

CitiWeekly

Obniżka czy podwyżka?

- Od miesiący jednym z głównych tematów poruszanych systematycznie w naszych raportach tygodniowych jest inflacja. Bardzo chcielibyśmy, aby temat ten zszedł na drugi lub trzeci plan, ale kolejne publikacje danych na to nie pozwalają.
- Opublikowane w piątek wstępne dane o marcowym wzroście cen wpisują się w ten wzorzec. Przede wszystkim trudno je uznać za zgodne ze scenariuszem dezinflacyjnym. Co prawda inflacja wyraźnie spadła (do 16,2% z 18,4%), jednak był to spadek mniejszy niż zakładano i *wynikał praktycznie wyłącznie z efektów statystycznych*. Prawdziwym źródłem rozczarowania był jednak fakt, że inflacja bazowa, która jest oczyszczona z wpływu cen żywności, paliw oraz energii, ponownie okazała się wyższa od oczekiwań. Miesięczny wskaźnik bazowy pozostał na poziomie około 1% m/m, co odpowiada 13% wzrostowi w ujęciu rocznym.
- Oznak wyczekiwanej od pół roku dezinflacji bazowej na razie nie widać. Biorąc pod uwagę uwarunkowania krajowe (dwucyfrowe wzrosty płac, wciąż luźną politykę fiskalną, ujemne realne stopy procentowe) czynników obniżających presję cenową można doszukiwać się głównie zagranicą. Podwyżki stóp przez Fed oraz EBC mają szansę częściowo zmniejszyć presję cenową w kraju, poprzez obniżenie importowanej inflacji. Trudno jednak na tym budować oczekiwania szybkiego powrotu krajowej inflacji do celu.
- W reakcji na nowe dane inwestorzy częściowo ograniczyli swoje oczekiwania na obniżki stóp procentowych w kraju. Zamiast trzech obniżek, rynek FRA wycenia obecnie dwa cięcia stóp przed końcem bieżącego roku (por. strona 2). Biorąc jednak pod uwagę serię danych inflacyjnych z ostatnich miesięcy, naszym zdaniem uzasadnione jest pytanie czy w ogóle istnieje przestrzeń do obniżek stóp w Polsce. *Jeszcze istotniejszym pytaniem jest to, czy kolejnym ruchem Rady Polityki Pieniężnej rzeczywiście powinno być cięcie stóp, czy też może kolejna podwyżka*. Nasza własna prognoza zakłada stabilne stopy procentowe w 2023 roku oraz stopniowe obniżki w 2024 r. Oczekiwania cięć w przyszłym roku oparte są jednak na scenariuszu hamowania presji cenowej, a więc na scenariuszu, który nawet nie zaczął się realizować. Jeżeli kolejne dane inflacyjne nie przyniosą w tym zakresie przełomu, dyskusja o ponownych podwyżkach może stać się jak najbardziej uzasadniona.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

arkadiusz.trzciolk@citi.com

Maciej Baçal

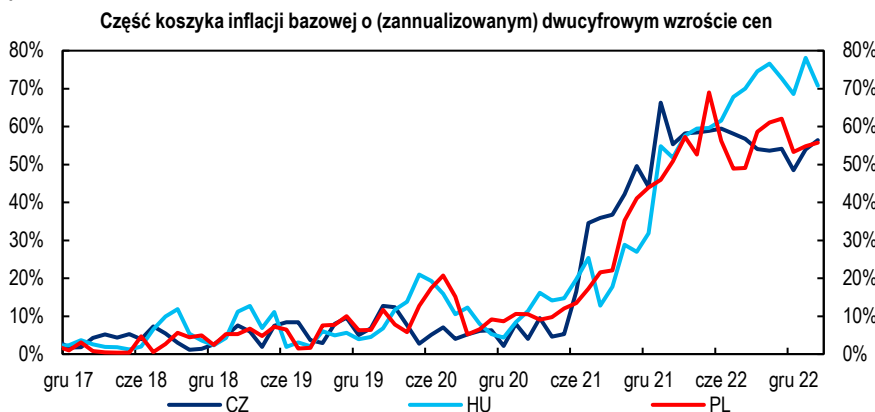
maciej.bacal@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,74	4,27	5,21	1,11	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 Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 21.03.2023 r. Pozostałe prognozy z 22.03.2023 r.

Wykres 1. Ponad 55% koszyka inflacji bazowej notuje dwucyfrowe wzrosty cen, a 80% koszyka notuje wzrosty o ponad 6%.



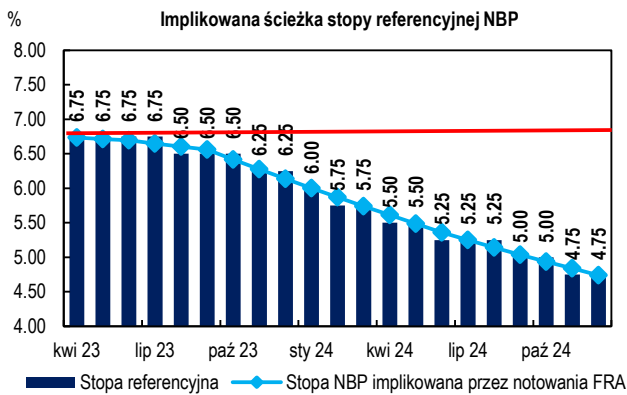
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat. Uwaga: obliczenia na danych HICP, dostępnych do lutego 2023 r.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. W oczekiwaniu na RPP i konferencję prezesa NBP

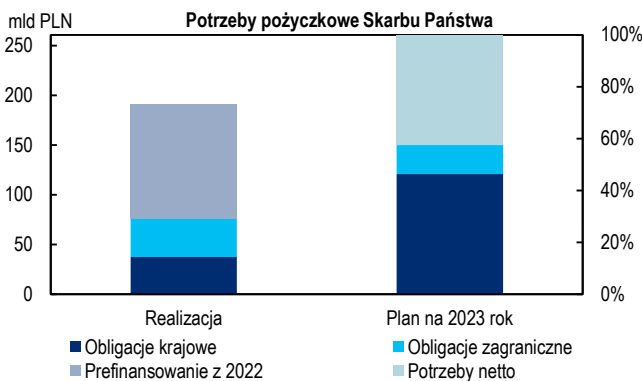


Najważniejszym wydarzeniem nadchodzącego tygodnia w Polsce będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Mimo braku formalnego zakończenia cyklu podwyżek przez RPP podczas ostatniego posiedzenia, oczekujemy, że Rada utrzyma podejście „wait-and-see” i pozostawi stopy procentowe na poziomie 6,75%. Nie spodziewamy się też znaczących zmian w komunikacji prezesa NBP.

Krzywa FRA, odzwierciedlająca oczekiwania rynkowe, sugeruje spadek stóp procentowych do końca 2023 roku o około 50 pb (przed publikacją marcowej inflacji było to 75 pb). Nasz bazowy scenariusz zakłada jednak, że uporczywie wysoki poziom inflacji bazowej nie pozwoli RPP na rozpoczęcie procesu łagodzenia polityki pieniężnej wcześniej niż na początku 2024 roku. Ostrożność Rady co do zbyt szybkich obniżek stóp procentowych potwierdzają również wypowiedzi członków RPP z ostatniego tygodnia.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 3. Potrzeby pożyczkowe zostały zrealizowane już w 74%



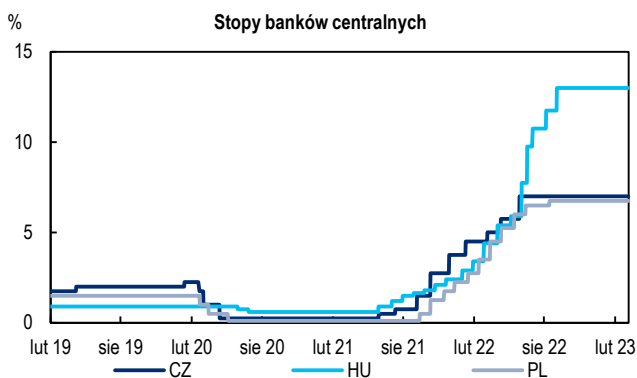
Ministerstwo Finansów zapewniło już 74% z tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto wynoszących 260,7 mld PLN. Dotychczasowa realizacja potrzeb jest przede wszystkim wynikiem ubiegłorocznego prefinansowania, a w mniejszym stopniu tegorocznej sprzedaży obligacji.

W bieżącym roku zdecydowanie zwiększyło się finansowanie z wykorzystaniem obligacji emitowanych w walutach obcych, gdyż wynosi ono już ok. 38 mld PLN wobec niewiele ponad 23 mld PLN w ubiegłym roku.

W II kw. Ministerstwo planuje koncentrację na przetargach sprzedaży obligacji krajowych z podażą 25-35 mld PLN przy mniejszym udziale przetargów zamiany. W kwietniu odbędą się dwie aukcje ze sprzedażą odpowiednio w przedziałach 4-6 mld PLN oraz 4-8 mld PLN.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Haver Analytics

Wykres 4. Stopy procentowe w Czechach i na Węgrzech bez zmian



Banki centralne Węgier (MNB) oraz Czech (CNB) zgodnie z oczekiwaniami pozostawiły stopy procentowe bez zmian, główne stawki wynoszą obecnie odpowiednio 13% oraz 7%.

W komunikatach banków nie pojawiły się deklaracje dotyczące momentu rozpoczęcia obniżek stóp procentowych. MNB utrzymuje stopę depozytów O/N (efektywna dla rynku) na poziomie 18% i nie widzi jeszcze przestrzeni do obniżek. Z kolei CNB zachowuje gotowość do interwencji na rynku walutowym w celu wzmocnienia korony.

Niepewność dotycząca dalszych decyzji banków centralnych w CEE związana jest z perspektywami inflacji. Projekcje banków centralnych z regionu – w tym przede wszystkim MNB - wciąż wskazują na wysoką presję inflacyjną.

Źródło: Dane Haver Analytics, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 kwi PONIEDZIAŁEK							
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	--	56.5
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	48.2	48.5
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	III	44.9	--	44.3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	III	47.1	47.1	48.5
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	49.3	49.3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	III	47.1	47.5	47.7
04 kwi WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja PPI	% r/r	II	13.2	13.2	15
16:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	--	-0.5	1.6
05 kwi ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	III	6.75	6.75	6.75
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	0.5	0.4	1
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	III	--	53.9	50.9
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	III	55.6	55.6	52.7
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	III	--	50.6	53.7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	54.4	54.5	55.1
06 kwi CZWARTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	-0.5	-0.4	3.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	205	200	198
07 kwi PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	% m/m	III	250	240	311
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	III	3.5	3.6	3.6
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	III	0.3	0.3	0.2

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	782	908
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 622	3 044	3 328	3 646
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 846	17 966	20 540	23 905
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	5,6	5,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	5,9	4,4	-2,0	6,8	4,9	0,3	4,1
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	2,1	4,5	0,3	3,5
Spożycie ogółem (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,9	2,2	-0,2	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,3	3,0	-1,1	3,6
Eksport (% r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,5	4,5	2,9	7,5
Import (% r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	5,5	-0,3	6,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	8,2	5,6
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	12,2	6,7
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	10,3	8,0
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	6,05	5,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	4,40	4,09	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,77	3,77	3,77	3,77	4,46	4,27	4,02
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	4,72	4,70
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-21,4	-17,4	-17,5
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	-22,8	-23,2
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,9	391,3	435,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	364,0	414,1	458,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	37,8	43,4	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	-2,9	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,5	-3,7	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,8	40,8	41,3	40,3

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 Bącał

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 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.