

Citi Weekly

Inflacja zaskakuje w dół nie tylko w Polsce

- W regionie Europy Środkowo-Wschodniej inflacja zanotowała silny spadek po osiągnięciu szczytów na początku ubiegłego roku. Główne wskaźniki inflacji już znajdują się w dopuszczalnym paśmie odchyleń wokół celu lub znajdują się tam w najbliższych miesiącach (według naszych prognoz). W odczytach danych CPI z ostatnich miesięcy można zaobserwować, że publikacje okazywały się jeszcze niższe niż wynikało to z prognoz rynkowych (Wykres 1).
- Sam silny spadek inflacji w styczniu nie był zaskoczeniem w Polsce (do 3,9% r/r z 6,2% w grudniu), Czechach (do 2,3% z 6,9%) ani na Węgrzech (do 3,8% z 5,5%). Jednak skala zmiany po raz kolejny przebiła rynkowe oczekiwania i inflacja okazała się o 0,2 pp niższa od konsensusu w Polsce oraz po 0,6 pp w Czechach i na Węgrzech.
- Wzrost cen w Polsce prawdopodobnie spowolni w pobliżu 2,5% już w marcu, jednak zmiany w dalszej części roku wciąż uzależnione są w dużym stopniu od zmian cen regulowanych. W bazowym scenariuszu zakładamy wzrost inflacji w stronę 5%, jednak przy pełnym uwolnieniu cen energii możliwe byłoby nawet odbicie powyżej 7%. Inflacja bazowa jest rozpędzona i w ujęciu „zanualizowanym” przekracza 5% (3MMA).
- W Czechach inflacja bazowa mimo spadku do 2,9% r/r jest według Prezesa CNB „wysoka”. Naszym zdaniem może to wynikać z obawy o osłabienie czeskiej korony, co miałoby proinflacyjny wpływ na gospodarkę. Z kolei na Węgrzech istotne pole do spadku inflacji widzimy przede wszystkim w kategoriach bazowych.
- Spadek inflacji wpływał na rozpoczęcie łagodzenia polityki pieniężnej w regionie CEE, jednak widzimy istotne rozbieżności w działaniach banków w tym roku. W Polsce stopy procentowe prawdopodobnie nie ulegną zmianie w 2024 r., szczególnie biorąc pod uwagę jastrzębią retorykę RPP i niepewność regulacyjną. W Czechach osłabienie korony stanowiłoby ryzyko dla oczekiwanej przez nas obniżki stóp o 75 pb w marcu (łącznie 275 pb do końca roku). Na Węgrzech również ewentualne osłabienie waluty mogłoby wpływać na MNB, jednak zakładamy, że jeszcze w lutym skala obniżek stóp wzrośnie do 100 pb z 75 pb, a na koniec roku główna stopa spadnie w okolice 5% z obecnych 10%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

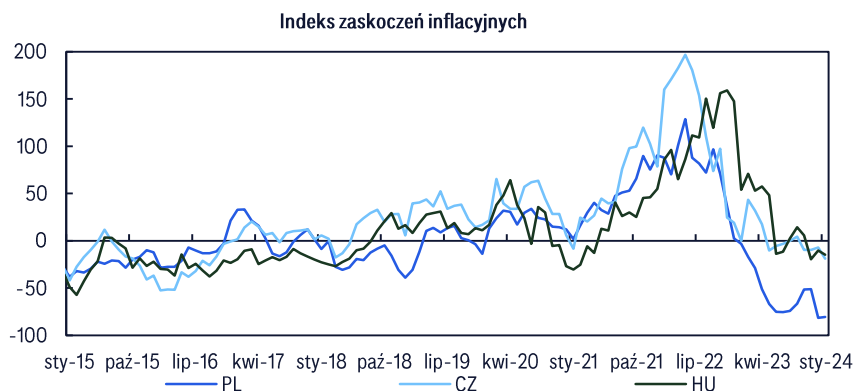
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mrocckazuzanna.mroccka@citi.com

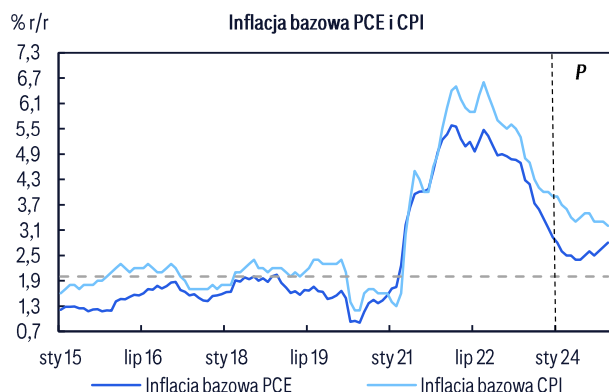
Wykres 1. Inflacja jest w ostatnich miesiącach niższa od rynkowych oczekiwań



Źródło: Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Znaczące odczyty z USA

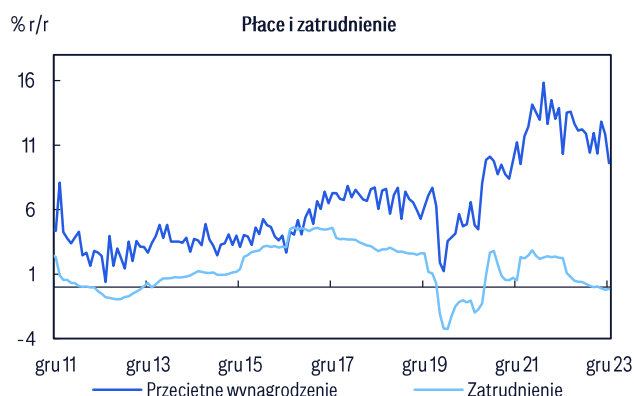


Źródło: Haver, Citi Handlowy

• We wtorek poznaliśmy dość zaskakujące dane odnośnie amerykańskiej inflacji w styczniu. Inflacja CPI przyspieszyła z 0,2% m/m w grudniu do 0,3% m/m. W ujęciu rocznym oznacza to wzrost cen o 3,1%. Z kolei inflacja bazowa CPI wyniosła 0,4% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,3% m/m. Za gorszy odczyt odpowiada przede wszystkim wzrost cen usług (+0,7% m/m), przy znacznie słabszym spadku cen w kategorii towarów (-0,3% m/m).

• Powyższe odczyty oznaczają w naszej ocenie brak cięć stóp w marcu oraz mocno ograniczają możliwości cięcia w maju, przesuwając oczekiwania rynku co do pierwszej obniżki w kierunku czerwca. Publikacja danych wywołała również duży ruch na rentownościach obligacji - krótki koniec krzywej dochodowości po publikacji przesunął się o ok. 20 pb w górę.

Wykres 3. Styczeń pod znakiem lepszych danych?

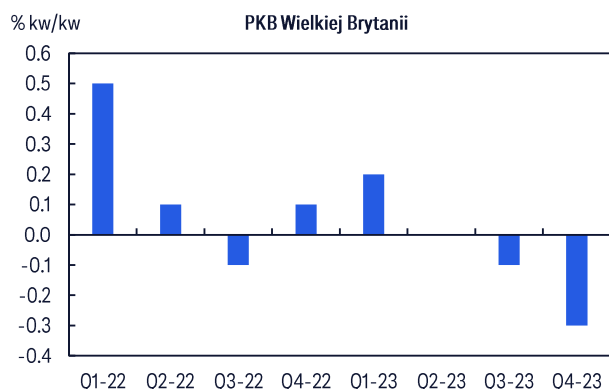


Źródło: Haver, Citi Handlowy

• Spodziewamy się, że w styczniu nominalne wynagrodzenia wzrosły o 12,2% r/r, wobec 9,6% w grudniu (przypuszczamy, że grudniowy odczyt był wynikiem czynników jednorazowych). Oczekujemy, że zatrudnienie wzrosło o 0,2% r/r, jednakże nasze szacunki są podatne na coroczną aktualizację próby firm zatrudniających powyżej 9 osób. Według MRPIPS stopa bezrobocia wzrosła z 5,1% do 5,4%.

• W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się poprawy z -3,9% r/r w grudniu do 3,8% w styczniu. Ostatnio polska produkcja jest bardziej odporna na słabość przemysłu europejskiego w porównaniu do pozostałych krajów regionu CEE, ale wraz z poprawą nastrojów na zachodzie, odbicie powinno nastąpić również w Polsce. W przypadku produkcji budowlanej spodziewamy się spowolnienia z 14% r/r w grudniu do 9,4% w styczniu, a sprzedaż detaliczna w naszej ocenie poprawiła się i jej wzrost wyniósł 3,8% r/r.

Wykres 4. Techniczna recesja w Wielkiej Brytanii



Źródło: Citi Handlowy, Haver Analytics

• Brytyjska gospodarka skurczyła się w IV kwartale o 0,3% kw/kw, po wcześniejszym spadku o 0,1% w III kwartale. Odczyt stanowił negatywne zaskoczenie wobec oczekiwań, a w relacji do poprzedniego roku zamiast niewielkiego wzrostu o 0,1% (mediana rynkowa) doszło do spadku o 0,2%.

• W ostatnim czasie komentarze płynące z Banku Anglii wskazywały na oczekiwane ożywienie gospodarcze, między innymi za sprawą poprawy w realnych dochodach. Zakładamy, że Bank Anglii zdecyduje się na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w drugim kwartale tego roku. Oczekujemy, że główna stopa procentowa BoE spadnie do 4% na koniec 2024 roku z bieżącego poziomu 5,25%.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 lut WTOREK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	0,2	-0,2	-0,1
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	3,8	3,1	-3,9
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	I	--	-8,3	-6,4
10:00	PL	Płace	% r/r	I	12,2	11,0	9,6
21 lut ŚRODA							
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	I	9,4	--	14,0
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	3,8	--	-2,3
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	II	-15,3	-15,8	-16,1
22 lut CZWARTEK							
9:30	DE	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	46,0	46,0	45,5
9:30	DE	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	48,0	48,0	47,7
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	47,1	47,0	46,6
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	48,8	48,7	48,4
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	I	2,8	2,8	2,9
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XII	--	7,9	8,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	219	217	212
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	51,0	50,2	50,7
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	52,0	52,0	52,5
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	I	4,01	3,97	3,78
23 lut PIĄTEK							
8:00	DE	PKB	% r/r	4Q	-0,3	-0,3	0,0
8:00	DE	Indeks Ifo	pkt	II	85,5	85,5	85,2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	I	5,4	5,4	5,1

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	21.004	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	8.0	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	-3.3	1.0	6.8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6.2	-13.0	1.5	6.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16.6	6.2	5.0	3.9
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14.3	11.5	3.9	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	4.00
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 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.