

CitiWeekly

Droga do celu wciąż odległa

■ Kwiecień jest siódmym z kolei miesiącem w którym stopy procentowe pozostały bez zmian. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, również tym razem Rada Polityki Pieniężnej nie wprowadziła istotnych zmian w swoim oficjalnym komunikacie. Traktujemy to jako sygnał, że dotychczasowa polityka wyczekiwania i stabilnych stóp procentowych będzie kontynuowana w dającej się przewidzieć przyszłości.

■ Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes NBP stwierdził, że jeżeli sytuacja będzie się rozwijać zgodnie z przewidywaniami, to do kolejnych podwyżek już nie dojdzie. Z drugiej strony, jego zdaniem warunkiem do tego, aby rozpocząć cykl obniżek jest to, aby RPP była przekonana, że „inflacja szybko spada do poziomu celu”. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę, że nawet projekcja samego banku centralnego nie pokazuje spadku inflacji do celu, oznacza to, że perspektywa cięć jest odległa.

■ RPP wydaje się usatysfakcjonowana samym faktem, że w marcu inflacja zaczęła spadać. Wpisuje się to w naszą ocenę, że w obecnych warunkach Rada zwraca większą uwagę na gradient inflacyjny (to, czy CPI spada, czy rośnie), a nie na cel inflacyjny. Z drugiej strony, pomimo gołębiego tonu prezesa NBP, w ostatnich komentarzach trudno znaleźć argumenty uzasadniające oczekiwania rynkowe na obniżki stóp o 50 pb do końca br. W bazowym scenariuszu spodziewamy się, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku.

■ W tym kontekście interesujące wydają się wyniki najnowszej ankiety NBP przeprowadzonej wśród profesjonalnych prognostów. Pokazują one, że zdaniem pytanym analityków nawet w 2025 roku szanse na to, że inflacja przekroczy poziom celu sięgają 80%. Wartość tej ankiety nie polega na tym, że skutecznie przewiduje ona inflację za trzy lata, lecz raczej na tym, że mówi ona wiele o postrzeganiu determinacji władz monetarnych do osiągnięcia celu. W horyzoncie trzyletnim RPP ma potencjalnie możliwość sprowadzić inflację do dowolnego poziomu jaki tylko sobie wyznaczy. Jeżeli prognozy rynkowe powszechnie przewidują, że w tej perspektywie inflacja pozostanie powyżej celu, może to sugerować, że prognozujący zakładają, iż Rada będzie traktować realizację celu w sposób elastyczny. Jeżeli powyższe wątpliwości dzielą również firmy i gospodarstwa domowe, obniżanie inflacji może stać się jeszcze trudniejsze.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

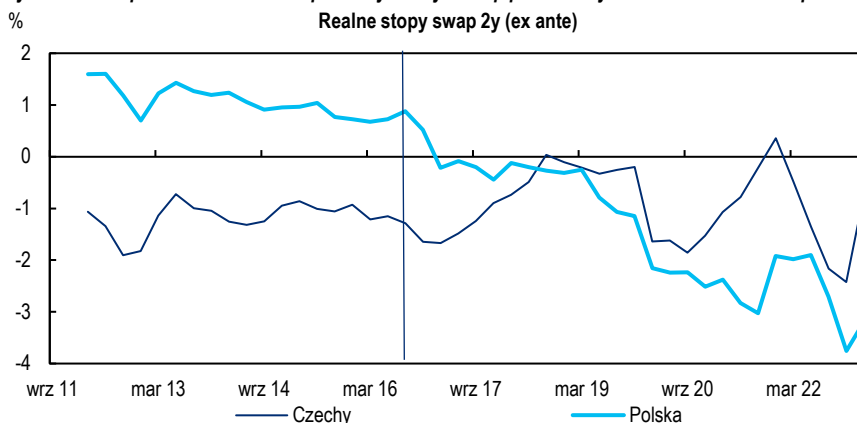
maciej.bacal@citi.com

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 II poł. 2016 roku trend spadkowy realnych stóp procentowych w Polsce nabrał tempa.



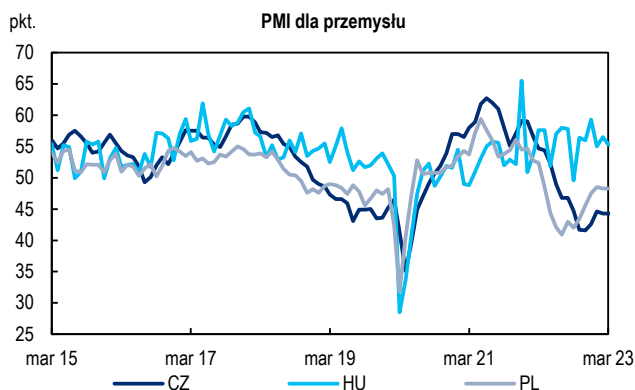
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Bloomberg, dane o długoterminowych oczekiwaniach inflacyjnych z NBP i CNB.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Nieznaczny spadek indeksu PMI w marcu



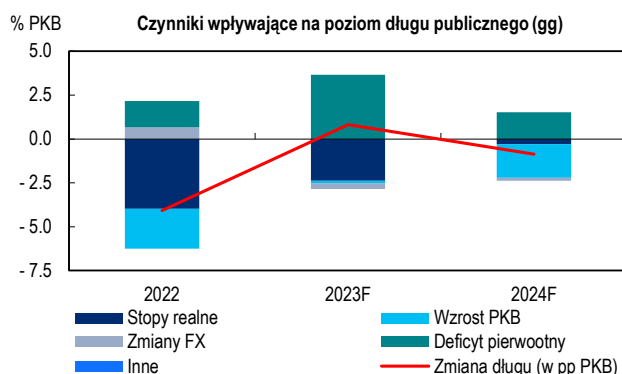
■ Wskaźnik PMI dla polskiego przetwórstwa przemysłowego nieznacznie obniżył się w marcu do 48,3 pkt z 48,5 pkt w lutym. Był to pierwszy spadek po czterech z rzędu miesiącach wzrostów.

■ Za marcowe pogorszenie indeksu PMI w głównej mierze odpowiadały spadki wartości subindeksów produkcji i nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych. Ankietowane firmy wskazywały również na kontynuację spadku zatrudnienia.

■ Pozytywną część raportu stanowiły natomiast oczekiwania przedsiębiorstw co do przyszłej produkcji, które okazały się najwyższe od lutego ub.r. Jednocześnie stabilizacja w łańcuchach dostaw po wcześniejszych znacznych zaburzeniach pomogła ograniczyć presję kosztową.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. Dług sapdł w 2022 głównie dzięki wysokiej inflacji oraz silnemu wzrostowi PKB



■ Według wstępnych szacunków GUS, deficyt sektora rządowego i samorządowego poszerzył się w 2022 roku do 3,4% PKB wobec 1,8% PKB rok wcześniej. Jest to wynik nieznacznie wyższy od naszych szacunków (2,9% PKB), ale jednocześnie wyraźnie niższy od tego, który zakładało Ministerstwo Finansów w ustawie budżetowej.

■ Dług sektora rządowego i samorządowego obniżył się do 49,1% PKB z 53,6% PKB rok wcześniej, głównie dzięki wysokiej inflacji (ujemne stopy realne) i wciąż wysokiemu wzrostowi PKB.

■ W 2023 roku spodziewamy się ponownego poszerzenia deficytu budżetowego do poziomu około 5,6% PKB, co naszym zdaniem będzie miało związek ze spadkiem aktywności gospodarczej (efekt cykliczny), a także poluzowaniem polityki fiskalnej przed jesiennymi wyborami (efekt strukturalny).

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Rynek pracy w USA pozostaje ciasny



■ W marcu wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym był bliski oczekiwaniom i wyniósł 236 tys. (konsensus: 240 tys.). Stopa bezrobocia (spadek do 3,5% z 3,6% w lutym) oraz wynagrodzenia godzinowe (0,3% m/m wobec 0,2% miesiąc wcześniej) również nie okazały się zaskoczeniem.

■ Marcowy raport z rynku pracy nie wpisał się w negatywny wydźwięk innych miar rynku pracy publikowanych w ostatnim czasie. Pomimo poluzowania sytuacji (m.in. spadek liczby wakatów poniżej 10 mln po raz pierwszy od blisko 2 lat), rynek pracy pozostaje „ciasny”.

■ Naszym zdaniem choć najnowsze dane nie skłonią Fed do zwiększenia tempa podwyżek stóp procentowych, jednak nie są one wystarczające aby uzasadnić zakończenie cyklu. Solidny odczyt inflacji za kwiecień stanowiłby podstawę do podwyżki stóp w maju o 25 pb.

Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 kwi ŚRODA							
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	III	--	24.7	25.4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	0.2	0.3	0.2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	III	0.5	0.4	0.5
13 kwi CZWARTEK							
8:00	DE	Inflacja CPI - finalny odczyt	% r/r	III	7.4	7.4	8.7
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	III	--	--	16.7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	II	0.081	0.28	1.429
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	215	215	228
14 kwi PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - finalny odczyt	% r/r	III	16.2	16.2	18.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	-0.7	-0.4	-0.4
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	III	--	62.5	62

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	782	908
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 044	3 328	3 646
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 966	20 540	23 905
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	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,2	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,7
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
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	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,09	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,27	4,02
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	4,72	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
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	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	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	-3,4	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,7	-5,6	-0,7	-2,0	-3,7	-1,5
Dług publiczny (polska metodologia)	48,3	46,4	43,2	47,5	43,8	40,4	41,0	40,0

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 Trzciolek

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

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 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.