

18 marca 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Z powrotem w celu, ale nie na długo

- Na powrót inflacji do celu trzeba było czekać prawie trzy lata, jednak w końcu w lutym wskaźnik CPI obniżył się do 2,8% i tym samym znalazł się w przedziale dopuszczalnych wahań wokół celu NBP (2,5% +/-1 punkt procentowy). Wynik ten był zbliżony do naszej prognozy (2,9%) i jednocześnie wyraźnie niższy od konsensusu rynkowego na poziomie 3,2%.
- Tak jak zakładaliśmy, coroczna zmiana koszyka CPI doprowadziła do rewizji stycyniowego wskaźnika o 0,2 pp, obniżając tym samym punkt startowy na kolejne miesiące. Jest to efekt zmian zachodzących we wzorcu konsumpcyjnym gospodarstw domowych. Szoki cenowe z ostatnich kwartałów doprowadziły do zmian w koszyku zakupowym, ograniczając tym samym wskaźnik CPI.
- Rewizja wag może mieć mniej oczywisty wpływ na ścieżkę CPI w dalszej części roku (miejscami ją obniżając, a w innych miesiącach ją podnosząc). Niemniej ocena na ile ten efekt okaże się istotny będzie możliwa dopiero po uzyskaniu bardziej szczegółowych danych z GUS.
- „Pobyt” inflacji w pobliżu celu nie potrwa zbyt długo. Spodziewamy się, że wskaźnik CPI może jeszcze spaść w marcu do około 2,2%, jednak już kwietniu odbije się on pod wpływem wzrostu stawki VAT na żywność, która doda do wskaźnika CPI około 0,9 pp.
- Pewnym optymizmem może napawać fakt, że lutowe dane pokazały ponowne osłabienie inflacji bazowej, która w ujęciu zannualizowanym rosła w ostatnich trzech miesiącach w tempie niższym od 5%. Inflacja bazowa pozostaje jednak uporczywa i wciąż jest daleka do poziomów spójnych z celem NBP. Spodziewane ożywienie aktywności, w tym przede wszystkim konsumpcji, może stanowić wsparcie dla inflacji bazowej w dalszej części roku. W sumie spodziewamy się, że pod koniec roku inflacja CPI powróci w pobliże 5%.
- Zaskakująco niskie dane o inflacji najprawdopodobniej nie wystarczą aby doprowadzić do szybszego spadku kosztu kredytu. Wypowiedzi przedstawicieli RPP pokazują, że bieżąca inflacja nie jest obecnie tym, na co bank centralny zwraca szczególną uwagę. Dużo większe znaczenie ma niepewność dotycząca przyszłej inflacji, szczególnie po prawdopodobnych podwyżkach cen energii w połowie roku. Naszym zdaniem wciąż najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest pozostawienie przez RPP stóp procentowych bez zmian przynajmniej do końca bieżącego roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

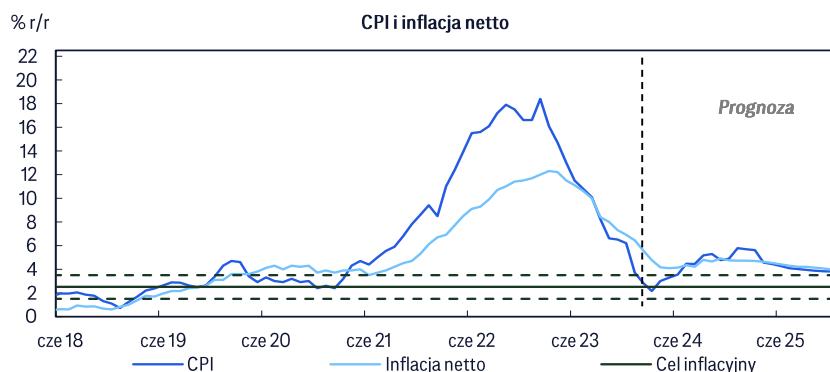
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

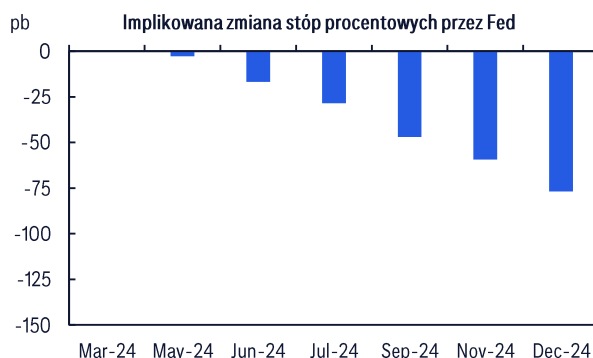
Zuzanna Mrocza

zuzanna.mrocza@citi.com

Wykres 1. Pobyt inflacji w celu prawdopodobnie będzie krótkotrwały

Źródło: Citi Handlowy, Haver, GUS, NBP

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Wciąż raczej czerwiec

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie amerykańskiego Fedu. Wyższy odczyt inflacji bazowej na poziomie 0,4% m/m i prognozowany odczyt inflacji bazowej PCE na poziomie 0,3% m/m podniosły rynkowe oczekiwania co do bardziej jastrzębiego podejścia FOMC. Biorąc jednak pod uwagę mieszane dane o aktywności ekonomicznej, oczekujemy, że przewodniczący Powell nadal będzie kierował retoryką ku obniżkom w tym roku.

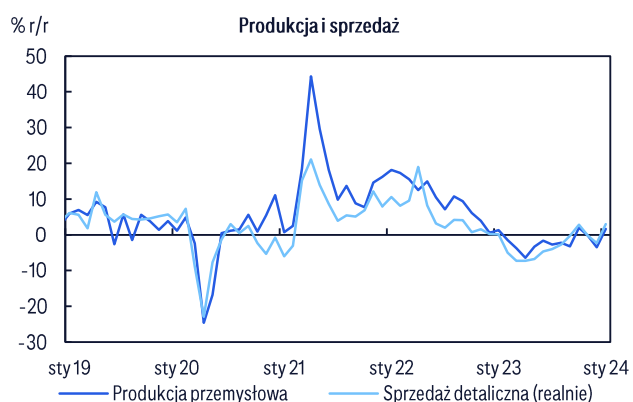
- Spodziewamy się, że w bieżącym tygodniu Fed podejmie decyzję o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian. W dalszym ciągu sądzimy, że pierwsze cięcie stóp nastąpi dopiero w czerwcu, chociaż mocne odczyty inflacji za styczeń i luty ostudziły nieco rynkowe oczekiwania co do łącznej skali obniżek. Z ponad 150 pb cięć, które wyceniał jeszcze do niedawna rynek na 2024 rok, pozostało na chwilę obecną zaledwie ok. 75 pb.

Wykres 3. Rachunek obrotów bieżących niżej od oczekiwań

Źródło: Haver Analytics, NBP, Citi Handlowy

- W styczniu saldo na rachunku obrotów bieżących odnotowało nadwyżkę w wysokości 1,179 mld EUR wobec deficytu na poziomie 0,024 mld EUR w grudniu. Odczyt ten okazał się niższy niż nasze oraz rynkowe oczekiwania (Citi: 1,459 mld EUR; konsensus: 1,432 mld EUR). Dwunastomiesięczne skumulowane saldo obrotów bieżących wyniosło 1,4% PKB.

- Znaczną poprawę odnotował rachunek obrotów towarowych. W styczniu wspomniane saldo wykazało nadwyżkę w postaci 1,286 mld EUR wobec deficytu w wysokości -0,566 mld EUR w grudniu. Eksport zmniejszył się o 4,3% r/r (-6% w grudniu), a jego spadek był widoczny we wszystkich kategoriach, głównie w przypadku towarów zaopatrzeniowych, dóbr inwestycyjnych oraz towarów konsumpcyjnych. Z kolei import zaliczył spadek o 3,5% r/r (-11,3% w grudniu), przy czym najsilniej zmniejszyła się wartość importowanych paliw.

Wykres 4. Czas na dawkę niezłych danych

Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

- Spodziewamy się, że sprzedaż detaliczna ponownie uległa poprawie i w lutym wzrosła o 5,4% r/r wobec 3% wzrostu w styczniu. Wzrost realnych wynagrodzeń połączony z wyższymi transferami socjalnymi powinny pozytywnie przełożyć się na konsumpcję prywatną. Nie bez znaczenia pozostawała również konkurencja cenowa w sklepach, której skutkiem były wzmożone zakupy żywności.

- W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się poprawy z 1,6% r/r w styczniu do 2,9% w lutym. Pomimo negatywnej niespodzianki w styczniu w głównym odczycie, doszło do poprawy w przetwórstwie. Polski sektor przemysłowy w porównaniu do pozostałych krajów regionu był ostatnimi czasy bardziej odporny na słabość przemysłu europejskiego. Niemniej jednak mizerne odbicie w strefie euro, widoczne zarówno w twardych danych, jak i badaniach ankietowych wśród firm, stwarza ryzyko dla polskiej produkcji.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 mar PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	II	2,6	2,6	2,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	5,6	5,4	6,9
19 mar WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	15,0	20,4	19,9
13:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	II	1,520	1,500	1,470
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	II	1,471	1,430	1,331
20 mar ŚRODA							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	-0,2	-0,2	-0,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	2,9	2,4	1,6
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	II	--	-8,7	-9,0
10:00	PL	Płace	% r/r	II	10,8	11,3	12,8
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	III	5,75	5,75	6,25
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	III	-14,8	-15,0	-15,5
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	5,50	5,50	5,50
21 mar CZWARTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	43,0	43,5	42,5
9:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	49,0	48,8	48,3
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	47,0	47,0	46,5
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	50,7	50,5	50,2
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	5,4	4,6	3,0
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	II	-2,6	-2,0	-6,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	211	--	209
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	-4,0	5,2
14:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	III	52,0	51,8	52,2
14:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	III	52,0	52,0	52,3
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	II	4,00	3,92	4,00
22 mar PIĄTEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	85,5	86,0	85,5
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	II	--	7,1	7,7

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	799	875	969
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,358	3,571	3,836
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,006	23,023	25,503
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1	38,1	38,0	38,0
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,3	5,4	5,2	5,1	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	2,8	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	8,4	2,1	5,8
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,3	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,5	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-1,9	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-8,3	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,9	3,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,0	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	4,0	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,00
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,63	4,13
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,24	5,00	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,93	4,18	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,08	3,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,34	4,34	4,44
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,32	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-8,8	-16,6	12,5	-3,8	-8,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,3	-2,4	1,6	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,1	-25,6	9,5	-2,3	-4,6
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	339,5	361,6	375,4	419,6
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	365,1	352,1	377,7	424,2
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	40,9	40,9	44,1
Saldo dochodów	-22,6	-24,9	-22,8	-30,9	-27,2	-34,7	-38,7	-43,3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,5	-2,2
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,6	43,7	45,0

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, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroczka

Stażystka

zuzanna.mroczka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem 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 tożsamy 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.