

## CitiWeekly

### Wbrew pozorom inflacja nie odpuszcza

■ Dwoma wydarzeniami, które zdominowały ostatni tydzień była publikacja zaskakująco niskiej inflacji oraz decyzja Rady Polityki Pieniężnej. Chociaż spodziewaliśmy się istotnego spadku CPI, a nasza prognoza (17,1%) należała do najniższych na rynku, ceny wyhamowały jeszcze bardziej. Wskaźnik inflacji spadł w grudniu do 16,6% r/r (z 17,5%), przy czym niespodzianka wynikała niemal wyłącznie ze spadku cen energii. Głównym winowajcą zapewne są spadające ceny węgla i opału.

■ Pomimo tak nagłaśnianego spadku CPI, inflacja bazowa (bez cen żywności, paliw i energii) wzrosła po raz kolejny i w grudniu prawdopodobnie wyniosła 11,6%. Zmiany w inflacji bazowej unaoczniają problem inflacyjny przed którym stopi polska gospodarka. Inflacja może bowiem spadać w trakcie roku (a przynajmniej po lutym 2023 r.) pod wpływem efektów bazy lub spadku cen energii, ale ogólna presja cenowa będzie się zmniejszała znacznie wolniej.

■ Dokładne dane za grudzień nie są jeszcze dostępne, ale w listopadzie ponad 60% koszyka inflacji bazowej HICP rosło w ujęciu zannualizowanym w tempie dwucyfrowym (obliczenia dokonane na bardzo szczegółowym czterocyfrowym rozbięciu COICOP, a więc przedstawiają realistyczny obraz tendencji cenowych). Co więcej, jak pokazuje wykres 1, chociaż cykl podwyżek stóp rozpoczął się ponad rok temu, na razie nie widać oznak hamowania presji cenowej.

■ W przypadku decyzji Rady Polityki Pieniężnej, pozostawienie stóp procentowych bez zmian (stopa referencyjna 6,75%) nie było żadnym zaskoczeniem. Prezes NBP z zadowoleniem odnotował spadek grudniowej inflacji, choć jednocześnie przestrzegł, że styczeń i luty przyniosą jej ponowny wzrost.

■ Ogólny wydzźwięk konferencji prasowej przewodniczącego RPP oceniamy jako „gołęb”. Na uwagę zasługuje jednak to, że wypowiedzi prezesa Glapińskiego kontrastują ze ścieżką stóp wycenianą przez rynki finansowe. Po publikacji niższej od oczekiwań inflacji rynek zaczął wyceniać możliwość obniżek stóp już w połowie roku, a stawki FRA za dwanaście miesięcy sugerowały spadek stóp o ~100 pb. Tymczasem szef banku centralnego zapytany o możliwość obniżek stóp, stwierdził, że co prawda ma wciąż nadzieję na obniżki w tym roku, jednak nadzieja ta jest „mniejsza niż poprzednio”. Nasza prognoza zakłada, że do końca 2023 roku stopy banku centralnego pozostaną bez zmian.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

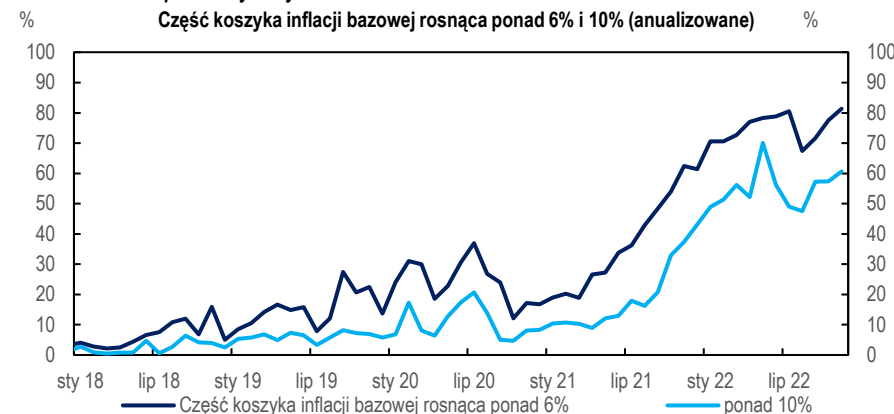
**Maciej Bącal**

**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. Ponad 80% koszyka inflacji bazowej rośnie w zannualizowanym tempie przeracającym 6%, a niemal dwie trzecie w tempie dwucyfrowym**



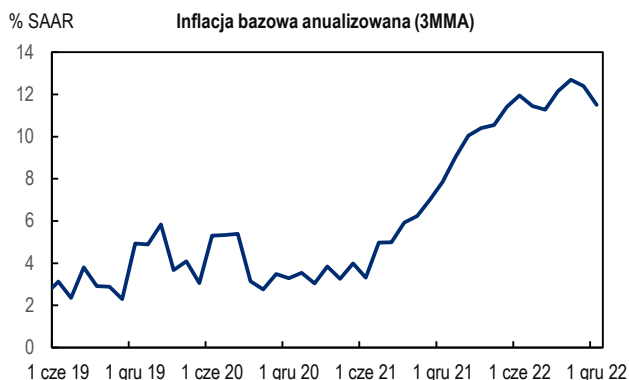
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat.

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Presjacentowa pozostaje nawysokim poziomie

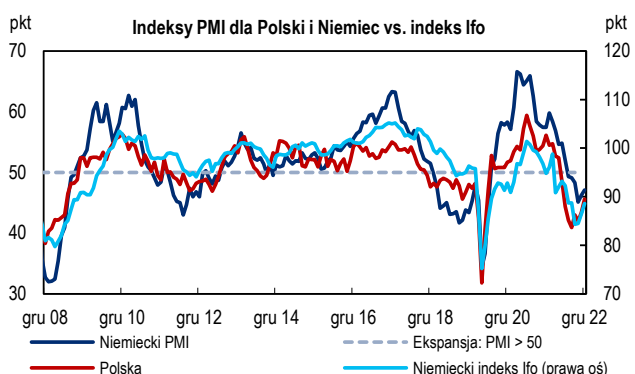


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane NBP

■ Publikowane w tym tygodniu ostateczne dane o CPI pozwolą na lepszą ocenę presji cenowej. Jak sygnalizowaliśmy na pierwszej stronie raportu – oczekujemy, że szczegółowe rozbięcie pokaże wzrost inflacji bazowej do 11,6%. Również zanualizowany wzrost cen bazowych (~11,5%) powinien pozostać wysoki.

■ Z kolei w przypadku piątkowych danych o bilansie płatniczym spodziewamy się wzrostu deficytu w rachunku obrotów bieżących do około 1,5 mld euro w listopadzie, wobec -0,5 mld w październiku. Dane te cechują się dużą zmiennością i są podatne na rewizje, dlatego duże niespodzianki wydają się możliwe. Nie sądzimy jednak, aby miało to istotne znaczenie dla inwestorów. Jeżeli chodzi o obroty handlowe, spodziewamy się wyhamowania tempa wzrostu eksportu oraz importu, głównie za sprawą niższej dynamiki cen.

Wykres 3. Odregowanie w przemyśle



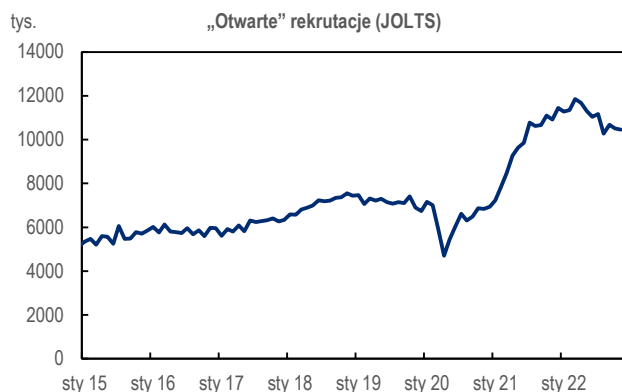
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

■ Wskaźnik PMI dla przetwórstwa przemysłowego wzrósł drugi miesiąc z rzędu, osiągając w grudniu 45,6 pkt. (wobec 43,4 pkt w listopadzie), jednak wciąż pozostając poniżej neutralnego progu 50 pkt.

■ Mimo poprawy indeksu PMI ankietywane firmy wskazywały, że kolejny miesiąc z rzędu zarówno portfele zamówień, jak i produkcja spadały. Spadek popytu skłaniał też producentów do redukcji zatrudnienia. Pozytywnym sygnałem płynącym od firm z sektora przetwórczego jest jednak odwracanie się tendencji inflacyjnych, co objawia się w spadku tempa wzrostu cen kosztów produkcyjnych.

■ Naszym zdaniem duża dywersyfikacja krajowego sektora przetwórczego powinna sprawić, że będzie on sobie w 2023 r. radził lepiej w porównaniu do innych europejskich gospodarek.

Wykres 4. Amerykański rynek pracy wciąż rozgrzany



Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

■ Publikowane w minionym tygodniu dane ze Stanów Zjednoczonych potwierdzają, że amerykański rynek pracy pozostaje „rozgrzany”. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w grudniu bardziej od oczekiwań (+223 tys.), a liczba otwartych rekrutacji spadła znacznie mniej niż prognozowano. Z drugiej strony jednak wzrost wynagrodzeń okazał się nieco niższy od prognoz (0,3% m/m vs. 0,4%)

■ W sumie dane pozostawiają przestrzeń do podwyżki stóp procentowych przez Fed o 50 pb w lutym.

■ W nadchodzącym tygodniu uwaga inwestorów będzie skierowana na publikację inflacji w Stanach Zjednoczonych. Spodziewamy się umiarkowanego wzrostu cen bazowych o 0,3% m/m (zgodnie z konsensusem).

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>09 sty</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	-0,2	0,2	-0,1
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	--	5,1
<b>10 sty</b> <b>WTOREK</b>							
14:00	USA	Wystąpienie prezesa Fed					
<b>11 sty</b> <b>ŚRODA</b>							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	16,6	--	16,2
<b>12 sty</b> <b>CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	XII	6,5	6,6	7,1
14:30	USA	Inflacja netto	% m/m	XII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	195	215	204
<b>13 sty</b> <b>PIĄTEK</b>							
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	25,8	--	22,5
10:00	PL	Inflacja CPI (dane ostateczne)	% r/r	XII	16,6	--	17,5
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	--	0,5	-2
14:30	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	XI	-1524	-973	-549
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	I	60,3	60,5	59,7

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	528	588	597	598	680	658	765	862
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.989	2.122	2.293	2.327	2.622	3.046	3.379	3.666
PKB per capita (USD)	13.734	15.313	15.560	15.615	17.846	17.261	20.102	22.693
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	5,3	5,9	6,5
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	4,9	5,4	4,7	-2,0	6,8	4,9	0,6	3,6
Inwestycje (% r/r)	4,0	9,4	6,1	-2,3	2,1	2,9	-1,5	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	4,1	4,3	4,5	-1,5	5,9	2,7	0,1	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,5	4,3	4,0	-3,6	6,3	3,5	-0,8	2,2
Eksport (% r/r)	9,5	6,9	5,2	-1,1	12,5	4,8	4,1	5,5
Import (% r/r)	9,8	7,4	3,0	-2,4	16,1	6,0	1,4	5,6
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,1	5,1
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,5	6,0
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,6	4,7	8,8	13,1	11,7	8,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8	1,5	4,0
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	7,14	6,77	5,26
Rentowność obligacji 10-letnich	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,60	6,50	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	5,00	4,17	4,32
USD/PLN (Średnia)	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48	4,41	4,25
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,85	4,75	4,75
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,78	4,75
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	0,8	-7,7	2,8	17,5	-9,8	-30,9	-29,4	-29,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,4	-4,7	-3,8	-3,4
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	1,7	14,2	-9,0	-31,8	-30,3	-30,9
Eksport	228,2	254,0	261,4	268,9	311,7	332,0	375,4	408,4
Import	226,6	260,1	259,7	254,7	320,7	363,8	405,7	439,3
Saldo usług	20,3	25,9	26,8	26,0	31,7	33,2	38,3	43,1
Saldo dochodów	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-32,0	-31,5	-35,1	-38,1
Rezerwy międzynarodowe	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	132,8	135,8	145,8
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,9	-3,0	-5,5	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,8	-1,6	-3,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,4	46,4	43,2	47,8	43,8	40,8	40,7	40,5

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Maciej Bącal**

Stażysta

[maciej.bacal@citi.com](mailto:maciej.bacal@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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 twórcą 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.