

CitiWeekly

Bez pośpiechu z obniżkami

■ Zdarza, że jakieś wydarzenie ekonomiczne dla niektórych obserwatorów nie wnosi nic nowego, a dla innych jest wręcz bardzo istotne. Takim wydarzeniem okazała się majowa konferencja po posiedzeniu RPP, w której każdy inwestor i analityk mógł znaleźć coś na potwierdzenie swoich dotychczasowych opinii.

■ Podczas konferencji prezes NBP stwierdził, że cykl podwyżek stóp procentowych nie został zakończony, a Rada nie rozważa możliwości obniżek. Szef banku centralnego uznał również dyskusję na temat łagodzenia polityki pieniężnej za przedwczesną, uzależniając cięcia stóp od znacznego spadku inflacji. Te wypowiedzi można potencjalnie określić jako „nic nowego”. Podobne słowa, tylko czasami wyrażone nieco inaczej, padały z ust przedstawicieli RPP już w przeszłości. Czytane dosłownie, nie wykluczają one zupełnie możliwości cięcia stóp procentowych pod koniec roku, gdyż kwestia dotycząca tego, czy spadek inflacji jest wystarczająco szybki, pozostawia dużą przestrzeń do interpretacji.

■ W naszej ocenie powyższe słowa powinny być jednak interpretowane w kontekście ostatnich wydarzeń, które czynią je istotnymi. Na początku maja prezes NBP udzielił wywiadu, który rynki finansowe zinterpretowały jako zapowiedź cięć stóp procentowych pod koniec roku. W podobnym tonie wypowiedziało się też kilku innych członków RPP, co tylko wzmocniło tę gołębią interpretację. W tym kontekście słowa prezesa Glapińskiego, które padły podczas konferencji wyglądają jako próba polemiki z oczekiwaniami rynkowymi. Nacisk na to, że cykl podwyżek jeszcze trwa oraz, że wymagany jest „radikalny” spadek inflacji sprawia, że poprzeczka dla obniżek stóp procentowych jest obecnie postawiona nieco wyżej niż sądziliśmy bezpośrednio przed posiedzeniem.

■ Biorąc pod uwagę powyższe wypowiedzi podtrzymujemy scenariusz zakładający pozostawienie stóp procentowych bez zmian do końca 2023 r. Tym bardziej, że inflacja bazowa zapewne będzie istotnie wyższa od wcześniejszych prognoz NBP (więcej o tym [w ostatnim Sześciopaku](#)). Niemniej z punktu widzenia inwestorów pytanie nie dotyczy tego, czy RPP rozpocznie w tym roku cykl obniżek, lecz raczej czy jest w stanie obniżyć stopy bardziej niż wycenia rynek. Kontrakty FRA wyceniają do końca roku obniżki stóp o 50pb. Naszym zdaniem nawet jeżeli RPP zacznie w tym roku łagodzić politykę pieniężną, na głębsze obniżki może po prostu nie starczyć czasu, a ryzyko jest w naszej ocenie po stronie znacznie mniejszych cięć (o ile do nich w ogóle dojdzie).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Maciej Baçal

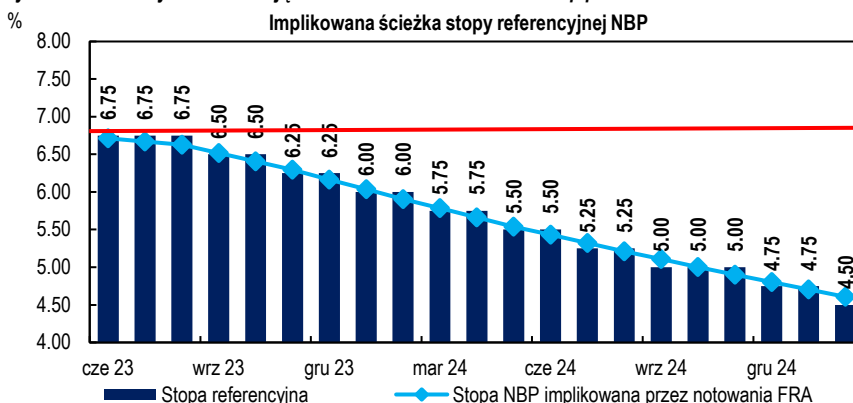
maciej.baçal@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 23	4,67	4,10	5,25	1,14	6,75	2,50	3,55
II KW 24	4,70	4,02	5,24	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 18.04.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.04.2023 r.

Wykres 1. Kontrakty FRA wskazują na możliwość dwóch obniżek stóp przed końcem roku.



Źródło: Bloomberg, Szacunki Citi Handlowy.

Spis treści

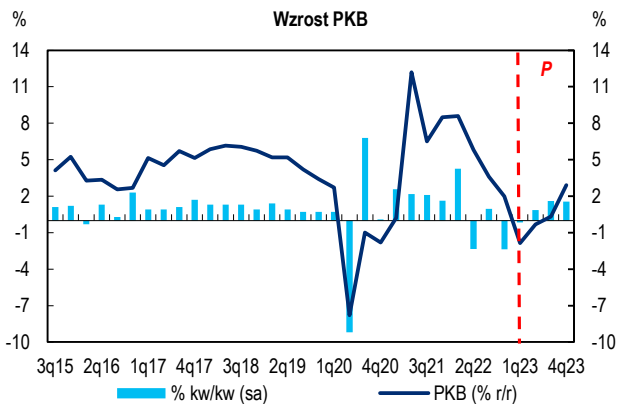
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

Tydzień w wykresach

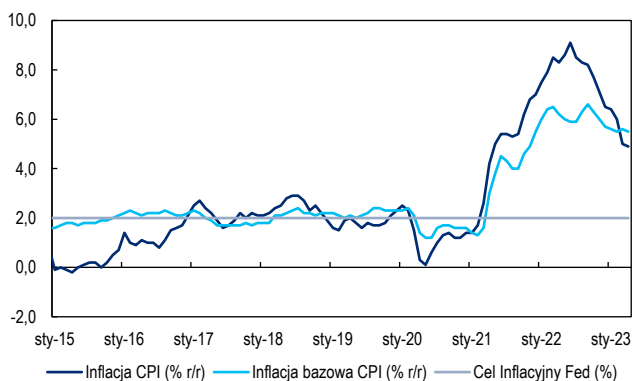
Wykres 2. Spodziewany znaczący spadek PKB na początku roku



- W najbliższy wtorek GUS opublikuje wstępne dane o PKB za I kwartał 2023 roku. Nasze szacunki wskazują na spadek PKB w I kw. o około 1,9% r/r, wobec wzrostu o 2% r/r kwartał wcześniej.
- Opublikowane dotychczas dane o aktywności ekonomicznej za I kw. 2023 roku sugerują nawet głębszy spadek PKB, jednakże notowane w ostatnich miesiącach nadwyżki w bilansie handlowym (spowodowane głównie znaczącym spadkiem importu) najprawdopodobniej złagodziły skalę recesji.
- Jeżeli chodzi o prognozy, naszym zdaniem polska gospodarka najgorsze ma już za sobą, a kolejne kwartały powinny przynieść zauważalną poprawę PKB w ujęciu kw/kw oraz r/r. W całym 2023 roku spodziewamy się wzrostu PKB o 0,3% r/r.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

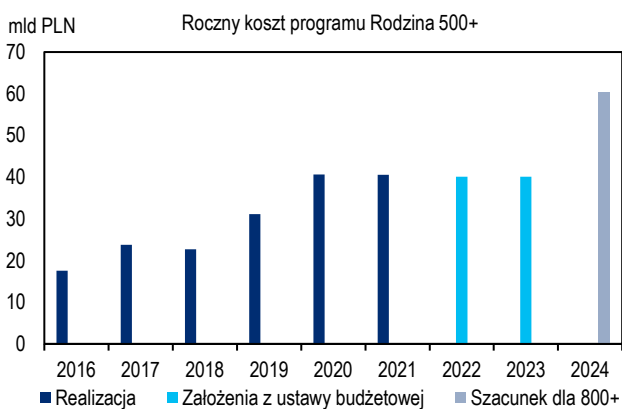
Wykres 3. Inflacja z USA nie zwiększyła oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych



- Inflacja CPI w USA obniżyła się w kwietniu do 4,9% r/r (z 5,0% w marcu), a bazowa do 5,5% r/r (z 5,6%). Na stopniową normalizację cen w USA wskazuje również spadek inflacji PPI w kwietniu do 2,3% r/r.
- Dla decyzji Fed - oprócz inflacji - istotny pozostaje rynek pracy. Raport za kwiecień był wyjątkowo mocny, jednak tygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych wskazują na powolne poluzowanie sytuacji i spadek popytu na pracę.
- „Paczka” danych z USA z ostatniego tygodnia doprowadziła do redukcji rynkowych oczekiwań na kontynuację podwyżek stóp procentowych. Obecnie krzywa wskazuje, że do końca roku FOMC zdecyduje się na co najmniej dwie obniżki stóp. Naszym zdaniem perspektywy inflacyjne nie pozwolą na realizację takiego scenariusza.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. Nowe wydatki fiskalne wraz z planowanym zwiększeniem 500+ do 800+



- Podczas konwencji programowej Prawa i Sprawiedliwości zapowiedziano zwiększenie świadczenia w ramach programu Rodzina 500+ z 500 zł do 800 zł. Ponadto zapowiedziano rozszerzenie darmowych leków na dzieci oraz osób powyżej 65 roku życia.
- Nasze szacunki wskazują, że zwiększenie 500+ będzie kosztowało około 24 mld zł rocznie, a więc ~0,7% PKB. Wszystkie zapowiedziane programy przekładają się na koszt ok. 0,8% PKB.
- Nowe wydatki będą działały na wzrost konsumpcji i biorąc pod uwagę tradycyjne mnożniki fiskalne, mogą dodać do nominalnego PKB ok. 0,5% (raczej poprzez wzrost cen niż wzrost realny). Z tego względu, w naszej ocenie ogłoszony program zmniejsza szanse na obniżki stóp procentowych w tym roku. Obecnie krzywa FRA wycenia spadek stóp w Polsce o 50 pb. Dla porównania – jeżeli chodzi o wpływ na PKB, ogłoszone w weekend programy to ekwiwalent obniżek stóp o ~150 pb.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 maj PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Inflacja CPI (finalny odczyt)	% r/r	IV	14.7	14.7	16.1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	-1.8	-1.4	1.5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	III	2686	2134	2586
16 maj WTOREK							
4:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	11	10.8	3.9
4:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	21	22	10.6
8:30	HU	PKB	% r/r	1Q	-1.1	-0.9	0.4
10:00	PL	PKB	% r/r	1Q	-1.9	-0.8	2
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	V	6	-5	4.1
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	1Q	0.1	0.1	-0.1
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IV	12.3	12.2	12.3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	0.8	0.7	1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0.1	0	0.4
17 maj ŚRODA							
1:50	JP	PKB	% kw/kw SAAR	1Q	0.1	0.1	0
11:00	EUR	Inflacja CPI	% r/r	IV	7	7	6.9
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	tys.	IV	1519	1440	1413
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	IV	1413	1400	1420
18 maj CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	255	264
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	IV	4340	4300	4400
19 maj PIĄTEK							
8:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	IV	6.3	4.8	7.5
17:00	USA	Wystąpienie J. Powella					

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	526	590	596	600	680	690	803	922
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 983	2 127	2 288	2 338	2 624	3 068	3 366	3 690
PKB per capita (USD)	13 689	15 348	15 528	15 689	17 858	18 107	21 101	24 262
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, pieniądz 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)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,06	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,70
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,69	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	-3,7	-5,6	-3,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,1	1,2	0,7	-5,6	-0,7	-2,0	-3,7	-1,5
Dług publiczny (polska metodologia)	48,3	46,4	43,2	47,5	43,8	39,4	40,1	39,1

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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@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 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 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.