CitiWeekly

Oczekiwane złagodzenie retoryki banków centralnych

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal
maciej.bacal@citi.com

- Marcowe posiedzenie FOMC było ważnym punktem tegorocznego kalendarza banków centralnych i nabrało szczególnego znaczenia w obliczu obaw o stabilność sektora bankowego. Stopa funduszy federalnych została podniesiona o 25 pb do przedziału 4,75%-5,00% co było zgodne z rynkowymi oczekiwaniami, które jednak ulegały silnym zmianom w dniach poprzedzających marcową decyzję.

- Wydźwięk komunikatu FOMC był gołębi w porównaniu ze styczniem i zakładał, że „*pewne dalsze dostosowanie polityki pieniężnej może być odpowiednie*", podczas gdy wcześniej wskazywano, że „*właściwe będzie kontynuowanie procesu podwyższania docelowego poziomu stóp procentowych*". Na fakt, że pole do dalszych podwyżek stóp procentowych może się wyczerpywać wskazują projekcje makroekonomiczne zaprezentowane przez Fed, gdzie docelowy poziom stopy funduszy federalnych został utrzymany w 2023 roku na 5,1% (środek przedziału 5,00%-5,25%).

- Obawy o stabilność amerykańskiego i europejskiego sektora finansowego miały silny wpływ na oczekiwania wobec dalszych działań banków centralnych. Krzywa kontraktów terminowych na stopy procentowe w USA wskazuje, że komitet FOMC nie zdecyduje się na dalsze podwyżki stóp procentowych, a już w czerwcu mógłby rozpocząć się proces obniżek stóp.

- Zmiany oczekiwań uczestników rynków finansowych miały na razie niewielki wpływ na działania europejskich banków centralnych, gdyż EBC (strefa euro), SNB (Szwajcaria) i BoE (Wielka Brytania) podniosły w marcu stopy zgodnie z wcześniejszymi wskazaniami i planują dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej.

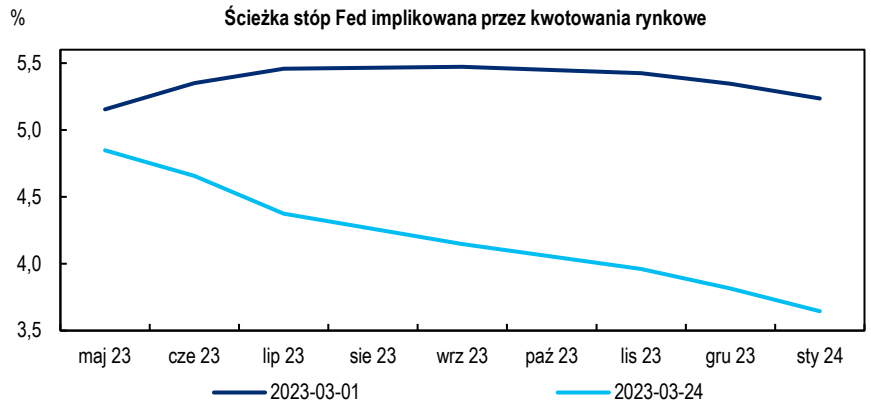
- W tym tygodniu zaplanowane są posiedzenia banków centralnych z Węgier (MNB) oraz Czech (CNB). W obydwu przypadkach zakładamy, że stopy procentowe nie ulegną zmianie. Główna stopa ustalana przez MNB wynosi 13% (jednak dla rynku istotna jest stopa O/N na poziomie 18%), a dla CNB jest to 7%. Spadek oczekiwań na dalsze podwyżki stóp na rynkach bazowych zwiększa prawdopodobieństwo obniżek stóp w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, jednak w naszych prognozach zakładamy, że banki centralne będą ostrożne. W przypadku polskiego NBP wciąż uważamy, że do końca roku stopa referencyjna nie ulegnie zmianie (6,75%).

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,74	4,27	5,21	1,11	6,75	2,55	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 21.03.2023 r. Pozostałe prognozy z 22.03.2023 r.

Wykres 1. Od początku miesiąca wyraźnie spadły rynkowe oczekiwania wobec poziomu stóp procentowych w USA.



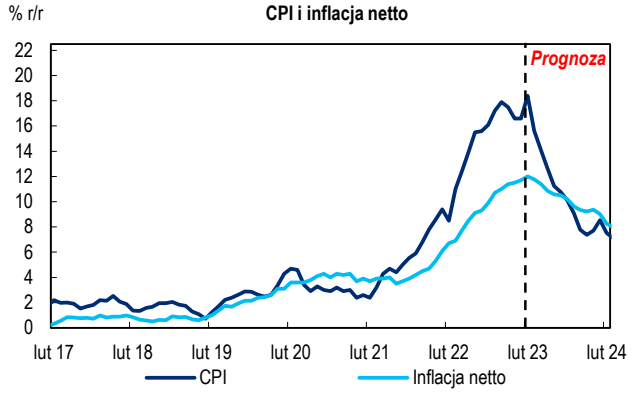
Źródło:Bloomberg, Citi Handlowy.

Spis treści **Nr str.**

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

Tydzień w wykresach

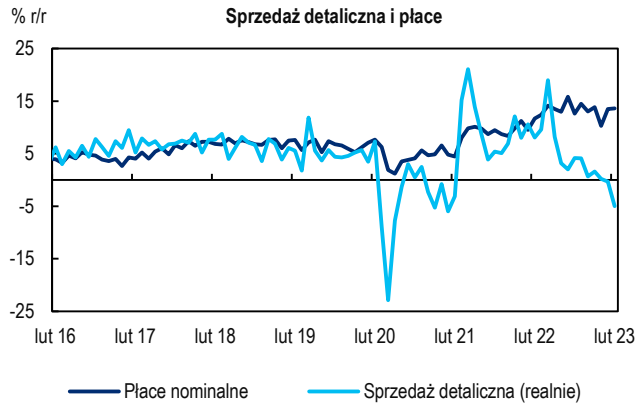
Wykres 2. Początek dezinflacji



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

- W piątek GUS opublikuje szacunkowe dane o inflacji za marzec. Spodziewamy się znaczącego spadku rocznej dynamiki cen do 15,6% r/r z 18,4% r/r w lutym, choć w ujęciu m/m ceny nadal powinny wciąż szybko rosnąć w tempie około 0,8%.
- Zakładamy, że spadek inflacji powinien być w głównej mierze spowodowany obniżeniem rocznej dynamiki cen paliw. Ponadto, w dalszym ciągu silnie powinna drożeć żywność.
- Spodziewamy się również utrzymania inflacji bazowej na wysokim poziomie, która według naszych szacunków powinna tylko nieznacznie wyhamować do 11,8% r/r z 12% r/r w lutym (dane na ten temat zostaną opublikowane 17 kwietnia).

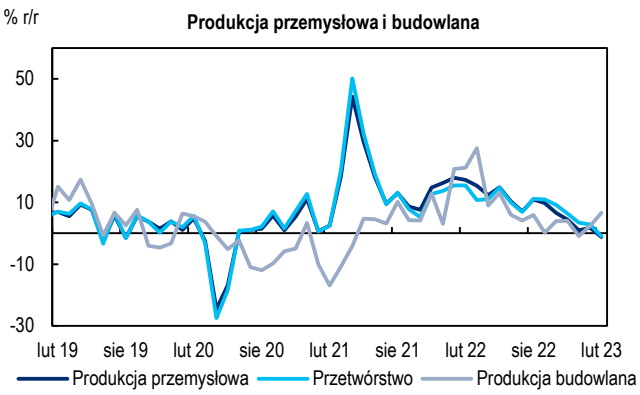
Wykres 3. Mocne hamowanie sprzedaży detalicznej, płace wciąż wysoko



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

- Sprzedaż detaliczna spadła w lutym o 5% r/r wobec spadku o 0,3% r/r w styczniu, plasując się znacznie poniżej konsensusu rynkowego na poziomie -1,5% r/r. Szczegółowe dane wskazują, że konsumenci oprócz redukcji wydatków na dobra trwałe, ograniczają także zakupy dóbr podstawowych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się pogłębienia spadków sprzedaży detalicznej, ze względu na efekty bazy związane z ubiegłorocznym napływem uchodźców z Ukrainy.
- Głównym czynnikiem obniżającym aktywność konsumentów jest realny spadek dochodów. W lutym jednak nieoczekiwanie dynamika płac w przedsiębiorstwach przyspieszyła do 13,6% r/r z 13,5% miesiąc wcześniej. Na wzrost dynamiki płac po części wpłynęła kwartalna wypłata premii w górnictwie, choć trzeba przyznać, że podwyżki płac rozlały się szeroko po wielu kategoriach, co wskazuje na utrzymującą się presję płacową.

Wykres 4. Produkcja przemysłowa hamuje coraz mocniej, kontynuacja odbicia w produkcji budowlanej



Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

- W lutym produkcja przemysłowa spadła o 1,2% r/r po wzroście o 1,8% r/r w styczniu, notując tym samym najgorszy wynik od maja 2020 roku. Struktura danych wskazuje, że najgłębsze spadki w ujęciu rok-do-roku zostały odnotowane w produkcji metali i chemikaliów, lepiej radziły sobie natomiast przedsiębiorstwa, działające w sektorach nastawionych na eksport, m.in. producenci urządzeń elektrycznych oraz części samochodowych.
- Kolejny miesiąc z rzędu pozytywnie zaskoczyły dane o produkcji budowlanej, której dynamika przyspieszyła w lutym do 6,6% r/r z 2,4% r/r miesiąc wcześniej, głównie za sprawą znaczącego wzrostu produkcji w segmencie inżynierii lądowej i wodnej. W dalszym ciągu ujemna dynamika odnotowywana jest w segmencie budowy budynków, co odzwierciedla dekoniunkturę w budownictwie mieszkaniowym.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 mar		**PONIEDZIAŁEK**					
10:00	DE	Indeks instytutu Ifo	pkt	III	91.5	90.9	91.1
28 mar		**WTOREK**					
14:00	HU	Decyzja MNB	%	III	13	13	13
14:30	USA	Saldo obrotów towarowych	mld $	II	-92.4	-90	-91.1
16:00	USA	Indeks zaufania konsumentów	pkt	III	102.7	101.5	98.5
29 mar		**ŚRODA**					
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	III	7	7	7
30 mar		**CZWARTEK**					
10:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	III	100.2	99.8	99.7
14:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	III	7.4	7.3	8.7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	197	--	191
31 mar		**PIĄTEK**					
3:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	III	51	52	52.6
3:00	CN	PMI dla usług	pkt	III	--	54.3	56.3
10:00	**PL**	**Inflacja CPI**	**% r/r**	**III**	15.6	16.1	18.4
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	III	6.8	7.2	8.5
14:30	USA	Inflacja PCE	% m/m	III	0.3	0.4	0.6
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	III	0	0.3	0.6
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	III	0.1	0.3	1.8
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	pkt	III	--	43.6	43.6
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	III	--	63.4	67

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	796	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 370	3 659
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 915	23 667
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	4,4	-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	5,8	1,4	5,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,4	5,3
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,8	6,1
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)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,05	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,25	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,69	4,74	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,5	-17,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,1	-2,2	-1,9
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-26,0	-22,9	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,8	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,6	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,5	48,5
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,1	-35,4	-39,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-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

Arkadiusz Trzciołek

Starszy Ekonomista

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

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 jedynego 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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.