

CitiWeekly

Na spadek inflacji trzeba poczekać

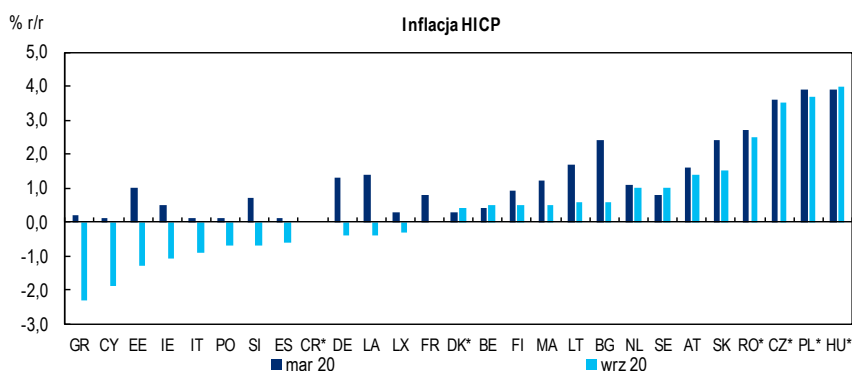
- Inflacja w Polsce, podobnie jak w regionie Europy Środkowej, zaskakuje w górę już od kilku miesięcy. We wrześniu wzrosła ona do 3,2% r/r z 2,9% w sierpniu. Taki wynik był znacznie wyższy niż zakładał konsensus rynkowy (2,9% według ankiety Parkietu), choć jednocześnie był zbliżony do naszej prognozy (3,1%). Najbardziej zaskoczyła nas struktura inflacji – na podstawie cząstkowych danych opublikowanych przez GUS szacujemy, że inflacja netto prawdopodobnie ponownie wzrosła, do co najmniej 4,2%, wobec 4% w sierpniu. Uparcie wysoka inflacja bazowa jest jedną z większych niespodzianek w polskich danych makroekonomicznych w ostatnich miesiącach. Częściowo można próbować ją wyjaśnić znacznym pakietem stymulacyjnym wprowadzonym wcześniej przez rząd, dzięki któremu popyt krajowy utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Niewielki wzrost stopy bezrobocia, znaczne transfery z programów rządowych do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wraz z odłożonym popytem z miesięcy zamrożenia gospodarczego sprawiły, że firmom łatwiej było przenieść zwiększone koszty epidemii na klientów. Podobna sytuacja ma miejsce w regionie w Czechach i na Węgrzech.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy, że z czasem efekt popytowy zacznie w większym stopniu niż dotychczas wpływać na dynamikę cen. Z tego względu spodziewamy się spadku inflacji w kierunku 2,8% do końca roku i poniżej 2% na początku 2021 r. Pomimo wyższej inflacji sądzimy, że prawdopodobieństwo zacieśnienia polityki pieniężnej w Polsce w najbliższej przyszłości jest niewielkie. Pod tym względem NBP wyróżnia się na tle innych banków centralnych w Europie Środkowej. W regionie bardziej jastrzębio nastawiony jest zarówno czeski bank centralny, który utrzymuje wyższy poziom stóp procentowych oraz węgierski bank centralny, który niedawno podwyższył stopy.
- Tymczasem w strefie euro ponownie odnotowano spadek cen w ujęciu rocznym (-0,3% r/r) i rekordowo niską inflację bazową (0,2%). Spośród dużych gospodarek, największy spadek inflacji w ostatnich miesiącach wystąpił w Niemczech, do czego częściowo przyczyniła się obniżka stawek VAT. Prezes Europejskiego Banku Centralnego C. Lagarde zasignalizowała, że EBC nie jest zadowolony z niskiej inflacji i jej ewentualnego wpływu na oczekiwania inflacyjne i zwróciła uwagę na wpływ silnego euro na inflację. Naszym zdaniem niska inflacja może wywierać presję na EBC, aby ogłosić zwiększenie programu skupu aktywów PEPP przed końcem roku, kiedy nowe projekcje EBC mogą pokazać utrzymanie inflacji poniżej celu nawet do 2023 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 20	4,44	3,73	4,83	1,19	0,10	-0,50	-0,40	1,25
IV KW 21	4,33	3,52	4,81	1,23	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 10.09. pozostałe prognozy z 23.09.2020 r.

Wykres 1. Inflacja w regionie pozostaje wysoka



Źródło: Eurostat, Haver, Citi Handlowy; *dane za marzec i sierpień

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

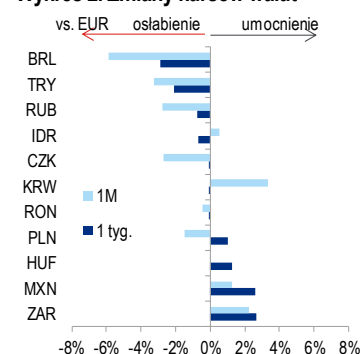
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

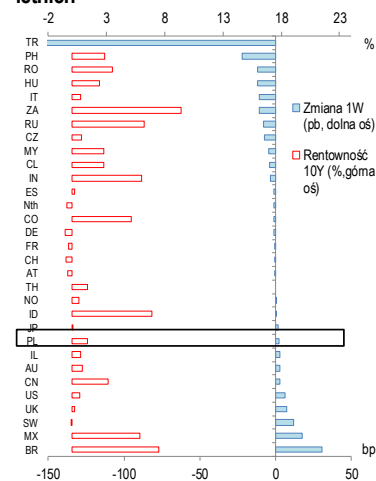
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 2.10.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 2.10.2020 r.

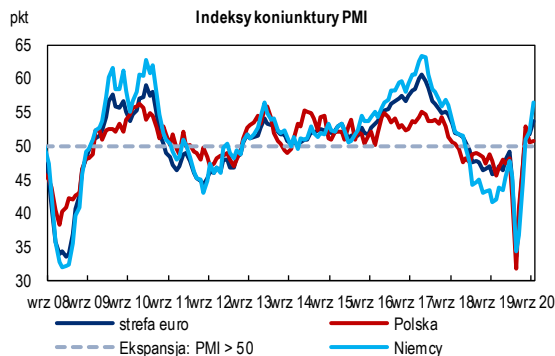
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Wzrost PMI zgodny ze scenariuszem silniejszego wzrostu

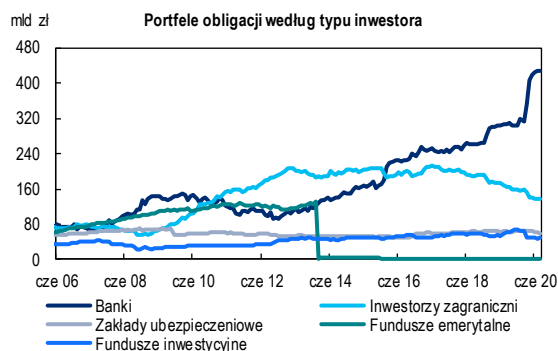


Indeks PMI dla przemysłu wzrósł we wrześniu jedynie nieznacznie, do 50,8 pkt z 50,6 w sierpniu. Indeks był poniżej konsensusu rynkowego (Parkiet: 51,9; Bloomberg: 52,5) i naszego szacunku (53), ale pozostał trzeci miesiąc z rzędu powyżej granicznego poziomu 50 pkt, sygnalizującego dalszą poprawę sytuacji w przemyśle. Poprawa PMI wynikała przede wszystkim ze wzrostu indeksu zatrudnienia i nowych zamówień, przy niewielkim spadku indeksu produkcji.

W ujęciu kwartalnym indeks PMI wzrósł do 51,4 pkt w III kw. z 39,9 w II kw. Na podstawie miesięcznych danych, w tym również danych o PMI, szacujemy odbicie PKB w III kw. na około 6,7% kw/kw sa (do -2,7% r/r). Kolejne miesiące mogą pokazać wyhamowanie ożywienia w związku z drugą falą COVID w Europie i wprowadzeniem restrykcji przez wiele krajów. W rezultacie oczekujemy spadku PKB o 0,1% kw/kw sa (-3% r/r) w IV kw. i recesji w całym roku na poziomie -3,1%, z ryzykiem po stronie słabszego wyniku (w zależności od rozwoju pandemii).

Źródło: Reuters, Markit, Citi Handlowy

Wykres 5. Inwestorzy zagraniczni ograniczali swoje zaangażowanie na rynku długu, niewielka podaż netto w IV kw.

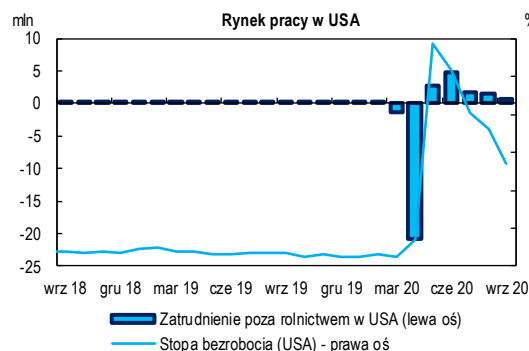


Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni ograniczyli zaangażowanie na krajowym rynku długu o ok. 1,1 mld zł. Obligacje sprzedawały zagraniczne banki i fundusze inwestycyjne, inwestorzy z Francji, Wielkiej Brytanii i Luksemburga, a kupowali inwestorzy z Japonii. Obligacje kupowały też krajowe banki i fundusze inwestycyjne, ale przyrost długu w sierpniu był niewielki.

W IV kw. MF zorganizuje jedynie jeden zwykły przetarg obligacji oraz 4 aukcje zamiany. Taki plan jest spójny z bieżącą sytuacją w której naszym zdaniem resort finansów zrealizował już tegoroczne potrzeby pożyczkowe i będzie się skupiał na prefinansowaniu przyszłorocznych potrzeb mając w odwodzie ok. 127 mld zł poduszki płynnościowej.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 6. Słabsze dane o zatrudnieniu w USA, druga fala COVID zwiększa restrykcje



Dane z rynku pracy w USA były niejednoznaczne (lepsze dane tygodniowe, słabsze dane miesięczne), a pozytywnie zaskoczyły dane z rynku nieruchomości i indeksy koniunktury. Jednak negatywnie na apetyt na ryzyko oddziałuje pogarszająca się sytuacja epidemiczna w USA i Europie, prowadząca do powrotu restrykcji w wielu krajach a także informacje o potwierdzeniu COVID-19 u prezydenta Trumpa i jego współpracowników.

Po tym jak zestaw negatywnych czynników miał przełożenie na odpływ kapitału z rynków wschodzących ubiegły tydzień przyniósł poprawę nastrojów i umocnienie walut gospodarek wschodzących w tym walut regionu i złotego. Po znacznej przecenie złoty równie szybko odrabiał straty i był jedną z najlepiej zachowujących się walut wobec euro. Wzrost szans na przyjęcie kolejnego pakietu fiskalnego w USA i stan zdrowia prezydenta USA będzie wpływał na apetyt na ryzyko w tym tygodniu.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 paź PONIEDZIAŁEK							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IX	--	49,1	49,1
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IX	47,6	47,8	50,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	2,7	2,5	-1,3
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	IX	--	--	54,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	59,6	56,3	56,9
6 paź WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	2,8	2,6	2,8
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	VIII	-66,1	-66,2	-63,6
7 paź ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	X	0,1	0,1	0,1
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	0,9	1,5	1,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-2,8	--	-4,9
8 paź CZWARTEK							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	3,9	--	3,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	820	823	837
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	11300	--	11767
9 paź PIĄTEK							
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	IX	--	--	54
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VIII	--	0,5	0,5

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,1	4,6
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,5	4,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-1,5	5,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,0	6,0
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,9	4,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-10,5	5,2
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	7,0	6,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,73	3,52
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,44	4,33
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,43	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,3
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	46,0	61,6	63,6

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

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w całości lub w części. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.