

CitiWeekly

Prognozy inflacji bazowej w górę

- Lutowa inflacja była jednym z najbardziej wyczekiwanych wskaźników ostatnich miesięcy, głównie dlatego, że wyznacza ona szczyt obecnego cyklu inflacyjnego. Opublikowane w minionym tygodniu dane pokazały, że w lutym ceny były o 18,4% wyższe niż rok wcześniej. Wynik ten był praktycznie zgodny z oczekiwaniami, choć warto jednocześnie odnotować, że tak niski poziom nie byłby możliwy, gdyby nie tradycyjna coroczna rewizja wag, która obniżyła styczniowy odczyt.
- Dane w ujęciu rok-do-roku, na których zazwyczaj koncentruje się uwaga komentatorów, nie pokazują jednak sedna problemu. Chociaż rewizja wag pomogła utrzymać roczną inflację na spodziewanym poziomie, miesięczne wzrosty CPI w styczniu-lutym były w sumie znacznie wyższe od prognoz. Co istotniejsze, miesięczna inflacja bazowa utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, od miesięcy oscylując w pobliżu 1% m/m (po odsezonowaniu), a więc na poziomie około dwunastoprocentowego wzrostu w ujęciu rocznym.
- Oznacza to, że pomimo znacznych podwyżek stóp oraz pomimo półrocznej recesji w konsumpcji inflacja bazowa nie wykazuje żadnych oznak hamowania. Z czasem sytuacja powinna się poprawić, a inflacja powinna stopniowo spadać, jednak proces ten będzie oparty na dwóch filarach: 1) efekty wysokiej bazy; 2) spadek inflacji na świecie w efekcie zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed oraz EBC. Jednocześnie krajowy komponent dezinflacji będzie niewielki ze względu na uporczywość inflacji bazowej oraz odkotwiczenie oczekiwań.
- W momencie gdy RPP kończyła cykl podwyżek we wrześniu 2022 roku dysponowała projekcją pokazującą inflację bazową na koniec 2023 roku na poziomie 5,5%. Z kolei obecna projekcja pokazuje inflację bazową o niemal trzy punkty procentowe wyższą (8,4%) w tym samym punkcie w czasie. Marcowy komunikat władz monetarnych nie sugerował gotowości Rady do wznowienia cyklu podwyżek, a ostatnie zawirowania w amerykańskim i europejskim sektorze bankowym dodatkowo zmniejszają szanse takiego działania. W sumie naszym zdaniem oznacza to, że spadek inflacji z obecnego (wyższego niż wcześniej sądzono) poziomu będzie postępował powoli. Biorąc to wszystko pod uwagę skorygowaliśmy w górę naszą prognozę inflacji bazowej i obecnie spodziewamy się, że na koniec 2023 roku będzie ona w pobliżu 9%, a w całym 2024 roku wyniesie 6,9% (i będzie o niemal 1 pp wyższa od projekcji NBP).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Maciej Bącal

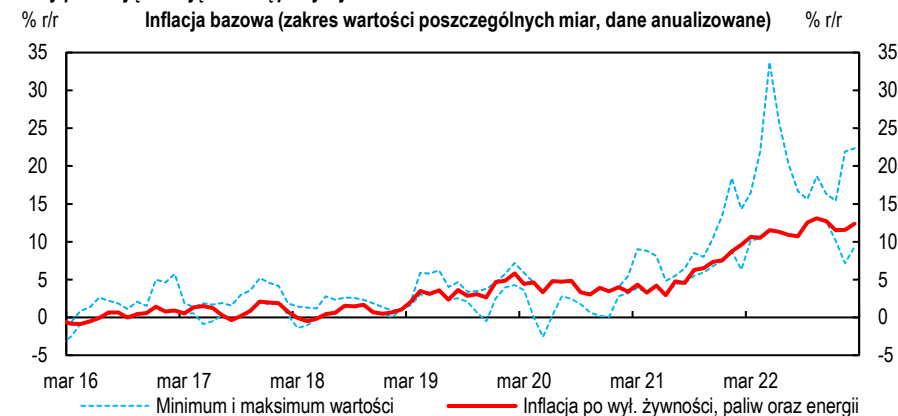
maciej.bacal@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,76	4,25	5,23	1,12	6,75	2,55	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,28	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 15.02.2023 r. Pozostałe prognozy z 22.02.2023 r.

Wykres 1. Najpopularniejsza miara inflacji bazowej od miesięcy utrzymuje się na poziomie 12%, a niektóre miary pokazują inflację bazową powyżej 20%



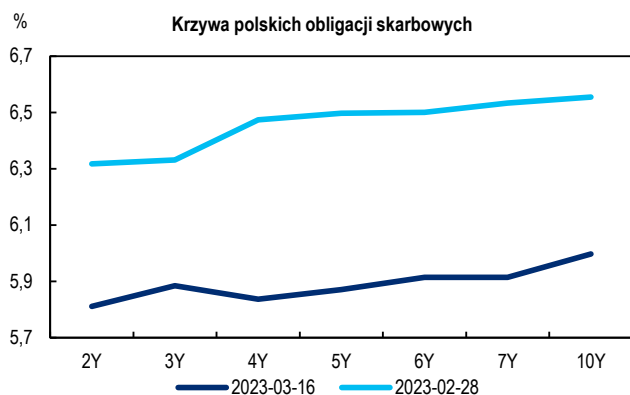
Źródło: Dane NBP, szacunki Citi Handlowy.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

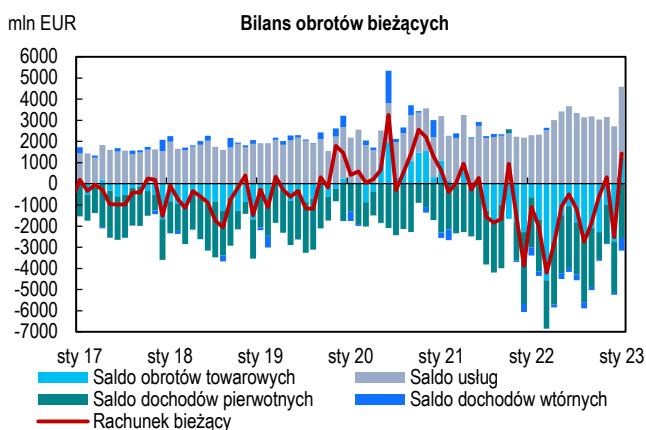
Wykres 2. Obawy o kondycję sektora bankowego wpływały na rentowności obligacji



- Ostatnie dni obfitowały w podwyższoną zmienność na rynkach finansowych, co było związane z obawami o kondycję sektora bankowego po upadku amerykańskiego banku SVB.
- Awersja wobec ryzyka nie przekładała się do tej pory na silne ruchy na rynku walutowym. Kurs EUR/USD notowany jest nieznacznie powyżej tegorocznego minimum w pobliżu poziomu 1,06. W regionie CEE zauważalnie osłabiał się forint (kurs EUR/HUF wzrósł o blisko 6% od początku miesiąca). Złoty pozostaje relatywnie stabilny, gdyż notowania pary EUR/PLN pozostają w pobliżu poziomu 4,70.
- Silna zmiana nastąpiła w oczekiwaniach na dalsze działania banków centralnych, gdzie zamiast podwyżek coraz bardziej agresywnie w USA wyceniane są obniżki po marcu. W Polsce krzywa rentowności obligacji przesunęła się w od początku marca o około 50 pb w dół.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

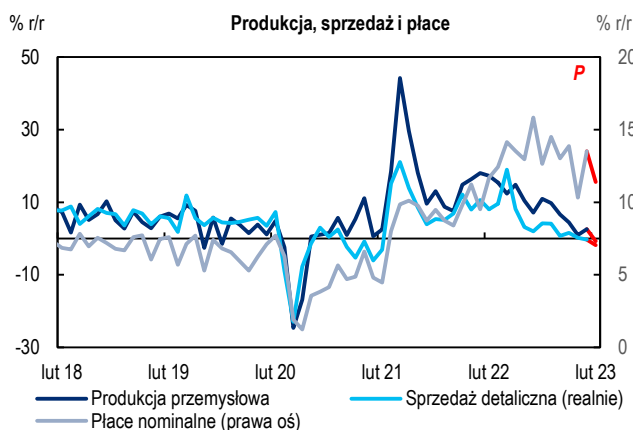
Wykres 3. Pozytywna niespodzianka w danych o rachunku obrotów bieżących



- W styczniu saldo na rachunku obrotów bieżących nieoczekiwanie okazało się dodatnie i wyniosło 1,43 mld € wobec deficytu 2,53 mld € miesiąc wcześniej oraz oczekiwań rynkowych na poziomie -1,05 mld €.
- Tak znacząca poprawa na rachunku obrotów bieżących dokonała się za sprawą bilansu handlowego, którego nadwyżka (1,23 mld €) była najwyższa od listopada 2020 roku.
- Komunikat NBP wskazuje, że na poprawę wartości eksportu w dalszym ciągu największy wpływ miała sprzedaż zagraniczna w branży motoryzacyjnej, z kolei wartości importu została znacząco ograniczona przez spadek cen surowców oraz mniejsze zakupy towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. W oczekiwaniu na dane z gospodarki za luty



- W tym tygodniu GUS opublikuje dane o aktywności ekonomicznej za luty. We wtorek uwaga będzie oncentrować się głównie na sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej, a więc danych, które powinny pozwolić na lepszą ocenę stanu gospodarki w I kwartale.
- Ze względu na kontynuację trendu spadku realnych dochodów konsumentów oraz efekty statystyczne, związane z wzmocnionymi zakupami po wybuchu w 2022 r. wojny w Ukrainie, spodziewamy się pogłębienia spadku sprzedaży detalicznej w lutym do -1,8% r/r wobec -0,3% r/r w styczniu.
- W przypadku produkcji budowlanej oczekujemy wzrostu o 2,9% r/r.

Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 mar PONIEDZIAŁEK							
8:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	II	16.4	14.5	17.8
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	0.9	1	1.1
10:00	PL	Płace	% r/r	II	11.4	12	13.5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	-0.7	1.1	2.6
21 mar WTOREK							
10:00	PL	Sprzedż detaliczna	% r/r	II	-1.8	-1.5	-0.3
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	2.9	1.2	2.4
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	II	16.5	20	28.1
15:00	USA	Sprzedż domów na rynku wtórnym	mln	II	4.26	4.19	4
22 mar ŚRODA							
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	II	--	6.5	6.9
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	4.75	4.75	4.5
23 mar CZWARTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	II	5.5	5.5	5.5
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	195	195	192
15:00	USA	Sprzedż nowych domów	tys.	tyg.	642	650	670
24 mar PIĄTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	III	47.5	47.3	46.3
9:30	DE	PMI dla usług	pkt	III	51.8	51.3	50.9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	III	49.1	49	48.5
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	III	53.3	52.5	52.7
14:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	III	46.8	47	47.3
14:45	USA	PMI dla usług	pkt	III	49.8	50.2	50.6

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
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	685	796	899
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 045	3 370	3 659
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 972	20 915	23 667
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	5,9	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	1,0	3,6
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,6	-0,1	6,4
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,1	0,2	2,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-0,6	2,2
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,8	4,6	5,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,8	1,4	5,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,4	5,3
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,8	6,1
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,7	8,3
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	6,25	6,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,05	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,25	4,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,18	4,18	4,18	4,69	4,74	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,5	-17,2
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	-22,9	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,8	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,6	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,5	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	-3,0	-5,4	-4,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,6	-3,5	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	40,8	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

Arkadiusz Trzciółek

Starszy Ekonomista

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Osoby zainteresowane otrzymaniem 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.