

CitiWeekly

Podwyżki stóp raczej nie skończą się w maju

■ Na początek maja zaplanowane są posiedzenia banków centralnych USA i strefy euro. Przed poprzednimi posiedzeniami (w marcu) rynkowe nastroje były napięte w związku z obawami o stabilność sektora bankowego. Od tego czasu jednak uległy one stabilizacji i w przypadku Fed oraz EBC inwestorzy oczekują kontynuacji zacieśniania polityki pieniężnej.

■ Główna stopa ustalana przez amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) znajduje się w przedziale 4,75%-5,00% i rynkowe notowania wskazują na podwyżkę o 25 pb. W ostatnich tygodniach oczekiwania dla stopy funduszy federalnych przesunęły się zauważalnie w dół, gdyż w momencie szczytowym (8 marca) wycena rynkowa wskazywała na poziom 5,75% (dla górnego ograniczenia zakresu). Obawy związane z recesją i kondycją amerykańskich banków powodowały, że rynek instrumentów pochodnych wskazuje na koniec cyklu podwyżek Fed już w pierwszej połowie tego roku, a na koniec roku główna stopa procentowa miałaby spaść poniżej 5%. Naszym zdaniem istnieje ryzyko, że rynkowe obawy nie doceniają w pełni siły amerykańskiego rynku pracy oraz uparcie wysokiej inflacji. Zgodnie z konsensusem oczekujemy, że w maju stopa funduszy federalnych zostanie podniesiona do 5,25%. Jednak do końca roku widzimy pole do dalszego wzrostu do 5,75%, a obniżki powinny rozpocząć się dopiero w 2024 roku.

■ W marcu Europejski Banki Centralny nie zdecydował się na spowolnienie zacieśniania stóp procentowych, podnosząc stopy o 50 pb: refinansową do 3,5% a depozytową do 3%. W przypadku strefy euro obawy inflacyjne wydają się silniejsze niż ma to miejsce w USA. Pomimo spadku głównego wskaźnika HICP, jego wersja bazowa nie wskazuje oznak szybkiego powrotu do celu. Oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu stopy w strefie euro wzrosną o 25 pb, a do końca roku stawka depozytowa osiągnie 4%. Nasze założenia są tylko nieco bardziej „agresywne” niż wyceny z kontraktów pochodnych, które zakładają ruch o 75 pb do końca 2024. W przypadku EBC dłuższy proces dojścia do celu inflacyjnego będzie naszym zdaniem powodował, że dopiero w drugiej połowie przyszłego roku dojdzie do pierwszych obniżek stóp procentowych w strefie euro.

■ Najbliższe posiedzenia FOMC i EBC nie powinny mieć wpływu na nastawienie RPP. Cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce (nieoficjalnie) dobiegł końca, a na początku 2024 roku prawdopodobnie dojdzie do pierwszych obniżek stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

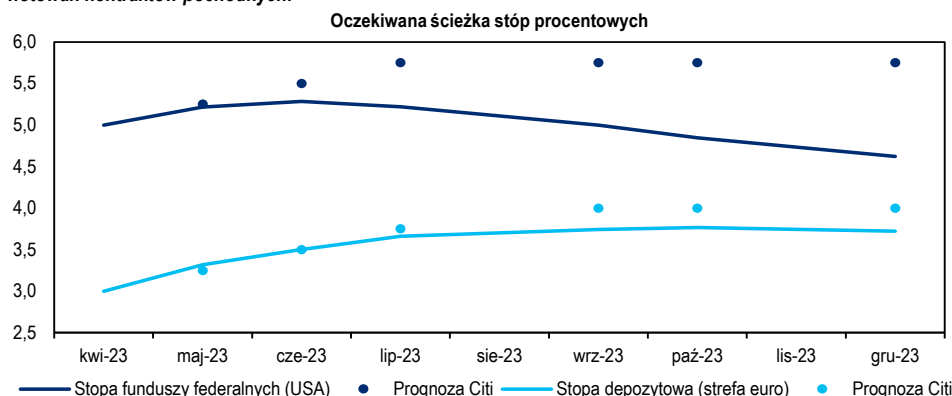
maciej.bacal@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,67	4,10	5,25	1,14	6,75	2,50	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,24	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 18.04.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.04.2023 r.

Wykres 1. Oczekujemy, że podwyżki stóp procentowych w USA i strefie euro potrwają dłużej niż wynika to z notowań kontraktów pochodnych.



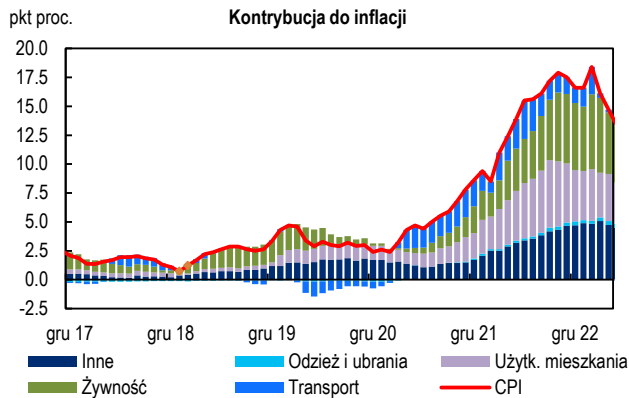
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv.

Spis treści

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

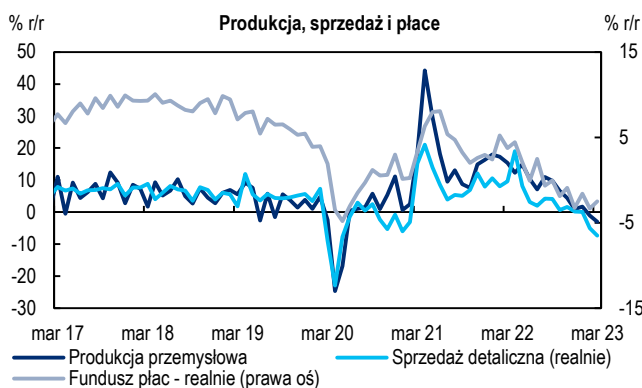
Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja niższa dzięki żywności i paliwom



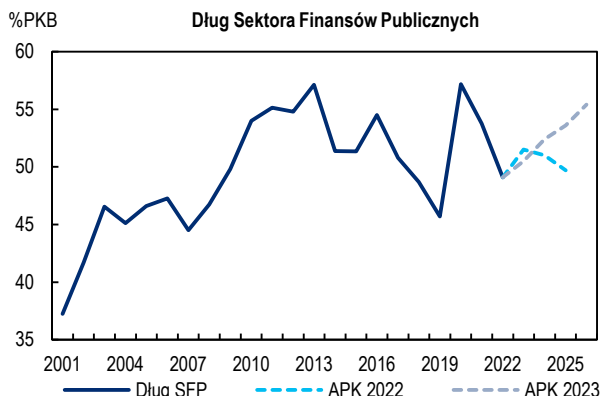
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. Słabe dane z gospodarki za marzec



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Rząd oczekuje wyższego poziomu długu publicznego w kolejnych latach



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

■ Najnowsze dane o inflacji CPI dobrze odzwierciedlają sytuację, w której znalazła się polska gospodarka. Wskaźnik inflacji obniżył się w kwietniu do 14,7% i był o niemal 4 punkty procentowe niższy niż dwa miesiące wcześniej. Niemniej spadek wynikał przede wszystkim z wyhamowania cen żywności i paliw. Tempo w jakim rosną ceny „bazowe” (czyli ceny po wyeliminowaniu żywności, paliw i energii) nie wskazuje na istotne osłabienie presji cenowej (ok. 12,3% r/r).

■ W kolejnych miesiącach zapewne podtrzymany zostanie silny spadkowy trend CPI, podczas gdy inflacja bazowa będzie zdecydowanie bardziej uporczywa. W praktyce oznacza to, że inflacja pozostanie poważnym problemem, chociaż zapewne nieco mniej widocznym niż dotychczas (bo nie dotyczącym już często kupowanej żywności).

■ Sprzedaż detaliczna obniżyła się w marcu o 7,3% r/r, a dokładniejsze rozbięcie danych wskazuje, że spośród wszystkich kategorii rosła jedynie sprzedaż odzieży i obuwia (w ujęciu r/r). Słaby odczyt sprzedaży to wynik wysokiego efektu bazy z zeszłego roku oraz szoku inflacyjnego, rzutującego na zdolności nabywcze konsumentów.

■ Rozczarowujące okazały się też dane o produkcji przemysłowej, której dynamika w marcu obniżyła się do -2,9% r/r z -1% r/r w lutym. Do słabego wyniku przyczyniała się m.in. niska produkcja w „wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną”. Kolejny raz zauważalny wzrost produkcji został natomiast odnotowany w branży motoryzacyjnej.

■ Marcowy zestaw danych utwierdza nas w przekonaniu co do mocnego hamowania gospodarki na początku bieżącego roku – spodziewamy się spadku PKB w 1 kwartale 2023 roku o 1,9% r/r.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 maj		ŚRODA					
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	V	7	7	7
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	V	--	53,7	53,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	V	52,2	51,9	51,2
20:00	USA	Decyzja Fed	%	V	5,25	5,25	5
04 maj		CZWARTEK					
3:45	CN	PMI dla usług	pkt	IV	--	50,3	50
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	IV	--	55,7	55,7
11:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IV	56,6	56,6	55
14:15	EUR	Decyzja EBC	%	V	3,25	3,25	3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	240	230
05 maj		PIĄTEK					
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	% m/m	IV	215	180	236
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	IV	3,5	3,6	3,5
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	IV	0,4	0,3	0,3

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	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 366	3 690
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 101	24 262
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, pieniądz i kredyty								
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)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,06	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,69	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	-3,7	-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	39,4	40,1	39,1

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, CFA

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.