

CitiWeekly

Przy obniżkach inflacja może przekroczyć cel o 2,5 pkt.

- Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia była publikacja amerykańskich danych o inflacji z USA. Dane okazały się niższe od oczekiwań rynkowych, które i tak zakładały zauważalny spadek dynamiki w ujęciu rok do roku. Inflacja CPI wyniosła 3,0% r/r (konsensus: 3,1%; maj: 4,0%), a bazowa 4,8% r/r (konsensus: 5,0%; maj: 5,3%). Dane o inflacji nie wpłynęły na oczekiwania na podwyżki stopy funduszy federalnych w lipcu o 25 pb, jednak z wycen rynkowych w zasadzie zniknęły przewidywania kolejnych ruchów FOMC jeszcze w tym roku.
- Naszą uwagę przyciąga fakt, że na koniec przyszłego roku notowania instrumentów pochodnych implikują, że stopy procentowe banków centralnych w Polsce oraz Stanach Zjednoczonych będą na bardzo zbliżonym poziomie. Jednocześnie inflacja w Polsce, zarówno według prognoz banków centralnych, jak i rynkowych szacunków, ma być znacznie wyższa niż w USA. Raport o inflacji NBP zakłada wskaźnik CPI na poziomie 4,6% w ostatnim kwartale 2024 roku i 3,3% na koniec 2025 roku. Z kolei Fed widzi inflację PCE na poziomie 2,6% w 2024 roku i 2,2% w roku następnym.
- Sytuację komplikuje fakt, że projekcje NBP są przygotowywane przy założeniu stabilnych stóp procentowych w całym horyzoncie, podczas gdy krzywa FRA obecnie zakłada cięcia stóp procentowych na poziomie 125 pb do końca tego roku. Według naszych szacunków opartych o [modele NBP](#) zmiana stóp w tej skali sugerowałaby, że inflacja w IV kw. 2024 wyniosłaby ponad 5%, a w IV kw. 2025 około 4% r/r. Oznacza to, że inflacja byłaby odpowiednio o 2,5 i 1,5 punktu wyższa od celu RPP.
- Ponadto projekcja NBP nie zakłada wygaszenia tarczy inflacyjnej w części dotyczącej podatku VAT od żywności. Szacujemy, że w przypadku wzrostu stawki VAT do 5% inflacja w 2024 roku wzrosłaby o dodatkowe ~1 pp, a więc na koniec roku wyniosłaby około 6%. Pomijamy w tym wszystkim fakt, że nasze szacunki zostały dokonane jedynie na podstawie obniżek stóp w 2023 r., a kontrakty FRA wyceniają dalsze 150 pb cięć w 2024 r.
- Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, naszym zdaniem scenariusz wyceniony w krzywej FRA dla Polski wygląda ambitnie w kontekście zarówno krajowej ścieżki inflacji, jak i w odniesieniu do planowanych działań głównych banków centralnych, przede wszystkim z USA.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

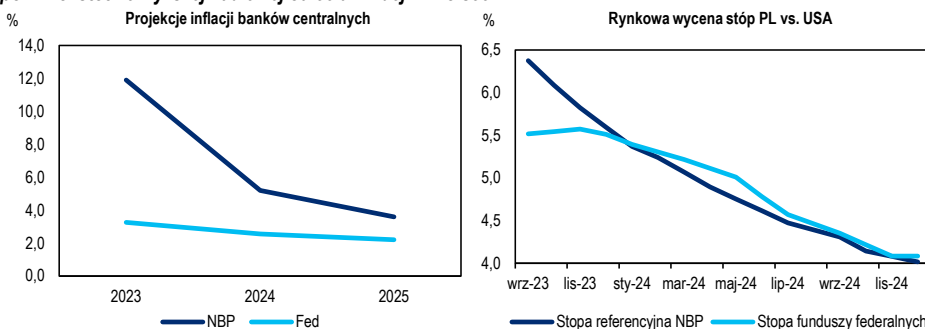
+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciotek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	3,98	5,17	1,13	6,75	2,45	3,40
III KW 24	4,52	3,86	5,14	1,17	5,50	2,00	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07.2023 r. Pozostałe prognozy z 21.06.2023 r.

Wykres 1. Rynkowe wyceny zakładają zbliżony poziom stóp procentowych w Polsce i USA w 2024 roku pomimo istotnie wyższej i dalekiej od celu inflacji w Polsce.



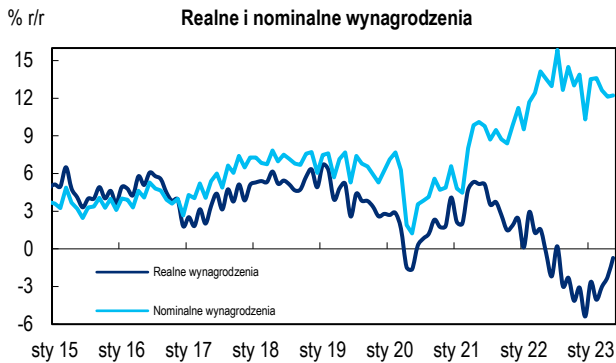
Źródło: Citi Handlowy, NBP, Fed, Refinitiv.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Szansa na wzrost płac realnych w ujęciu rok-do-roku

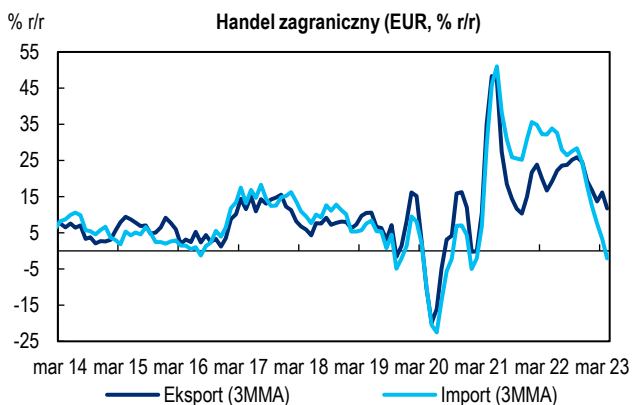


Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

■ W tym tygodniu GUS opublikuje m.in. dane o produkcji przemysłowej i wynagrodzeniach. Według naszych szacunków produkcja przemysłowa spadła w kwietniu 1,2% r/r (wobec -3, 2% r/r w marcu). Na ten wynik negatywny wpływ miała słaba aktywność wśród głównych partnerów handlowych, zwłaszcza Niemiec. Uważamy jednak, że w ujęciu odsezonowanym w drugiej połowie roku sektor przemysłowy będzie notował wzrosty.

■ Oczekujemy, że nominalny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie przyspieszył w czerwcu do 12,4% r/r z 12,2% w maju. Biorąc pod uwagę wstępny szacunek inflacji CPI na poziomie 11,5% r/r, realny wzrost płac prawdopodobnie po raz pierwszy od prawie roku osiągnął wartość dodatnią.

Wykres 3. Gwałtowne hamowanie importu

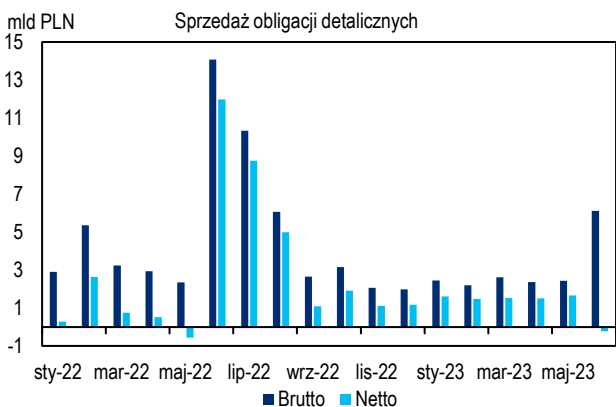


Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy

■ Z opublikowanego przez NBP raportu o bilansie płatniczym za I kw. 2023 r. wynika, że poprawa salda handlu towarami była spowodowana głównie poprawą terms of trade oraz dobrą koniunkturą w sektorze motoryzacyjnym. Liderem polskiego eksportu były akumulatory litowo-jonowe (dwukrotny wzrost wartości r/r) oraz samochody dostawcze (wzrost wartości o ponad 3 mld PLN r/r), a najważniejszym kierunkiem ich eksportu były Niemcy.

■ W pierwszym kwartale 2023 r. kontynuowała była spadkowa tendencja eksportu do Rosji, gdzie łączna wartość wyeksportowanych towarów była o 35,3% niższa niż w analogicznym okresie minionego roku. Omawianemu spadkowi towarzyszył wzrost eksportu do innych krajów Wspólnoty Niepodległych Państw, gdzie jego wartość zwiększyła się ponad dwukrotnie w porównaniu do I kw. 2022 roku, co według NBP mogło być związane z próbami omińnięcia sankcji nałożonych na Rosję.

Wykres 4. Popyt na obligacje detaliczne niższy niż w roku ubiegłym



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

■ Sprzedaż polskich skarbowych obligacji detalicznych w czerwcu wyniosła 6,1 mld PLN, co znacznie przewyższa średnią miesięczną sprzedaż od stycznia do maja tego roku na poziomie 2,4 mld PLN. Jednak po uwzględnieniu zapadających papierów sprzedaż netto była ujemna (-0,2 mld PLN), wobec ok. +1,6 mld we wcześniejszych miesiącach. W czerwcu ubiegłego roku w ofercie pojawiły się obligacje z oprocentowaniem połączonym ze stawką referencyjną, których sprzedaż w czerwcu 2022 wyniosła 5,8 mld PLN (od tego czasu inwestorzy stracili zainteresowanie tymi obligacjami). Również popyt na papiery indeksowane inflacją był obserwowany na niższym poziomie.

■ W ustawie budżetowej założono, że sprzedaż obligacji oszczędnościowych będzie odpowiadała za finansowanie potrzeb pożyczkowych netto w kwocie 41,3 mld PLN. Natomiast w nowelizacji rząd oczekuje, że ta kwota wyniesie zaledwie 18,5 mld PLN.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	11,1	11,1	11,5
18 lip WTOREK							
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,3	0,5	0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	-0,2	-0,1	-0,2
19 lip ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja HICP (finalny odczyt)	% r/r	VI	5,5	5,5	6,1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VI	1,494	1,475	1,631
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VI	1,573	1,49	1,496
20 lip CZWARTEK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	0,3	0,4	0,4
10:00	PL	Płace	% r/r	VI	12,4	12,1	12,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	-1,2	-1,6	-3,2
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VI	--	0,7	3,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	245	241	237
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VI	4,23	4,21	4,3
21 lip PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	-5,3	-4,7	-6,8

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	682	692	819	948
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.395	3.672
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	21.522	24.939
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	6.9	5.1	0.9	3.0
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	4.4	0.2
Spożycie ogółem (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	-0.5	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-1.1	4.5
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	1.9	5.4
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-2.7	6.8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	7.6	5.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.9	5.9
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	12.4	9.5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.5	7.4	4.7	4.7	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	6.25	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	6.44	5.27
Rentowność obligacji 10-letnich	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	6.00	5.85
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	3.95	3.84
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.13	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.50	4.53
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.55	4.51
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.8	-8.1	-18.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-16.8	-27.1
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	388.2	430.1
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	404.9	457.2
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	46.9	52.7
Saldo dochodów	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-35.3	-39.5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.6	-4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.3	-3.7	-2.4
Dług publiczny (polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	40.3	41.6

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

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.