

Citi Weekly

Wielki zwrot

- Styczniowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian nie była zaskoczeniem ani dla nas ani dla „konsensusu” rynkowego. Niespodzianką okazała się jednak komunikacja dotycząca perspektyw inflacyjnych oraz przyszłych ruchów RPP. Co prawda prezes NBP zasygnalizował, że w marcu inflacja może spaść w pobliże celu inflacyjnego, jednak następnie poświęcił większą część konferencji prasowej na zarysowanie scenariusza, w którym inflacja wkrótce po marcu zaczyna rosnąć i zmierza w kierunku 6–8%.
- Szef banku centralnego podkreślił, że niepewność dotycząca przyszłej inflacji dotyczy decyzji rządowych (moment podwyżki VAT, skala uwolnienia cen prądu, podwyżki płac w sferze budżetowej). Od tych decyzji może zależeć to, czy RPP będzie mogła obniżyć stopy procentowe. W naszej ocenie ton tych wypowiedzi wręcz poddaje w wątpliwości czy do obniżek w ogóle dojdzie. Dodatkowo, wywiad członka RPP Ireneusza Dąbrowskiego dla agencji [Bloomberg](#) sugeruje możliwość nie tylko podwyżek, ale teoretycznie dopuszcza wręcz możliwość sprzedaży obligacji z portfela NBP.
- Od dłuższego czasu głównym elementem naszego scenariusza na 2024 rok jest założenie, że RPP nie obniży stóp procentowych tak bardzo, jak wyceniają to rynki finansowe (około 125–150 pb). W tym kontekście jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli RPP wydają się spójne z tym scenariuszem. Jednak szybkość i łatwość z jaką bank centralny przeszedł od niespodziewanie dużych obniżek stóp procentowych we wrześniu–październiku do obecnego martwienia się o przyszłą inflację wydaje się zaskakująca. Na razie część inwestorów wydaje się nie zauważać, że do takiego zwrotu w komunikacji doszło.
- Przesłanie płynące ze strony RPP wydaje się jednoznaczne. RPP zapewne w najbliższym czasie będzie powstrzymywać się od łagodzenia polityki pieniężnej, a obniżka w marcu (dotychczas wyceniana przez rynek FRA) jest mało prawdopodobna. Niezależnie od tego co się stanie z inflacją w ciągu najbliższych trzech miesięcy, Rada będzie mogła podkreślać niepewność dotyczącą przyszłości. Obniżki, jeżeli do nich dojdzie w tym roku, to raczej kwestia drugiej połowy roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

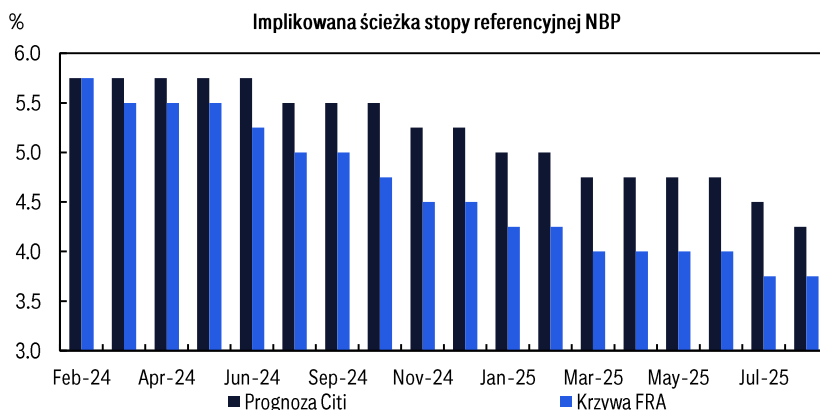
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

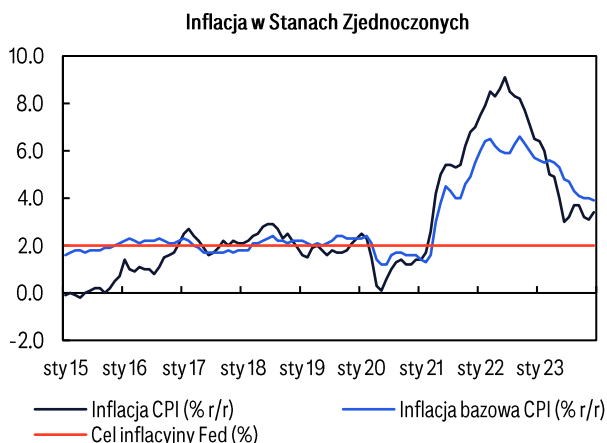
Zuzanna Mrocckazuzanna.mroccka@citi.com

Wykres 1. Rynkowa wycena wciąż zakłada obniżkę stóp procentowych w marcu



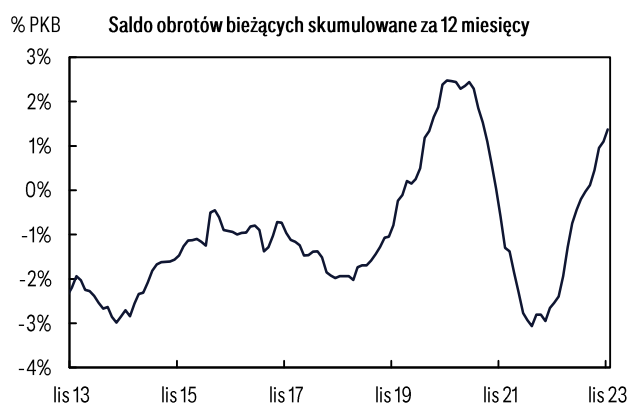
Źródło: Refinitiv, prognozy Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Marzec to zbyt wcześnie

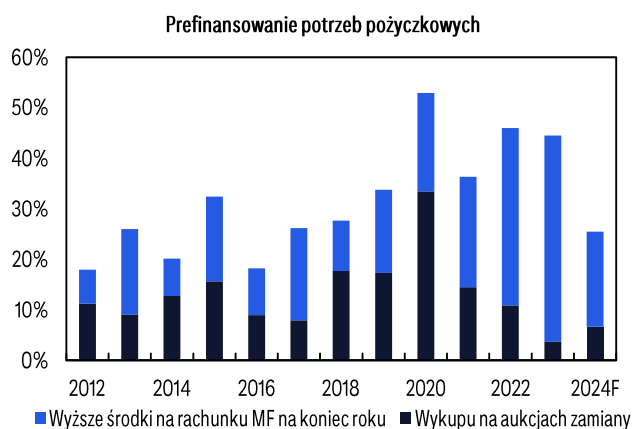
Źródło: Haver, Citi Handlowy

- Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych w grudniu, podobnie jak inflacja bazowa, wyniosła 0,3% m/m, przebijając tym samym rynkowe oczekiwania na poziomie 0,2%. W ujęciu miesięcznym zmianie nie uległy ceny towarów z wyłączeniem żywności i energii, wciąż jednak problemem pozostają usługi, których ceny wzrosły o 0,4% m/m.
- W ujęciu rocznym oznacza to wzrost inflacji CPI do poziomu 3,4% z 3,1% w listopadzie. Dane wskazują również na wyhamowanie spadku inflacji bazowej w ostatnich miesiącach, która nadal pozostaje w okolicach 4% r/r.
- Solidne dane dotyczące CPI, a zwłaszcza grudniowego PCE, który zostanie opublikowany tuż przed styczniowym posiedzeniem FOMC, mogą ograniczyć gołębią postawę przedstawicieli Fed. Nadal podtrzymujemy, że marzec to zbyt wczesna pora na rozpoczęcie cyklu obniżek w USA.

Wykres 3. Nieco niższa nadwyżka na rachunku obrotów towarowych

Źródło: NBP, Haver, Citi Handlowy

- W listopadzie 2023 r. saldo na rachunku bieżącym było dodatnie i wyniosło 1,325 mld EUR wobec 2,119 mld EUR w październiku. Odczyt ten okazał się niższy niż nasze (1,878 mld EUR) oraz rynkowe (1,571 mld EUR) oczekiwania. Dwunastomiesięczne skumulowane saldo na rachunku bieżącym zwiększyło się względem poprzedniego miesiąca (1,1% PKB w październiku) i wyniosło 1,4% PKB.
- Saldo obrotów towarowych kontynuowało trend spadkowy i zanotowało nadwyżkę w postaci zaledwie 0,23 mld EUR. Eksport zmniejszył się o 2,1% r/r, głównie za sprawą spadku eksportu towarów konsumpcyjnych i zaopatrzeniowych. Z kolei import spadł o 8,0% r/r, do czego przyczynił się przede wszystkim spadek wartości importowanych paliw, w przypadku których silnie obniżyły się ceny w ujęciu rocznym.

Wykres 4. Niski poziom prefinansowania potrzeb pożyczkowych

Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Zgodnie z informacją przedstawioną przez Ministerstwo Finansów, około 25% tegorocznych potrzeb pożyczkowych zostało już sfinansowanych.
- Według naszych szacunków za około 7% finansowania odpowiadają wykupy obligacji zapadających w 2024 roku podczas aukcji zamiany przeprowadzonych w ubiegłym roku. Z kolei 18% stanowią wyższe środki na koniec 2023 roku niż zakłada to projekt tegorocznej ustawy budżetowej.
- Poziom prefinansowania tegorocznych potrzeb jest znacznie niższy niż w latach 2019-2023, kiedy średnio wynosił ponad 40%. MF zamierza przyspieszyć realizację finansowania w pierwszym kwartale co wynika z harmonogramu, zgodnie z którym w każdym miesiącu I kw. odbędą się po trzy aukcje hurtowych obligacji skarbowych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16.sty WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	--	12,7	12,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	XII	6,8	6,9	7,3
17 sty ŚRODA							
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	6,5	8,0	10,1
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	6,7	6,6	6,6
3:00	CN	PKB	% r/r	4Q	5,4	5,2	4,9
9:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	XII	1,2	--	0,8
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	XII	2,9	2,9	2,9
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0,5	0,4	0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0,2	-0,1	0,2
18 sty CZWARTEK							
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	XII	1,443	1,478	1,467
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	XII	1,423	1,45	1,560
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	204	207	202
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	-8	-10,5
19 sty PIĄTEK							
8:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	XII	-8,3	-7,9	-7,9
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	XII	--	-5,7	-4,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XII	3,78	3,83	3,82
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	I	71,8	68	69,7

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	868	1030
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,617	3,905
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,059	22,834	27,098
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,2	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,1	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,3	5,1	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	0,1	5,6	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-4,0	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-11,7	1,5	6,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,1	5,1	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,2	5,6
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,94	4,30	4,06
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,20	4,18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,51	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,44	4,53
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,7	-6,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3	-2,5
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	357,1	368,1	399,8
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	354,3	370,4	402,3
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,5	43,2	47,4
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,3	-43,8	-47,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,4	-2,3
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,9	42,9	43,9

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 Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

zuzanna.mroccka@citi.com

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 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.