

CitiWeekly

Inflacja bazowa wciąż problemem

■ Ostatnia seria danych miała łagodny wydźwięk. Z jednej strony inflacja w styczniu okazała się zdecydowanie niższa od oczekiwań - wskaźnik CPI wzrósł do „zaledwie” 17,2%, podczas gdy konsensus prognoz kształtował się na poziomie 17,8%. Z drugiej strony wzrost gospodarczy w ostatnim kwartale 2022 r. lekko rozczarował, obniżając się do 2% r/r (konsensus 2,2%).

■ W rzeczywistości najciekawsza część danych kryje się w szczegółach. Mniejsza od prognoz inflacja na pewno jest pozytywną informacją dla NBP, ponieważ obniża spodziewany szczyt CPI. Niemniej trudno pominąć fakt, że za całość styczniowej niespodzianki inflacyjnej (przynajmniej w odniesieniu do naszej prognozy) odpowiadają ceny energii. Ze względu na wygasanie tarcz inflacyjnych i częściowe podwyżki cen energii elektrycznej spodziewaliśmy się wzrostu w tej kategorii na poziomie ponad 16% m/m, podczas gdy w rzeczywistości wyniósł on ok. 10%. Tak dużą różnicę trudno wyjaśnić nie dysponując rozbiciem CPI, na które musimy poczekać do marca.

■ Tym, czego najbardziej obawialiśmy się w ostatnich miesiącach była nie tyle podwyżka cen energii, co raczej seria podwyżek rozlewających się po licznych innych kategoriach. Opublikowane dane wydają się potwierdzać, że taki scenariusz faktycznie się zrealizował, a styczeń przyniósł większe niż zazwyczaj dostosowania w cennikach. Według naszych szacunków inflacja bazowa wyniosła – już po oczyszczeniu z sezonowości - około 1.1% m/m. W przeliczeniu na roczne dynamiki (tj. po zanulizowaniu) ceny „bazowe” rosły w tempie około 13,5% i nie wykazywały żadnych oznak hamowania.

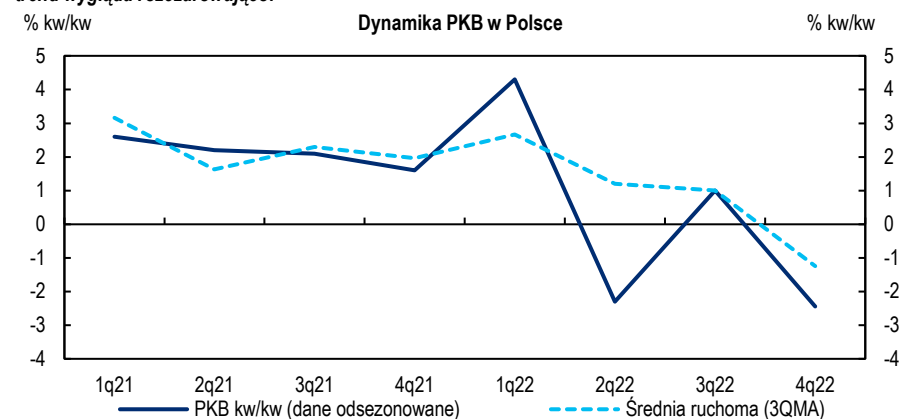
■ W przypadku PKB nie znamy jeszcze szczegółowego rozbicia na poszczególne komponenty, ale uwagę zwraca bardzo silne hamowanie kwartalnej dynamiki. W IV kw. PKB spadł o 2,4% kw/kw. Bardzo duża zmienność kwartalnej dynamiki w ostatnim czasie może być efektem silnych szoków cenowych/wahań zapasów i niewykluczone, że przyszłe rewizje danych „wygładzą” ścieżkę PKB. Zapewne jednak nie zmienią one ogólnego jej kształtu, który - jak pokazuje jasnoniebieska linia na wykresie 1 – nie wygląda pozytywnie. Niemniej jest szansa, że dane te pokazują trendy, które dobiegają końca. Biorąc pod uwagę otwarcie Chin, lepsze dane ze strefy euro, niższe ceny gazu i prawdopodobny spadek inflacji, spodziewamy się, że kolejne kwartały przyniosą już lepsze odczyty PKB w ujęciu kwartał do kwartału.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,76	4,25	5,23	1,12	6,75	2,65	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,28	1,17	6,00	2,00	-

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.02.2023 r. Pozostałe prognozy z 18.01.2023 r.

Wykres 1. Nawet jeżeli rewizje PKB mają szansę ostatecznie doprowadzić do „wygładzenia” dynamik, ogólny trend wygląda rozczarowująco.



Źródło: GUS, Szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Maciej Bącal

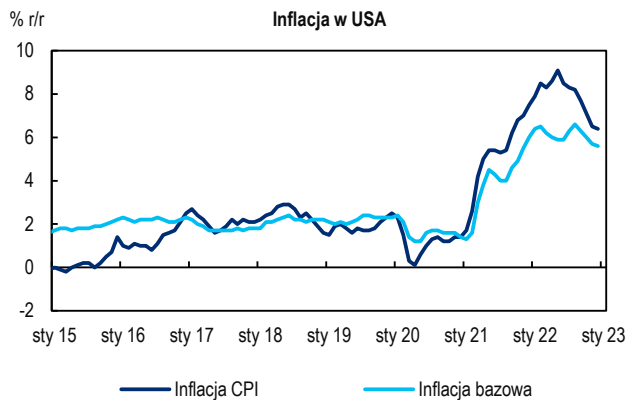
maciej.bacal@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja w USA powyżej oczekiwań



■ Indeks cen konsumpcyjnych w USA spowolnił w styczniu do 6,4% r/r z 6,5% r/r w grudniu, a więc w mniejszej skali niż oczekiwał tego rynek (6,2% r/r). W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,5%, w głównej mierze za sprawą wzrostu cen w kategorii związanej z użytkowaniem mieszkań. Szczegółowe dane wskazują ponadto na kontynuację trendu hamowania wzrostu cen towarów, przy wciąż pozostającej na wysokim poziomie dynamice cen usług.

■ Zdaniem ekonomistów Citi, odczyty inflacji w USA w najbliższych miesiącach pozostaną na wysokim poziomie i będą napędzane wzrostem cen usług, co najprawdopodobniej skłoni władze Fed do mocniejszego niż zakładał rynek zacieśnienia polityki pieniężnej. Bazowy scenariusz Citi wciąż zakłada trzy podwyżki po 25 pb., co implikowałoby docelową stopę Fed na poziomie 5,25 – 5,50.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. Większa liczba dni roboczych powinna wspierać dane o sprzedaży detalicznej

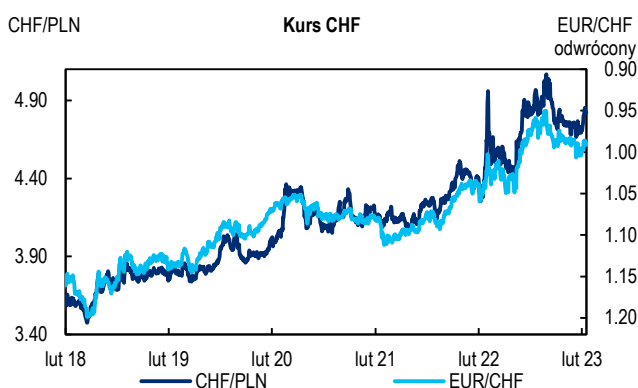


■ W przyszłym tygodniu GUS opublikuje krajowe dane o aktywności gospodarczej za styczeń. Spodziewamy się przyspieszenia dynamiki sprzedaży detalicznej w styczniu do 2,2% r/r z 0,2% r/r w grudniu, jednak ryzyko dla tej prognozy widzimy po stronie słabszego wyniku. Poprawy dynamiki rocznej oczekujemy praktycznie jedynie za sprawą większej liczby dni roboczych w styczniu w porównaniu z ubiegłym rokiem.

■ Naszym zdaniem aktywność konsumentów w dalszym ciągu znajduje się pod presją uporczywie wysokiej inflacji oraz spadku realnych dochodów, co powinno być szczególnie widoczne w danych o sprzedaży dóbr trwałego użytku.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Złoty praktycznie nie reaguje na opinię rzecznika TSUE



■ Długo wyczekiwana opinia rzecznika TSUE (dotycząca wynagrodzenia za korzystanie z kapitału po unieważnieniu umów kredytów walutowych) nie przyniosła większych zmian na rynku walutowym. W dniu jej ogłoszenia złoty tracił na wartości mniej niż np. forint.

■ Biorąc pod uwagę, że termin ogłoszenia opinii był znany od miesiąca, a na werdykt samego TSUE będzie trzeba i tak poczekać jeszcze kilka miesięcy, spokojna reakcja rynkowa nie zaskakuje. Można przypuszczać, że ewentualny wpływ na kurs złotego będzie się materializował w średnim terminie, a nie natychmiast. Spodziewamy się raczej, że złoty przez dłuższy czas pozostanie na obecnym słabym poziomie (4,7-4,8 wobec euro), zamiast powracać do silniejszych poziomów notowanych przed pandemią (4,2-4,3).

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 lut	PONIEDZIAŁEK						
10:00	PL	Plac	% r/r	I	14.1	12.9	10.3
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	2.5	1.8	2.2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	4.8	4.1	1
21 lut	WTOREK						
9:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	II	47	48	47.3
9:30	DE	PMI dla usług	pkt	II	52.3	51	50.7
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	2.2	1	0.2
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	I	-6	-3.8	-0.8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	II	48.6	49.4	48.8
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	II	52	51.2	50.8
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	II	47	47.1	46.9
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	II	46.6	47.2	46.8
22 lut	ŚRODA						
8:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	I	8.7	8.7	8.6
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	II	92.5	91	90.2
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	II	--	5.8	5.4
23 lut	CZWARTEK						
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	I	5.5	5.5	5.2
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	II	8.7	8.6	9.2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	200	195	194
24 lut	PIĄTEK						
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	I	1.2	0.9	0.2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	I	1.7	1	-0.2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	I	0.6	0.5	0.1
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	II	--	66.4	64.9
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	I	636	625	616

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	-20,3	-21,2	-20,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,7	-2,3
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-24,7	-23,9	-24,3
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	320,6	383,1	422,8
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	345,3	407,0	447,1
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	35,9	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.