

Citi Weekly

Inflacja pozostaje źródłem niespodzianek

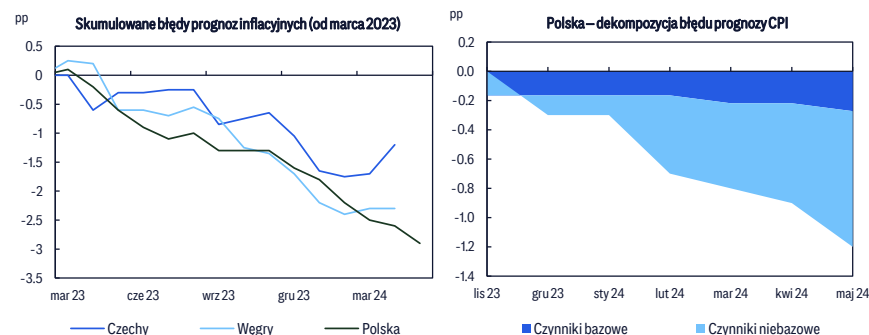
- Jak się dowiedzieliśmy w minionym tygodniu, inflacja w maju wzrosła tylko nieznacznie (o 0,1 pkt.) i osiągnęła 2,5% r/r. Wynik ten był niższy od naszej prognozy (2,7%), która i tak plasowała się poniżej konsensusu rynkowego (2,8%). Choć nie znamy jeszcze pełnego zestawu danych, wiemy już, że niespodzianka była w znacznym stopniu efektem niższej dynamiki cen żywności, choć nie bez znaczenia był również spadek inflacji bazowej. Ta ostatnia obniżyła się zapewne do około 3,9% r/r z 4,1% w kwietniu.

- Spoglądając wstecz trudno przejść do porządku dziennego nad faktem, że przez ponad rok inflacja zaskakiwała w dół niemal co miesiąc. Licząc od marca 2023 r. skumulowany błąd prognoz konsensusu rynkowego wyniósł minus 2,9 pkt. proc., co samo w sobie niezbyt dobrze świadczy o celności tych predykcji. Co prawda duże błędy w prognozowaniu inflacji zdarzają się i nie są czymś nadzwyczajnym, ale nie powinny się powtarzać i przede wszystkim nie powinny systematycznie odchyłać się w tę samą stronę. Niestety właśnie z taką sytuacją mieliśmy do czynienia przez ponad rok (Wykres 1). Biorąc to pod uwagę, kluczowe pytanie dotyczy tego, czy niespodzianki inflacyjne to efekt złych modeli, wystąpienia nieprzewidywalnych szoków podaźowych (na przykład na rynku żywności/energii) czy też innych czynników.

- Nasza analiza (więcej szczegółów [tutaj](#)) sugeruje, że konsensus prognoz inflacyjnych dla Polski nie spisywał się zadowalająco, szczególnie na tle celności prognoz dla niektórych innych krajów regionu (Czechy, Węgry). Innymi słowy modele prognostyczne na pewno wymagają dostosowania (delikatnie to ujmując). Jednocześnie jednak znaczną część błędu można przypisać kumulacji szoków podaźowych, szczególnie w okresie od listopada ubiegłego roku. Według naszych szacunków w tym właśnie okresie tzw. czynniki niebazowe (żywność, paliwa i energia) odpowiadały za mniej więcej trzy czwarte skumulowanego błędu prognoz.

- Ta ostatnia informacja sprawia, że z jeszcze większą uwagą należy spoglądać na zachowanie żywności i energii, bo to one mogą zdecydować o kierunku trendu inflacyjnego w najbliższej przyszłości. Biorąc pod uwagę globalne trendy na rynku pszenicy, niekorzystne warunki pogodowe w kraju (susza) oraz planowane zmiany cen energii, można spodziewać się, że te same czynniki, które dotychczas obniżały inflację, już wkrótce będą ją podwyższały. Niemniej lekcja z ostatnich miesięcy jest jedna – inflacja w Polsce jest mniej przewidywalna niż byśmy sobie tego życzyli, a skala jej odbicia pozostaje niepokojąca.

Wykres 1. Wyjątkowo duże niespodzianki inflacyjne, w znacznym stopniu wynikające z cen żywności i energii



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie konsensusu z ankiet agencji Bloomberg oraz Parkietu

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

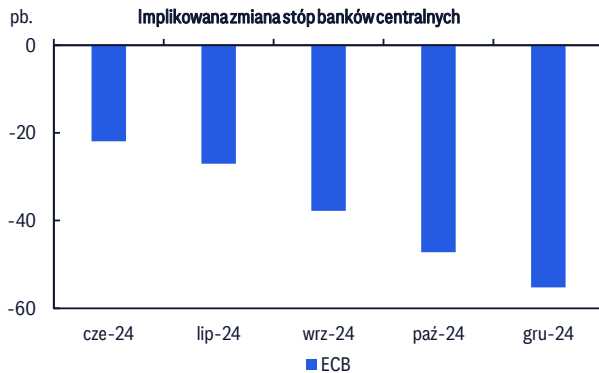
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

zuzanna.mroccka@citi.com

Tydzień w wykresach

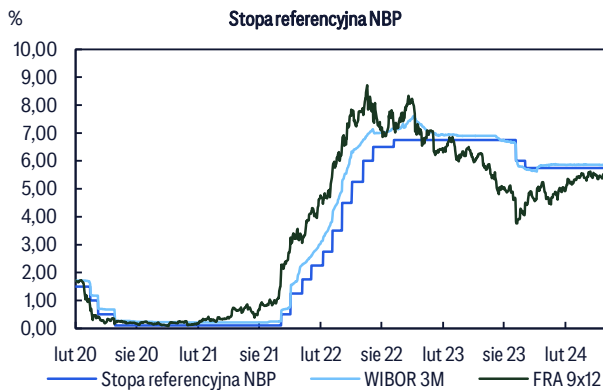
Wykres 2. EBC zrobi przerwę po czerwcu?



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Oczekujemy, że na czerwcowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny rozpocznie cykl cięć stóp procentowych i obniży stopę depozytową o 25 pb do 3,75%. Powyższa decyzja wydaje się mieć szerokie poparcie w EBC, gdzie zarówno gołębie jak i jastrzębie wskazują na taki ruch w swoich ostatnich wypowiedziach.
- Większą zagadką są decyzje Rady Prezesów EBC w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem, w lipcu nastąpi krótka przerwa w cyklu obniżek stóp, który zostanie wznowiony na wrześniowym posiedzeniu. Obecne uwarunkowania gospodarcze wynikające z publikowanych danych nie tworzą presji na szybkie obniżki stóp procentowych. Naszym zdaniem członkowie EBC mogą obawiać się pomyłki i zbyt szybkiego wycofania się z polityki podwyższonych stóp procentowych.

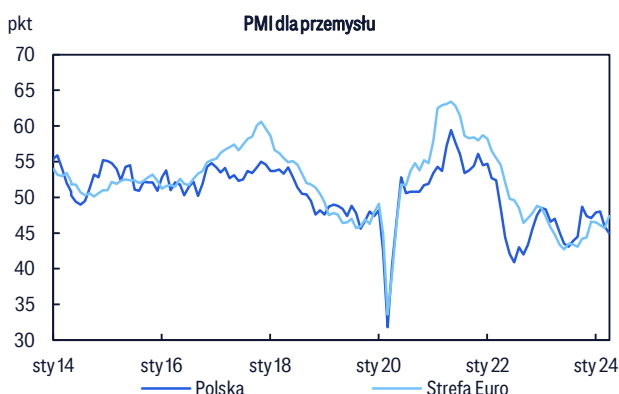
Wykres 3. Bez szans na obniżkę



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

- Oczekujemy, że na nadchodzącym czerwcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej kolejny miesiąc z rzędu utrzyma referencyjną stopę procentową na poziomie 5,75%. Co więcej, uważamy, że obniżka stóp przed II kw. 2025 roku wydaje się mało prawdopodobna.
- Ubiegłotygodniowa niespodzianka w postaci odczytu inflacji poniżej oczekiwań rynkowych nie powinna mieć wpływu na stanowisko RPP, ponieważ członkowie Rady wydają się bardziej obawiać odbicia inflacji w drugiej połowie roku niż jej obecnego niskiego poziomu. Naszym zdaniem ostatnie jastrzębie wypowiedzi członków RPP stanowią próbę ukierunkowania oczekiwań rynku na dalsze opóźnienie pierwszej obniżki stóp – prawdopodobnie do połowy przyszłego roku.

Wykres 4. Spowolnienie w polskim przemyśle nadal trwa



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

- Indeks PMI w polskim sektorze przemysłowym zanotował w maju spadek do 45 pkt wobec oczekiwanej poprawy do 47,1 z 45,9 w kwietniu. Indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt (która oddziela ekspansję od recesji) od maja 2022 roku. Badanie pokazuje, że wciąż niski jest popyt na polskie towary, co obrazuje dalszy spadek wskaźnika nowych zamówień. Składowe indeksy PMI wskazują na ograniczoną presję inflacyjną.
- Wyniki ankietowe dla polskiego przemysłu w maju kontrastują z poprawą nastrojów w sektorze przemysłowym krajów strefy euro. Poprawa koniunktury w strefie euro powinna mieć przełożenie na wzrost zamówień eksportowych z Polski. Jednak na razie brak twardych danych jasno wskazujących na to, że sektor przemysłowy w Europie (a zwłaszcza w Niemczech) zauważalnie odbija.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 cze PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	V	--	--	50,9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	V	49,5	49,7	49,2
04 cze WTOREK							
8:30	HU	PKB - drugie wyliczenie	% r/r	Q1	--	--	1,1
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IV	--	0,7	1,6
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mIn	IV	8,385	8,300	8,488
05 cze ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	VI	5,75	5,75	5,75
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	5,4	--	6,1
9:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	--	53,2
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	53,3	53,3	53,3
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	V	--	--	54,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	V	50,8	50,9	49,4
06 cze CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	IV	1,0	0,6	-0,4
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	3,8	--	4,2
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	-1,1	--	-3,0
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	VI	3,75	3,75	4,00
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	IV	-76,2	-69,7	-69,40
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	--	219
07 cze PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,5	0,0	-0,4
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	0,9	--	-2,8
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	Q1	0,3	0,3	-0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	V	140	185	175
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	V	4,0	3,9	3,9
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	V	0,3	0,3	0,2

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	811	895	981
Nominalny PKB (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,067	3,396	3,634	3,927
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,761	17,990	18,266	21,560	23,853	26,233
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	5,0	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,2	3,2	3,9
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	4,9	13,1	2,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,1	-0,1	4,2	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,2	-1,0	4,1	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,7	3,4	4,3	5,1
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	5,7	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	5,7	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,1	4,8
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	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,25	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,92	4,18	3,84
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,19	4,06	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,35	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,33	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,8	-4,0	-8,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	-0,4	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	-5,7	-8,3
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	407,4	442,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	413,1	451,2
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,7	49,1
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,1	-5,5	-4,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,2	-3,3	-1,7
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	39,1	41,8	42,3

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, 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 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.