyraził optymizm co do tempa przyszłego spadku inflacji, dołożył jednocześnie starań aby inwestorzy nie odnieśli wrażenia, że RPP przygotowuje się do szybkich obniżek. Taki przekaz jest o tyle istotny, że w ostatnich tygodniach rynki finansowe wyceniają możliwość cięcia stóp przed końcem roku o prawie 70 punktów bazowych, co w praktyce oznaczałoby niemal trzy „tradycyjne” obniżki po 25pb.

■ Nie można wykluczyć, że w kolejnych miesiącach RPP stanie się bardziej skłonna do obniżania stóp procentowych, na przykład jeżeli inflacja zaskoczy w dół. Niemniej sam fakt, że RPP nawet formalnie nie skończyła jeszcze cyklu podwyżek sugeruje, że droga do luzowania polityki pieniężnej może zająć trochę czasu. Nawet jeżeli RPP oficjalnie zakończy cykl podwyżek już w marcu, najprawdopodobniej minie kilka miesięcy zanim zdecyduje się na dyskusję o obniżkach, a następnie miną zapewne 2-3 kolejne miesiące zanim taka decyzja zostanie przegłosowana. Oznacza to, że scenariusz rynkowy zakładający pierwszą obniżkę już w lecie i w sumie prawie trzy obniżki w tym roku wydaje się ambitny.

■ Na lepszą ocenę perspektyw stóp procentowych będzie można sobie pozwolić po publikacji styczniowej i lutowej inflacji. Na tym etapie jednak – biorąc pod uwagę znaczne niespodzianki inflacyjne w innych krajach regionu – skłaniamy się jednak do scenariusza, który zakłada brak zmian stóp w Polsce do końca bieżącego roku. Polityka pieniężna wydaje się relatywnie mało restrykcyjna na tle innych krajów regionu, biorąc pod uwagę poziom realnych stóp rynkowych, dostępność wakacji kredytowych oraz słabość złotego. Spodziewane luzowanie polityki fiskalnej w okresie przedwyborczym może dodatkowo zmniejszać przestrzeń do cięcia stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Maciej Bącal

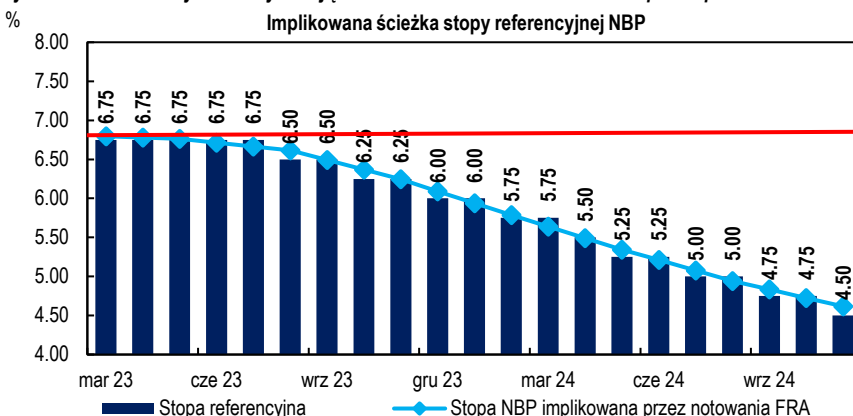
maciej.bacal@citi.com

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. Notowania rynkowe wyceniają możliwość niemal trzech obniżek stóp NBP przed końcem roku



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg.

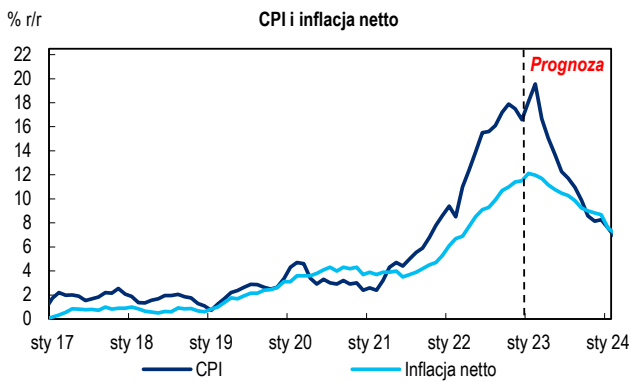
Spis treści

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

Nr str.

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja zbliża się do szczytu



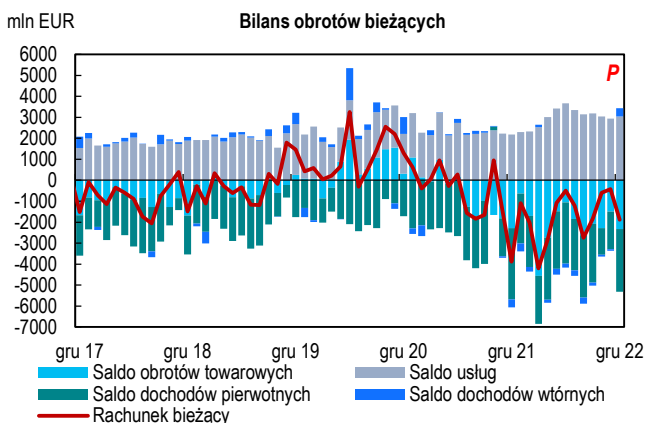
■ W najbliższą środę GUS opublikuje dane o inflacji za styczeń. Po spadkach CPI w dwóch ostatnich miesiącach 2022 roku, tym razem spodziewamy się ponownego przyspieszenia cen do 18,1% r/r z 16,6% w grudniu.

■ Zakładamy, że wzrost inflacji będzie w głównej mierze spowodowany wzrostem stawek VAT i akcyzy po częściowym wycofaniu tarczy inflacyjnej, co łącznie może podwyższyć styczniowy odczyt inflacji CPI o około 2,3 pp. Spodziewamy się też, że wraz z nowym rokiem ceny usług mogą zostać istotnie podniesione.

■ Nasze szacunki wskazują również na przyspieszenie inflacji bazowej w styczniu do 12,1% r/r z 11,5% r/r w grudniu, choć na finalny odczyt inflacji netto za styczeń trzeba będzie poczekać do marca, kiedy to zrewidowane zostaną wagi koszyka inflacyjnego.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Bloomberg

Wykres 3. Spodziewane poszerzenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących



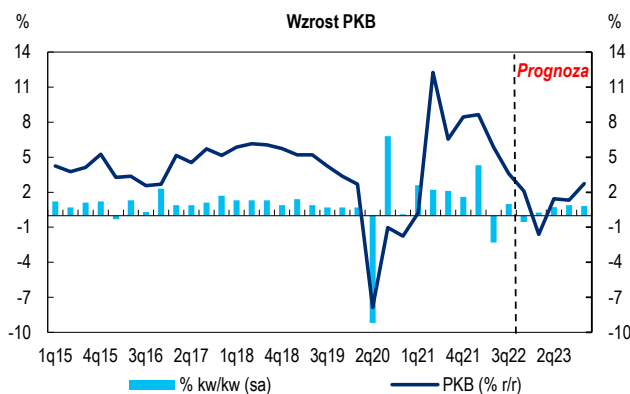
■ Po zaskakująco głębokim spadku deficytu na rachunku obrotów bieżących w listopadzie, w grudniu spodziewamy się jego wzrostu do poziomu 1,88 mld €.

■ Ze względu na osłabienie aktywności gospodarczej w końcówce 2022 roku, zarówno dynamika importu, jak i eksportu uległy wyhamowaniu. Dodatkowo czynnikiem ograniczającym import mogły być ostatnie spadki cen gazu i ropy naftowej.

■ Jednocześnie w grudniu do Polski napłynęło 2,7 mld euro funduszy unijnych, z których większość została uwzględniona w rachunku kapitałowym.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 4. Gospodarka wyhamowała w końcówce roku, odbicie na horyzoncie



■ W rozpoczynającym się tygodniu GUS opublikuje wstępne dane o PKB za IV kwartał 2022 roku.

■ Opublikowany pod koniec stycznia 4,9% wzrost gospodarczy za cały 2022 rok pozwala sądzić, że PKB w IV kwartale wyhamował do około 2,1 – 2,4% r/r wobec wzrostu o 3,6% r/r w III kwartale. Co ciekawe, finalne dane za cały 2022 rok wskazują również, że ostatnie miesiące przyniosły mocne tąpnięcie konsumpcji prywatnej, co byłoby spójne z danymi o sprzedaży detalicznej i płacach.

■ Nasze szacunki wskazują również na znaczący wzrost dynamiki inwestycji w IV kwartale zeszłego roku.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lut		PONIEDZIAŁEK					
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	XII	-1882	-1509	-422
14 lut		WTOREK					
10:00	PL	PKB	% r/r	4Q	--	3,6	2,2
11:00	EUR	PKB	% r/r	4Q	0,1	0,1	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	I	0,5	0,5	-0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	I	0,4	0,4	0,3
15 lut		ŚRODA					
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	I	18,1	17,7	16,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	2,4	1,9	-1,1
16:00	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0,1	0,5	-0,7
16 lut		CZWARTEK					
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	I	1380	1350	1330
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	I	1357	1358	1382
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	205	200	187
15:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	I	0,5	0,4	-0,5

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 otrzymaniem 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 twórcą 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.