CitiWeekly

Zaskoczenia inflacyjne przybliżają obniżki stóp procentowych

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciołek, CFA
+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka

- Od wielu miesięcy inflacja w różnych częściach świata notuje spadki ze szczytów osiągniętych w tym roku. Skala dostosowania okazuje się niejednokrotnie większa niż zakładały to średnioterminowe prognozy jeszcze na początku 2023 roku. Również miesięczne dane są niższe od median prognoz rynkowych.

- Dane opublikowane w zeszłym tygodniu wpisywały się w trend „ujemnych zaskoczeń". Inflacja w Polsce w listopadzie spadła do 6,5% r/r (z 6,6% w październiku), co było zgodne z naszymi oczekiwaniami i nieco poniżej konsensusu (6,6% r/r). Szczegóły publikacji nie są jeszcze znane, jednak na bazie dostępnych składowych szacujemy, że inflacja bazowa spadła do poziomu 7,3% r/r (wobec 8,0% poprzednio), a rynkowe oczekiwania przed publikacją CPI kształtowały się w pobliżu 7,7%.

- Zdecydowanie bardziej zaskoczyła inflacja w strefie euro, gdzie główny wskaźnik HICP obniżył się w minionym miesiącu do 2,4% r/r (z 2,9%), okazując się o 0,3 pp. niższy od mediany z ankiety ekonomistów. W Stanach Zjednoczonych wynik październikowego indeksu PCE wyniósł 0% m/m i był „tylko" o 0,1 pp niższy od rynkowych prognoz, a miara bazowa była zgodna z oczekiwaniami.

- Indeksy mierzące skalę zaskoczeń w danych inflacyjnych notowały spadki przez większą część tego roku i znajdują się poniżej zera nie tylko w przypadku Polski, lecz również w strefie euro oraz USA. W żadnej z tych gospodarek nie został jeszcze osiągnięty cel banku centralnego, a w perspektywie 2024 roku oczekiwania ze strony analityków, jak i samych banków centralnych wskazują, że inflacja wciąż będzie wyższa od założeń polityki pieniężnej. Niemniej zauważalne dostosowanie CPI ułatwiło cięcie stóp w trakcie 2023 r. w niektórych krajach rynków wschodzących.

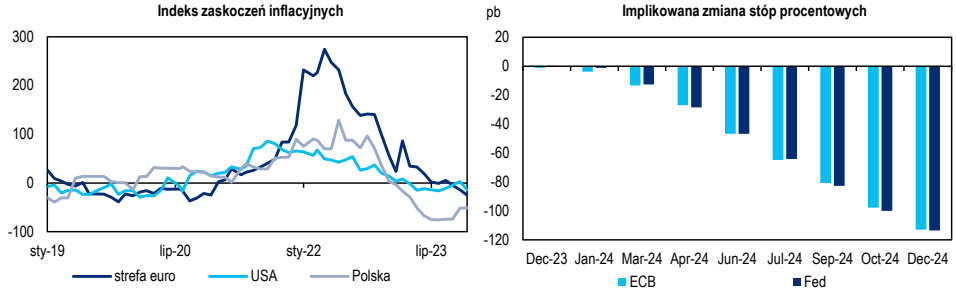
- Oczekujemy, że perspektywy gospodarcze w krajach rynków rozwiniętych będą przemawiały za początkiem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez tamtejsze banki centralne. Dalszy spadek inflacji w połączeniu z tempem wzrostu gospodarczego poniżej potencjału tworzy środowisko, w którym rynek oczekuje działań zarówno w USA, jak i strefie euro. Zakładamy, że w 2024 roku obniżki stóp procentowych w obu tych gospodarkach sięgną 100 pb, przy czym EBC zdecyduje się na pierwszy taki ruch już w drugim kwartale, natomiast Fed rozpocznie swoje działania dopiero od III kw. Jednocześnie przestrzeń do obniżek stóp procentowych w Polsce wydaje się zauważalnie mniejsza, na co wskazuje choćby zmiana retoryki RPP (większy nacisk na ryzyka inflacyjne, konsekwencje polityki fiskalnej oraz zmiany cen regulowanych)

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	*4,30*	*3,87*	*5,06*	*1,11*	*5,75*	*2,75*	*4,50*
IV KW 24	*4,51*	*4,30*	*5,37*	*1,05*	*5,25*	*2,15*	*4,30*

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 1.12.2023 r. Pozostałe prognozy z 1.12.2023 r.

Wykres 1. Niższe od oczekiwań odczyty inflacji na rynkach bazowych zwiększają oczekiwania na początek cyklu obniżek stóp procentowych.



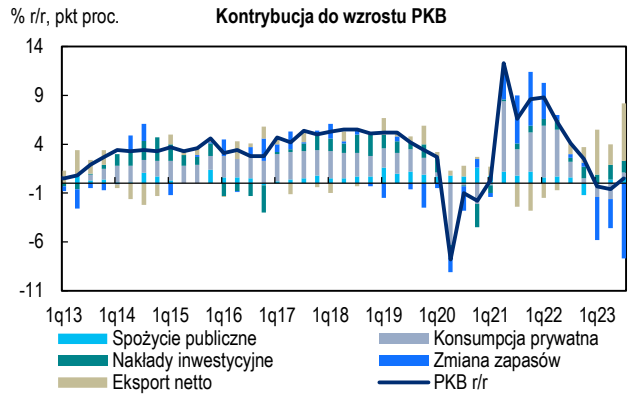
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Spis treści **Nr str.**

- Temat tygodnia 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Poprawa konsumpcji widoczna w danych o PKB



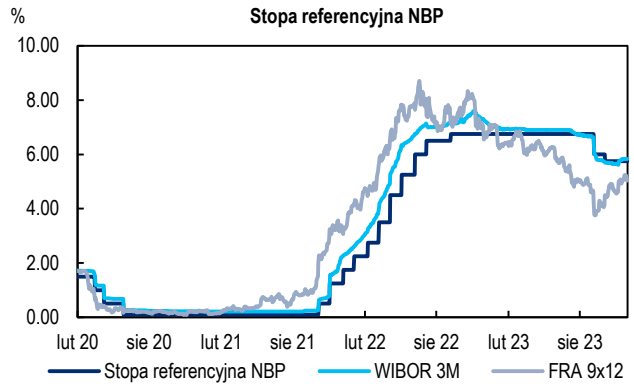
- W czwartek GUS opublikował nieco bardziej szczegółowe dane odnośnie PKB za III kwartał 2023 r., przy okazji rewidując jego wstępny odczyt ze wzrostu na poziomie 0,4% r/r do +0,5% r/r.

- Konsumpcja prywatna w III kwartale wzrosła aż o 0,8% r/r (wobec spadku o 2,8% r/r kwartał wcześniej) , będąc jedną z głównych przyczyn poprawy rocznej dynamiki PKB. Nie bez znaczenia okazały się również inwestycje, które wzrosły o 7,2% r/r, prawdopodobnie na skutek wykorzystania funduszy unijnych dostępnych do końca 2023 roku. Duże wahania występowały ponownie w zapasach oraz eksporcie netto, ale wpływ tych kategorii na wzrost PKB w dużym stopniu się równoważył.

- Biorąc pod uwagę realny wzrost wynagrodzeń oraz dodatkowe transfery fiskalne na początku 2024 roku, uważamy, że konsumpcja w dalszym ciągu powinna pozytywnie wpływać na poprawę PKB.

Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Na kolejne obniżki trzeba będzie poczekać

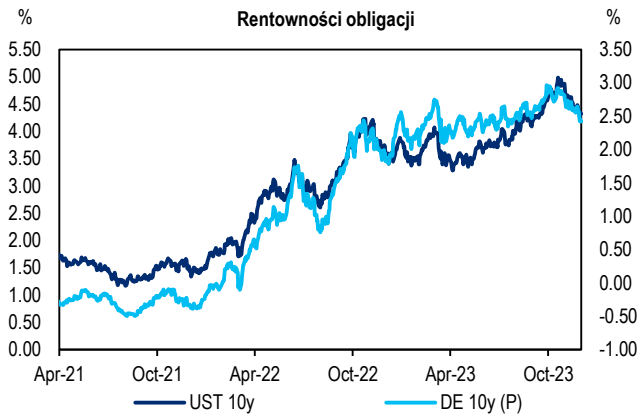


- Oczekujemy, że na grudniowym posiedzeniu RPP utrzyma stopę referencyjną na poziomie 5,75%. Komunikacja Rady z zeszłego miesiąca wskazywała na wzrost niepewności odnośnie polityki fiskalnej oraz regulacyjnej, co może sugerować, że bank centralny będzie trzymać się podejścia „poczekamy-zobaczymy".

- Niektórzy członkowie RPP w wywiadach sugerowali, że miejsce na obniżki stóp znacząco się zawęziło (biorąc pod uwagę oczekiwane spowolnienie dezinflacji). Rada może zechcieć utrzymać stopy na dotychczasowym poziomie co najmniej do marca 2024 roku, kiedy to zaprezentowana zostanie kolejna projekcja makroekonomiczna. Prognozy NBP z listopada zakładają przedłużenie 0% VAT na żywność (podczas gdy politycy sugerowali powrót stawki 5%), a jednocześnie nie biorą pod uwagę możliwości zamrożenia cen energii na kolejne 6 miesięcy (projekt ustawy trafił już do Sejmu).

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Spadki rentowności obligacji w listopadzie



- W listopadzie doszło do znacznego spadku rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych. Istotny wpływ na taki ruch miał wzrost oczekiwań na obniżki stóp procentowych (Wykres 1). Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich w drugiej połowie października na krótko przebiły poziom 5%, jednak od tego czasu rozpoczął się trend spadkowy, którego zasięg to już około 70 pb.

- Środowisko niższych stóp procentowych i umiarkowanej inflacji (bliskiej celu) jest pozytywne dla wycen obligacji skarbowych, pomimo obaw o podwyższoną podaż obligacji w USA w obliczu wysokiego deficytu fiskalnego. Dalszy spadek rentowności obligacji skarbowych może być również wspierany przez sytuację na rynku surowcowym. Stablizacja cen ropy naftowej powinna ograniczać ewentualny wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
04 gru		**PONIEDZIAŁEK**					
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	X	--	-3,0	2,8
05 gru		**WTOREK**					
9:55	DE	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	--	--	48,7
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	48,2	48,2	48,2
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt finalny	pkt	XI	--	50,8	50,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	52,8	52,3	51,8
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	X	9,52	9,30	9,55
06 gru		**ŚRODA**					
	PL	**Decyzja NBP**	**%**	**XII**	**5,75**	**5,75**	**5,75**
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	-1,5	0,4	0,2
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	-2,0	--	-5,8
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	-6,0	--	-7,3
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r swda	X	0,2	--	-5,1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	X	-64,9	-64,2	-61,5
07 gru		**CZWARTEK**					
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,5	-0,2	-1,4
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r swda	X	1,9	--	-5,0
11:00	EUR	PKB (rewizja)	% kw/kw	3Q	-0,1	-0,1	-0,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	223	222	218
08 gru		**PIĄTEK**					
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	XI	3,2	3,2	3,8
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	XI	7,8	--	9,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	195	190	150
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	XI	3,9	3,9	3,9
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	XI	0,3	0,3	0,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	XII	63,0	62,0	61,3

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	800	866
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,364	3,610
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,008	22,790
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	0,4	3,5
Inwestycje (%, r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,3	3,4
Konsumpcja (%, r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	0,9	4,1
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-0,4	4,8
Eksport (%, r/r)	9,0	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-1,9	3,7
Import (%, r/r)	9,9	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-6,3	5,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,4	4,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3
Płace nominalne (%, r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5
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	5,75	5,25
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,27
Rentowność obligacji 10-letniej (%, koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,87	4,30
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,30	4,51
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	354,9	362,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	352,1	364,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,2	42,5
Saldo dochodów pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,1	-43,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,0	43,1

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

Zuzanna Mroczka
Stażystka

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 tożsamych 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 jakiejkolwiek 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.