

CitiWeekly

W inflacji i wzroście na razie bez przełomu

- Nowe dane rzucają nowe światło na stan gospodarki. W publicznych dyskusjach dominuje ostatnio przekonanie, że gospodarka jest w fazie miękkiego lądowania (nam zresztą również zdarzyło się używać tego terminu). W tym kontekście ubiegłotygodniowe dane zasługują na uwagę. Pokazały one, że w III kw. PKB wzrastał nawet nieco szybciej niż pierwotnie szacowano (3,6% zamiast 3,5% r/r), a na pierwszy rzut oka tak wysoki wzrost wskazuje na odporność gospodarki w obliczu szoku energetycznego. Szczegóły są jednak już mniej optymistyczne.
- Spoglądając na rozbić PKB, wydaje się, że w przypadku najważniejszych składowych lądowanie jest na razie dalekie od łagodnego. Przede wszystkim w III kw. odnotowano wyraźne spadki konsumpcji oraz inwestycji. Po drugie, jedynym liczącym się czynnikiem, który podbił dynamikę PKB był dalszy wzrost zapasów, a więc kategorii, która więcej mówi o zmianach zachodzących w łańcuchach dostaw niż o zmianach popytu. Patrząc na te wskaźniki obecne spowolnienie trudno nazwać miękkim lądowaniem.
- Druga ważna publikacja minionego tygodnia dotyczyła wzrostu cen konsumpcyjnych. Inflacja w listopadzie spadła o pół punktu proc. do 17,4% r/r. Ponieważ był to pierwszy od początku roku miesiąc, gdy inflacja zaskoczyła w dół, dane zostały powszechnie odebrane jako kolejny sygnał nadchodzącej dezinflacji (czyli przyszłego spadku inflacji).
- Nie podzielamy entuzjazmu, jaki nowe dane wywołują wśród niektórych uczestników rynku. Po pierwsze, w przeciwieństwie do innych krajów inflacja w Polsce jeszcze nie osiągnęła szczytu. W lutym zapewne będzie zdecydowanie wyższa niż obecnie i może sięgnąć ok. 21%. Po drugie, o tym, że inflacja będzie spadać w trakcie 2023 r. wiadomo od miesięcy (jest to nasz bazowy scenariusz od początku roku). Jedyna istotna zmiana, która nastąpiła w tym czasie to fakt, że obecnie oczekujemy, iż spadki będą postępować z wyższego poziomu. Wreszcie po trzecie, ostatnia niespodzianka CPI to głównie zasługa cen energii. Inflacja bazowa (bez energii, żywności i paliw) rośnie w dynamicznym tempie i trudno dostrzec osłabienie jej trendu wzrostowego.
- W sumie obraz polskiej gospodarki się nie zmienia. Jest ona w fazie hamowania/recesji, a inflacja jest wciąż w trendzie wzrostowym. Punkt zwrotny się zbliża i w przypadku obu wskaźników przypadnie zapewne na początek 2023 roku, jednak powrót do „normalności” zajmie jeszcze dużo czasu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

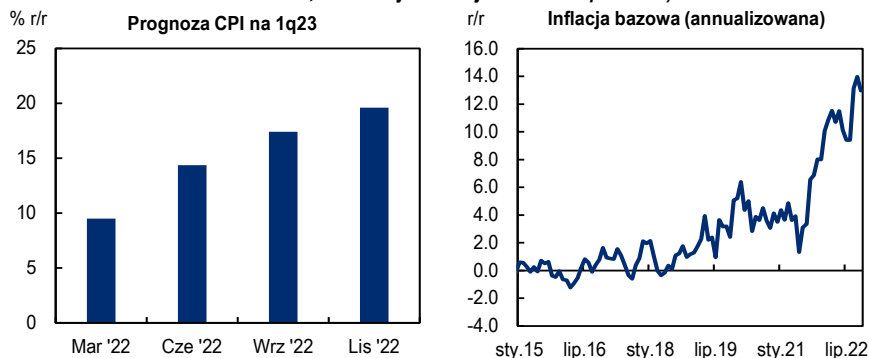
Maciej Bącal

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
I KW 23	4,81	4,63	5,40	1,04	6,75	2,35	4,33
I KW 24	4,75	4,20	5,34	1,13	6,25	2,60	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 28.11. Pozostałe prognozy z 30.11.2022 r.

Wykres 1. Nadzieje na dezinflację rosną, ale rzeczywistość jest mniej sprzyjająca (prognoza szczytu inflacji wyraźnie wzrosła w ostatnich kwartałach, a w inflacji bazowej na razie bez przełomu)



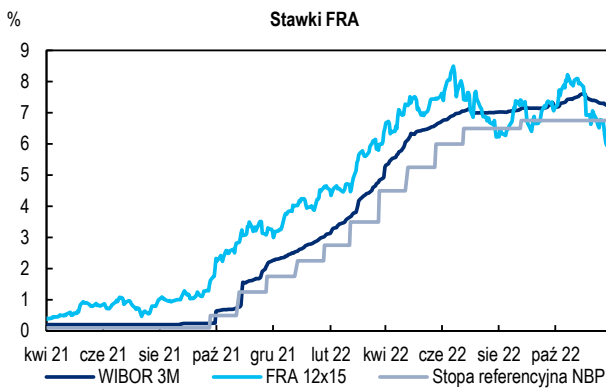
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie ankiety Rzeczypospolitej, danych NBP

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

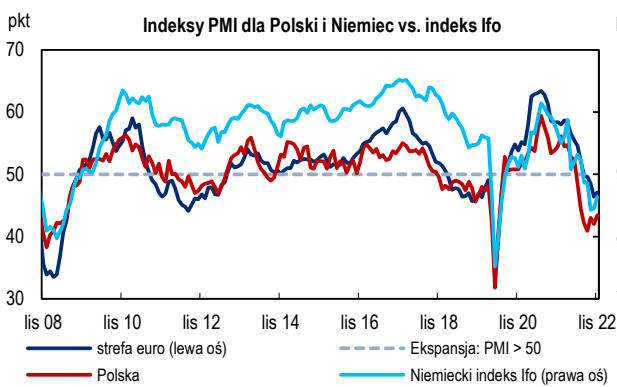
Wykres 2. RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe na dotychczasowym poziomie



- Spodziewamy się, że na śródownym posiedzeniu RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian. Ostatnie wypowiedzi i komunikaty większości członków RPP dają jasno do zrozumienia, że intencją Rady jest kontynuacja strategii wyczekiwania (*wait and see*) i podejmowanie decyzji na podstawie stopniowo napływających danych.
- Ponadto, można przypuszczać, że gołębie nastawienie członków RPP wzmacniają dane o strukturze PKB za III kwartał, wskazujące na mocne hamowanie popytu konsumpcyjnego i inwestycji.
- Nasz bazowy scenariusz zakłada utrzymanie się stóp procentowych na poziomie 6,75% do końca 2023 roku, a na pierwsze obniżki stóp procentowych naszym zdaniem Rada może zdecydować się najwcześniej w 2024 roku.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

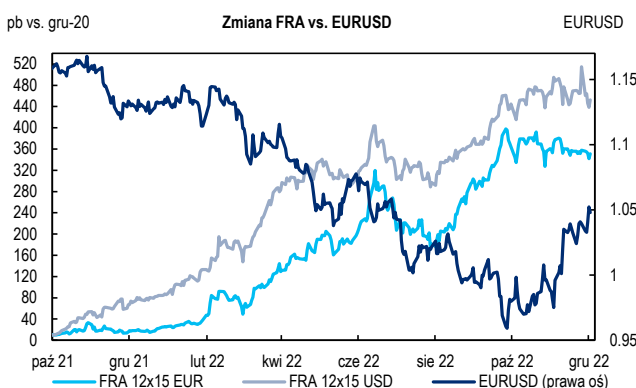
Wykres 3. Kontynuacja minorowych nastrojów w przemyśle



- Wskaźnik PMI dla przemysłu wzrósł w listopadzie nieco powyżej oczekiwań do 43,4 pkt z 42 pkt w październiku, jednak wciąż utrzymuje się poniżej neutralnego progno na poziomie 50 pkt.
- Ankietowane firmy z sektora przetwórczego wskazują na jednoczesny spadek bieżącej produkcji i nowych zamówień. Spadkowi sprzedaży towarzyszy też dalsza redukcja zatrudnienia oraz mniejsze zakupy producentów. Nielickiemu złagodzeniu uległa z kolei presja kosztowa.
- PMI dla strefy euro za listopad (47,1) okazał się niższy od wstępnego szacunku, ale wciąż powyżej 46,4 pkt z października, co sugeruje nieznaczne złagodzenie spowolnienia gospodarczego w strefie euro.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Rynek pracy w USA pozostaje niewzruszony



- Pomimo agresywnego zacieśniania polityki pieniężnej przez Fed i spowolnienia gospodarczego na horyzoncie amerykański rynek pracy wciąż pozostaje bardzo mocny. Stopa bezrobocia utrzymała się na bardzo niskim poziomie 3,7%, a zatrudnienie w sektorze pozarolniczym w październiku wzrosło o 263 tys., znacznie przewyższając konsensus rynkowy na poziomie 200 tys. Największym zaskoczeniem okazały się jednak dane o przeciętnym wynagrodzeniu, które rosło najszybciej od stycznia (wzrost 0,6% m/m). Wysoka dynamika wynagrodzeń wskazuje, że presja na dalszy wzrost cen usług w USA pozostaje bardzo wysoka.
- Ekonomści Citi podtrzymują swój bazowy scenariusz, że Fed zdecyduje się w grudniu na ograniczenie skali podwyżek stóp do 50 pb, a wobec braku oznak poluzowania rynku pracy w USA docelowa stopa procentowa może ukształtować się na poziomie 5,25 – 5,50%.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 gru PONIEDZIAŁEK							
02:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	XI	--	48	48,4
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	XI	--	46,4	46,5
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XI	48,6	48,6	48,6
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-1,7	-1,7	0,4
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XI	--	46,1	47,8
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	--	0,7	0,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	54,5	53,5	54,4
06 gru WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	1,4	0,1	-4
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	X	--	-79,1	-73,3
07 gru ŚRODA							
00:00	PL	Decyzja RPP	%	XII	6,75	6,75	6,75
04:00	CN	Eksport	% r/r	XI	0,5	-4,8	-0,3
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0	-0,6	0,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	6,7	--	8,3
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	Q3	0,2	0,2	0,2
08 gru CZWARTEK							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	XI	--	--	21,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	230	225
09 gru PIĄTEK							
02:30	CN	Inflacja	% r/r	XI	1,2	1,6	2,1
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	X	--	0,8	0,6
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	XII	56,9	56,9	56,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.029
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.008
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	4,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	4,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	5,2
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,2
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	5,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,4
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,42
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,18
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,92
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,73
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-31,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	335,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	360,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	30,6
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,5
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	44,1	41,2

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

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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 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 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.