

7 października 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Inflacja wstrzymuje gołębi

- Miniony tydzień na rynkach finansowych minął głównie pod znakiem wyczekiwania na dane z amerykańskiego rynku pracy (więcej – strona 2), przy którym posiedzenie RPP zeszło na drugi plan. Decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian nikogo zresztą nie zaskoczyła, choć sama konferencja okazała się już ciekawsza.

- Podczas konferencji prasowej prezes NBP określił swoje stanowisko jako „bardziej gołębie” niż we wrześniu, co wystarczyło aby dać impuls rosnącym oczekiwaniom na szybkie obniżki stóp procentowych. W czasie konferencji prasowej stawki na rynku FRA spadły o 11 pb, a inwestorzy ponownie zaczęli wyceniać możliwość cięcia stóp już w styczniu. Reakcja ta wydaje się wręcz wyprzedzać gotowość samej Rady do łagodzenia polityki pieniężnej. Na przykład prezes NBP kilkakrotnie zasygnalizował, że do pierwszej obniżki mogłoby dojść w marcu lub nawet „po marcu”. Co więcej, pomimo deklaracji większej „gołębiości”, same wypowiedzi szefa banku centralnego nie różniły się znacznie od tych z września. Podobnie jak przed miesiącem, również tym razem wśród czynników ryzyka wymienione zostały choćby rosnące płace, niepewność co do zmian cen energii oraz „bardzo wysoki” deficyt budżetowy.

- Niewątpliwie w ostatnich tygodniach doszło do zmiany w retoryce władz monetarnych. Gotowość RPP do obniżek stóp wzrosła, a sami członkowie Rady nie planują już czekać z cięciami do II połowy 2025 roku, lecz gotowi są rozważyć je w marcu lub II kwartale. W tej sytuacji głównym (i obiektywnie ważnym) argumentem przeciw jeszcze szybszym cięciom stóp procentowych jest sama inflacja. We wrześniu impet inflacji bazowej prawdopodobnie pozostał powyżej 5%, a uporczywość inflacji od dłuższego czasu uwidacznia się również w innych wskaźnikach. Na przykład obliczana przez nas miara inflacji w pracochłonnych usługach zakotwiczyła się w okolicach 8% i od kilku miesięcy już nie spada, a wręcz lekko rośnie (wykres 1). Co więcej, o ile do marca liczba kategorii towarów i usług notujących niskie wzrosty cen (poniżej 3% w ujęciu annualizowanym) systematycznie się zwiększała, przez ostatnie pół roku proces ten uległ częściowemu odwróceniu (również wykres 1). Przypuszczamy, że Radzie Polityki Pieniężnej może być trudno zupełnie ignorować te trendy.

- Spodziewamy się, że z czasem procesy dezinflacyjne ponownie nabiorą tempa, choćby dzięki opóźnionemu wpływowi hamujących płac. Niemniej proces ten zajmie trochę czasu. Na razie dynamika inflacji ogranicza możliwość szybkich obniżek i powoduje, że cięcia w 2024 roku lub nawet w styczniu-lutym 2025 r. wydają się mało prawdopodobne.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

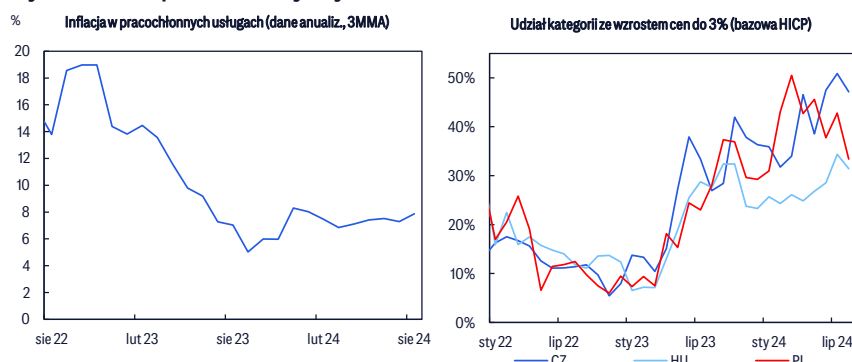
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

aleksandra.siuzdak@citi.com

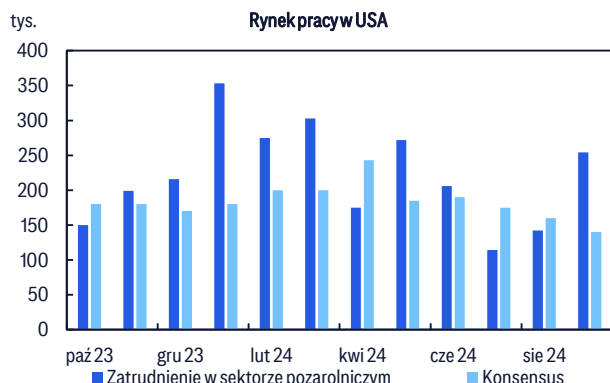
Wykres 1. Tempo dezinflacji wyhamowało



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, Bloomberg

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Rynek pracy nie taki słaby

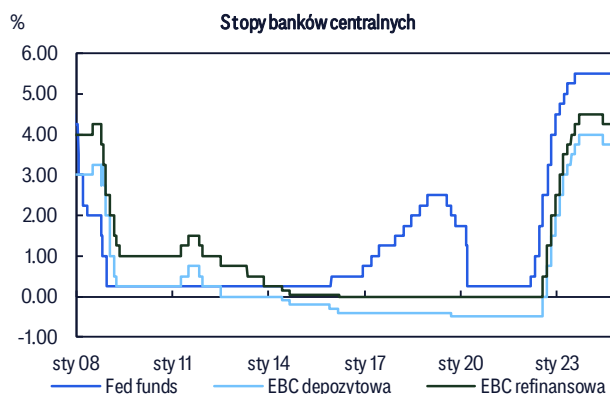


Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

- Dane z amerykańskiego rynku pracy za wrzesień okazały się sporym (pozytywnym) zaskoczeniem. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 254 tys. wobec oczekiwań na zmianę o „zaledwie” 150 tys. (poprzedni odczyt zrewidowano do 159 tys. z 142 tys.). Ponadto, stopa bezrobocia spadła do 4,1% z 4,2% (konsensus: 4,2%), a wynagrodzenia wzrosły podobnie jak w sierpniu o 0,4% m/m wobec oczekiwanego spowolnienia do 0,3%.

- Dane mogą nieco studzić oczekiwania na dalsze szybkie tempo obniżek stóp procentowych, po tym jak Fed obniżył stopy o 50 pb we wrześniu. Reakcja rynków finansowych po danych z rynku pracy wskazują na to, że zmniejszyła się przestrzeń do kolejnego ruchu o 50 pb w najbliższym czasie. Obecnie notowania kontraktów pochodnych wskazują, że w tym roku dojdzie do dostosowania stóp po 25 pb w listopadzie i grudniu.

Wykres 3. EBC prawdopodobnie z kolejną obniżką o 25 pb

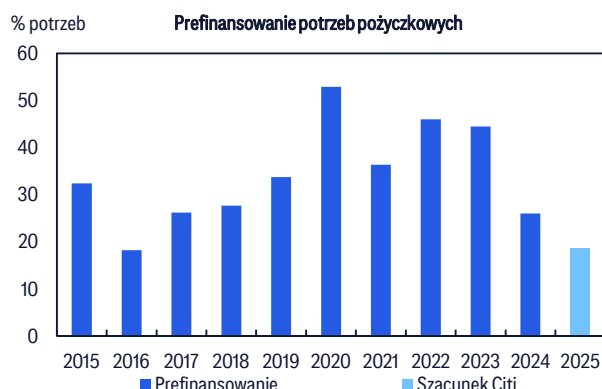


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Przemówienie Ch. Lagarde w Parlamencie Europejskim dostarczyło cennych wskazówek na temat przyszłego kierunku polityki monetarnej w strefie euro. Z przesłania wynika, że wzrasta pewność co do trajektorii inflacji i jej powrotu do wyznaczonego przez Europejski Bank Centralny celu, który wynosi 2%.

- Decyzję Rady Prezesów poznamy dopiero w przyszłym tygodniu (17.10.). Zważywszy na stosunkowo gołą wypowiedź prezesa Lagarde, w październiku oczekujemy obniżki stopy depozytowej o 25 pb do 3,25%. Ponadto, naszym zdaniem Rada Prezesów będzie kontynuować luzowanie polityki pieniężnej w podobnej skali na kolejnych posiedzeniach aż do momentu, gdy stopy spadną w pobliżu 1,5%-2%.

Wykres 4. Duża podaż obligacji w Q4



Źródło: Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów.

- Według naszych szacunków Ministerstwo Finansów już w pełni zapewniło finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynikających z przewidywanego wykonania budżetu. Pomimo tego, plan podaży obligacji na czwarty kwartał sugeruje, że MF nie planuje zmniejszenia sprzedaży pod koniec roku. W samym październiku możliwa jest sprzedaż na aukcjach regularnych w kwocie 32 mld PLN, a dodatkowe około 30 mld PLN może zostać uplasowane łącznie w listopadzie i grudniu (razem aukcje regularne i zamiany).

- O ile dostrzegamy możliwość rewizji budżetu i zwiększenia tegorocznego deficytu po wrześniowych powodziach, to uważamy, że wysokie podaże obligacji w IV kwartale mają przede wszystkim na celu prefinansowanie [przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych](#). Obecnie stopień prefinansowania przyszłorocznych potrzeb to zaledwie 4%, wobec nawet blisko 50% w latach ubiegłych.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
07 paź PONIEDZIAŁEK							
10:30	EUR	Indeks Sentix	pkt	X	-15	-14	-15,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	0,8	0,2	0,1
08 paź WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	1,8	0,8	-2,4
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	4,4	--	4,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VIII	-70,6	-71,4	-78,8
10 paź CZWARTEK							
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	2,8	--	3,4
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IX	2,4	--	2,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IX	0,1	0,1	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	250	--	225
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IX	0,3	0,2	0,3
11 paź PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IX	1,6	1,6	1,9
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IX	0,2	0,1	0,2
14:30	USA	Inflacja PPI bazowa	% m/m	IX	0,2	0,2	0,3
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	X	71	70	70,1

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	809	907	991
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3625	3918
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24173	26478
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	4,9	5,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,1
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	1,6	7,2
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	5,5	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	4,6	3,8
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	3,8	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,7	3,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,5
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,0	8,4
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	4,39	3,94	3,95	3,91
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	3,96	3,96
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,25	4,30
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,28	4,29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,1	-5,4	-5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,2	-3,2
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,2	47,5

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy 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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka

aleksandra.siuzdak@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 jedyne 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.