

Citi Weekly

Złoty wspierany przez jastrzębi

- W regionie zarysowuje się ciekawa rozbieżność w polityce pieniężnej. W ubiegłym tygodniu czeski bank centralny zdecydował się na cięcie stóp procentowych o 50 pb, a więc w większej skali niż zakładali analitycy. Również węgierski bank centralny zasignalizował po swojej styczniowej decyzji, że kolejne cięcia stóp procentowych mogą przebiegać w szybszym tempie niż dotychczas. W praktyce oznaczałoby to przejście do cięć o 100pb na kolejnych posiedzeniach. Na tym tle polski bank centralny prezentuje się bardzo zachowawczo. Nie dość, że w lutym RPP po raz kolejny pozostawiła stopy bez zmian, to jednocześnie zasugerowała, że również w kolejnych miesiącach nie należy spodziewać się zmian stóp.
- Podczas wystąpienia po decyzji RPP, prezes Glapiński kilkakrotnie sygnalizował, że w 2024 roku może zabraknąć większości niezbędnej do obniżek lub podwyżek. Oczywiście nie wyklucza to zupełnie luzowania polityki pieniężnej gdyby wzrost gospodarczy i inflacja okazały się znacznie słabsze od obecnych oczekiwań. Niemniej warto pamiętać, że doświadczenia z poprzednich lat sugerują, iż RPP potrafi wstrzymywać się od zmian stóp zdecydowanie dłużej niż wydawałoby się to uzasadnione na podstawie samych danych. Tak było z opóźnianiem podwyżek przez większość 2021 roku, a następnie z przedwczesnym zakończeniem cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.
- W sumie wypowiedzi szefa banku centralnego można interpretować jako mocny sygnał, że obniżki w Polsce przyjdą później niż wyceniają to rynki finansowe i w swojej skali będą – przynajmniej początkowo – mniejsze. Innymi słowy, scenariusz obniżek w tym roku nie wydaje się już scenariuszem podstawowym. Bardziej prawdopodobne jest to, że RPP powróci do cięć dopiero na początku 2025 roku.
- Rozbieżność między polityką pieniężną w kraju, a innymi krajami regionu oraz strefą euro, może być krótkoterminowo wsparciem dla złotego. W porównaniu z tym co można było sądzić jeszcze kilka miesięcy temu, obecnie obraz polskiej gospodarki wydaje się bardziej sprzyjający umocnieniu PLN: relatywnie wyższe stopy procentowe, zdecydowanie większy napływ funduszy unijnych, poprawa relacji dyplomatycznych z UE. Powinno to w krótkim okresie utrzymywać złotego na silnym poziomie, nawet pomimo dotychczasowej wyjątkowo dużej aprecjacji realnej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

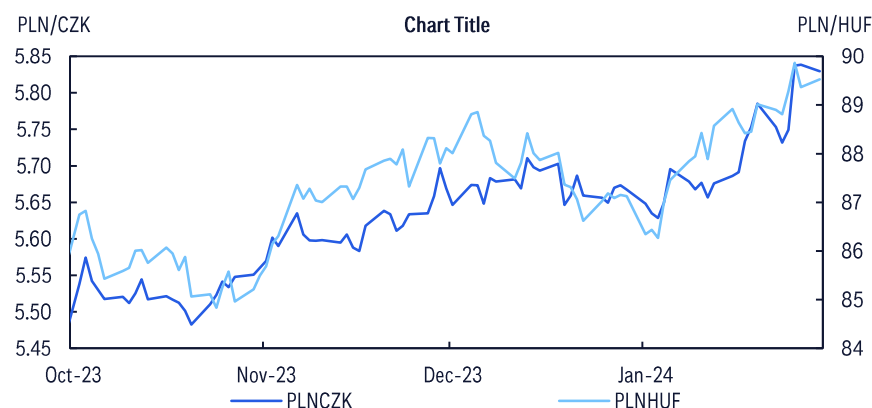
Arkadiusz Trzciolatek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolatek@citi.com

Zuzanna Mroczazuzanna.mrocza@citi.com

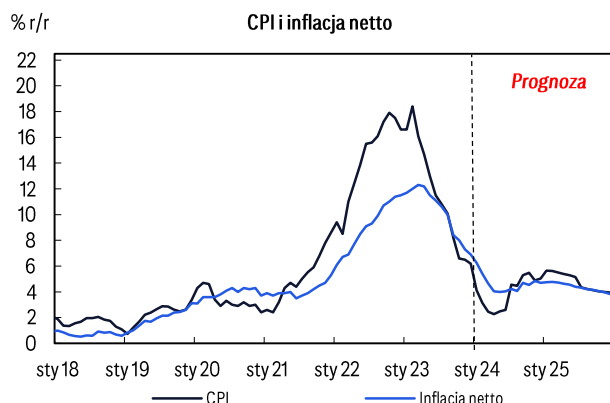
Wykres 1. Rynek walutowy odzwierciedla działania banków centralnych w CEE



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Tydzień w wykresach

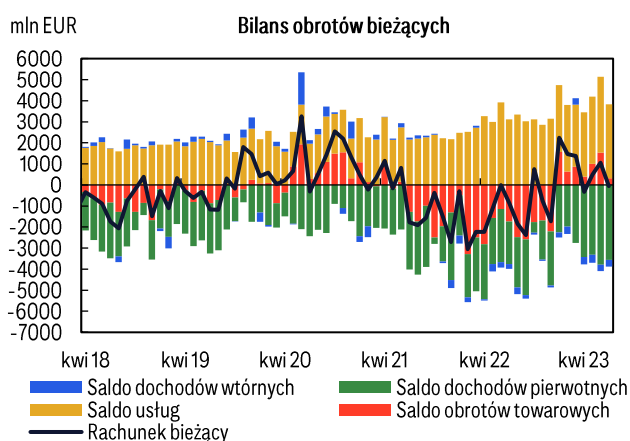
Wykres 2. Niższa inflacja zasługą tarcz



Źródło: Haver, Citi Handlowy

- W czwartek poznamy dane dotyczące inflacji za styczeń. Spodziewamy się, że wskaźnik CPI obniżył się do 4,1% r/r w styczniu wobec 6,2% r/r w grudniu. Spadek rocznego wskaźnika inflacji był związany z wysoką statystyczną bazą (efekt ubiegłorocznego wzrostu VAT na energię i tegorocznego wydłużonego zamrożenia cen energii).
- Z naszych szacunków wynika, że w styczniu ceny żywności wzrosły o około 1,2% m/m, ceny energii o 1,0% m/m a ceny paliw obniżyły się o 1,6% m/m.
- W kolejnych miesiącach ścieżka CPI będzie uzależniona od administracyjnych decyzji – tego kiedy wzrośnie VAT oraz kiedy i w jakiej skali zostaną odmrożone ceny energii elektrycznej.

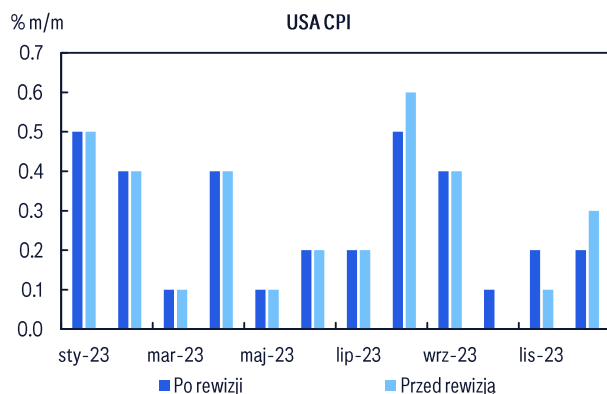
Wykres 3. W grudniu deficyt



Źródło: Haver, Citi Handlowy

- Szacujemy, że w grudniu rachunek obrotów bieżących odnotował deficyt w postaci 0,458 mld EUR, wobec 1,325 mld EUR nadwyżki w listopadzie. Spodziewamy się, że dynamika eksportu ponownie uległa pogorszeniu z -2,1% r/r w listopadzie do -4,6% w grudniu. Naszym zdaniem nastąpił również dalszy spadek importu o 10,7% r/r (-8% r/r w listopadzie), ale zakładamy, że trend ten prawdopodobnie zostanie odwrócony na początku 2024 roku.
- Dwunastomiesięczne saldo na rachunku obrotów bieżących mogło się nieco poprawić z 1,4% PKB do 1,5-1,6% PKB, ale nie spodziewamy się dalszej poprawy w dłuższym okresie. Negatywny wpływ na eksport może mieć słabość sektora przetwórczego w strefie euro. Z kolei import powinien otrzymać dodatkowe wsparcie od oczekiwanego odbicia w konsumpcji prywatnej.

Wykres 4. Niewielkie rewizje inflacji przed kolejną publikacją



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics, Refinitiv, BLS

- W corocznej rewizji danych inflacyjnych w USA, dokonywanej w związku z aktualizacją próbki wyrównania sezonowego, nie doszło do większych zmian. Rewizja inflacji CPI w grudniu do 0,2% m/m z 0,3% wywołała początkowo spadki na amerykańskiej krzywej dochodowości, jednak zmiany w przekroju całego roku były nieznaczne zarówno dla głównego wskaźnika, jak i bazowego.
- Niewielka skala rewizji już publikowanych danych nie powinna wpływać istotnie na nastawienie Rezerwy Federalnej. Ponadto, publikowane w bieżącym tygodniu dane o inflacji, gdzie oczekujemy wzrostu o 0,1% m/m dla łącznego CPI oraz 0,2% m/m dla bazowego, zapewne nie wystarczą aby przyspieszyć cięcia stóp procentowych. Wciąż mocny rynek pracy oraz ogólny obraz amerykańskiej gospodarki (ostatnie dane PKB) przemawiają za ostrożnością w polityce pieniężnej.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lut WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	17,0	18,1	15,2
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	XII	-0,458	-0,03	1,325
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	I	0,2	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	I	0,1	0,2	0,2
14 lut ŚRODA							
8:30	HU	PKB - wstępny odczyt	% r/r	4Q	0,6	--	-0,4
10:00	PL	PKB - wstępny odczyt	% r/r	4Q	1,0	1,0	0,5
11:00	EUR	PKB - wstępny odczyt	% r/r	4Q	0,0	0,0	-0,1
15 lut CZWARTEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	I	2,8	--	6,9
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	I	4,1	4,1	6,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	219	--	218
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	--	--	-10,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	-0,6	-0,1	0,6
14:30	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0,0	0,4	0,1
16 lut PIĄTEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	I	6,3	--	6,9
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	I	1,520	1,515	1,493
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	I	1,401	1,470	1,460
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	II	78,5	79,0	79,0

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	870	971
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	21,083	22,896	25,546
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	0,2	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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,1	4,0
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,9	4,8
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	5,75	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,52	4,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,10	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,25	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,16	4,02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,47	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,42	4,51
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	14,5	-2,0	-6,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,8	-0,2	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	10,2	-1,7	-3,7
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	366,8	378,0	410,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	356,6	379,6	414,4
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,8	40,6	42,5
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-33,5	-37,4	-40,6
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	43,0	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 Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@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 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 tożsamy 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.