

28 października 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Co złego stało się we wrześniu?

- Dotychczas główną siłą napędową polskiej gospodarki była konsumpcja, na której sile oparte są prawdopodobnie wszystkie prognozy tegorocznego ożywienia. Nic więc dziwnego, że ubiegłotygodniowe dane o wyjątkowo słabej sprzedaży detalicznej odbiły się szerokim echem. We wrześniu sprzedaż detaliczna spadła o 3% r/r, podczas gdy prognozy zakładały wzrost na poziomie 1,8%. Choć sprzedaż należy do zmiennych wskaźników, tak duża niespodzianka zdarza się wyjątkowo rzadko. Główne pytanie na które trzeba sobie odpowiedzieć sprowadza się do tego, na ile nowe dane to zapowiedź trendu, a na ile jest to po prostu „szum” informacyjny, który można spokojnie zignorować. Ignorowanie danych lub deprecjonowanie ich jakości nie jest nigdy dobrym rozwiązaniem dla analityka, bo od zaprzeczania rzeczywistości sytuacja w gospodarce się nie zmieni. Problem jednak w tym, że jest wiele powodów aby ze sceptycyzmem podchodzić do obrazu, jaki rysują nowe dane.

- Po pierwsze informacje o sprzedaży pokazują w ujęciu miesięcznym spadek o niemal 7% w porównaniu z sierpniem (po oczyszczeniu z sezonowości), co jest najgorszym wynikiem od czasu pandemii. Naszym zdaniem trudno sobie wyobrazić co takiego konkretnie mogło się wydarzyć we wrześniu aby uzasadnić aż tak słaby odczyt. W tym kontekście powódz raczej nie jest adekwatnym wyjaśnieniem, szczególnie, że dotknęła ona tylko części terytorium kraju i przez relatywnie krótki okres czasu. Nie wspominając już o tym, że proces usuwania skutków powodzi wiązał się zapewne ze zwiększonymi zakupami.

- Po drugie znacznie słabsze od oczekiwań okazały się wyniki w dosłownie wszystkich kategoriach sprzedaży, co może sugerować, że za słabością stały jakieś anomalie statystyczne, a nie rzeczywiste wydarzenia ekonomiczne. Po trzecie niezwykle słabość sprzedaży nie znajduje potwierdzenia w innych danych. Na przykład płace rosły wciąż w dwucyfrowym tempie, nie odbiegając zbytnio od trendów z poprzednich miesięcy. Co więcej, koniunktura konsumencka we wrześniu trzymała się bardzo dobrze. Na próżno w innych danych doszukiwać się „nieciągłości”, które uwidoczniły się w sprzedaży, a skoro ich nie widać, to istnieje ryzyko, że to właśnie ze sprzedażą coś jest nie tak.

- Co dalej? Prawdziwym testem będzie publikacja danych październikowych, na którą musimy poczekać jeszcze cztery tygodnie. Spoglądając na zachowanie sprzedaży w poprzednich latach, zazwyczaj po bardzo słabych wynikach pojawiają się wyniki lepsze od oczekiwań (negatywna autokorelacja). Jeżeli tak będzie, to wrześniowe dane przejdą do historii jako źródło dużego, ale tylko krótkotrwałego strachu. Jeżeli październik przyniesie rozczarowanie, da to podstawy do przemyślenia scenariuszy na 2025 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

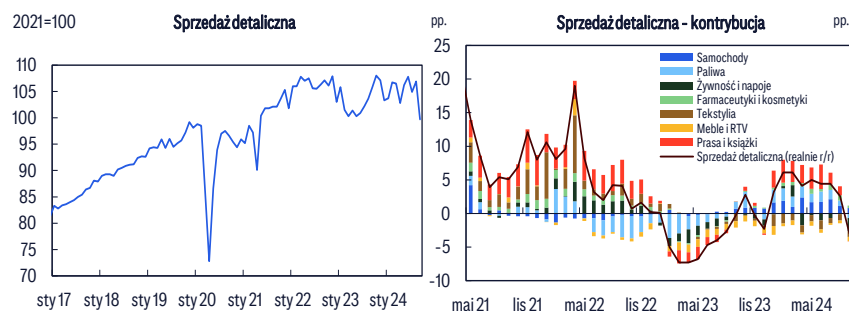
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

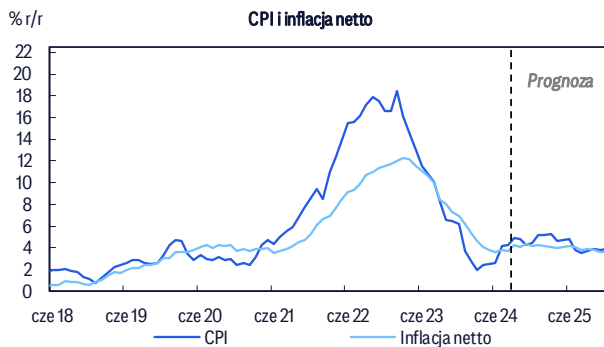
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Niespodziewane załamanie w sprzedaży detalicznej

Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Tydzień w wykresach

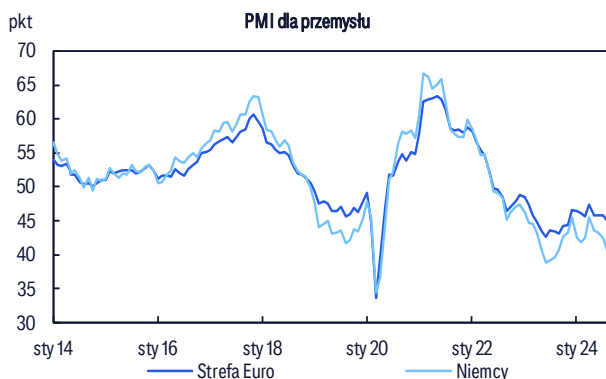
Wykres 2. Dane o inflacji już wkrótce



Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- W czwartek poznamy wstępny odczyt inflacji dla Polski za październik. Naszym zdaniem wskaźnik CPI zanotował niewielki spadek do 4,8% r/r wobec 4,9% r/r miesiąc wcześniej.
- Oczekujemy wzrostu cen żywności na poziomie 0,2% m/m, a więc poniżej wzorca sezonowego. Ceny paliw są wciąż znacznie niższe niż na początku września i w tym przypadku oczekujemy spadku w ujęciu miesięcznym o 1,9%. Ceny energii natomiast prawdopodobnie pozostały na praktycznie niezmiennym poziomie.
- Według naszych szacunków inflacja bazowa również nieznacznie się obniżyła do 4,1% r/r wobec 4,3% r/r we wrześniu.

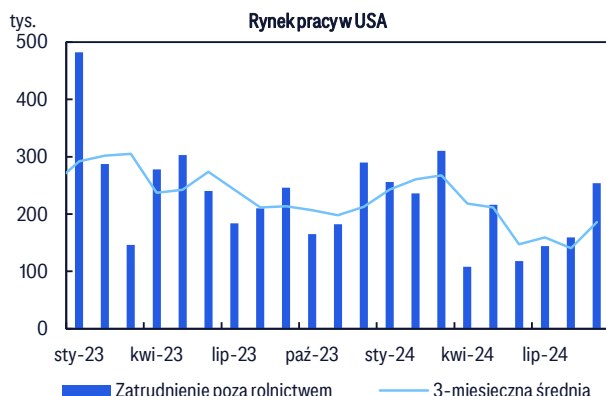
Wykres 3. W strefie euro przemysłowy PMI niezmiennie poniżej 50 pkt



Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

- Seria wstępnych odczytów indeksów PMI w strefie euro za październik na razie nie wskazuje na przekonujące odbicie po znacznych wrześniowych spadkach. Dla sektora przemysłowego wskaźnik wzrósł o 0,9 pkt do 45,9 pkt, natomiast dla sektora usługowego zmniejszył się do 51,2 pkt wobec 51,4 pkt miesiąc wcześniej.
- Jeżeli chodzi o rozbięcie na poszczególne kraje strefy euro, na tle innych gospodarek regionu, źródłem słabości po raz kolejny okazały się dwie największe gospodarki. We Francji odczyty dla obu sektorów okazały się gorsze od oczekiwań. W przypadku Niemiec, choć indeks PMI dla przemysłu pozytywnie zaskoczył, pozostał jednak na wciąż bardzo niskim poziomie (42,6 pkt). Pozytywne sygnały napłynęły natomiast z niemieckich usług, gdzie indeks PMI wzrósł do 51,4 pkt.

Wykres 4. Rynek pracy w USA pod wpływem czynników jednorazowych



Źródło: Dane Polymarket, Bloomberg

- Wrzesień przyniósł istotne pozytywne zaskoczenie na temat sytuacji na amerykańskim rynku pracy pokazując wzrost liczby stanowisk o 254 tys. W październiku możliwe jest jednak istotne spowolnienie wzrostu zatrudnienia, gdyż konsensus zakłada wynik na poziomie 135 tys. Uważamy, że może to być spowodowane zarówno wpływem czynników jednorazowych, jak huragany, które nawiedziły w ostatnim czasie USA, ale również odzwierciedlać normalizację sytuacji na rynku pracy.
- Mocny raport za wrzesień przyczynił się do spadku prawdopodobieństwa obniżki stóp procentowych przez Fed o kolejne 50 pb w listopadzie. Uważamy, że obecnie prawdopodobna jest obniżka o 25 pb w listopadzie, w przy pogorszeniu na rynku pracy ruch o 50 pb byłby możliwy w grudniu.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 paź WTOREK							
15:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	IX	8,025	7,900	8,040
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	X	99,1	99	98,7
30 paź ŚRODA							
08:30	HU	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	1,1	1,3	1,3
09:00	CZ	PKB - odczyt wstępny	% r/r	Q3	1,4	--	0,6
10:00	DE	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	-0,1	-0,1	-0,1
11:00	EUR	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	0,2	0,2	0,2
11:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt finalny	pkt	X	--	-12,5	-12,5
13:30	USA	PKB - odczyt wstępny	% kw/kw	Q3	2,6	3	3
14:00	DE	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	1,8	1,8	1,6
31 paź CZWARTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	--	-0,5	1,6
08:30	HU	Inflacja PPI	% r/r	IX	--	--	3
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt wstępny	% r/r	X	4,8	--	4,9
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt wstępny	% r/r	X	1,9	1,9	1,7
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	222	--	227
13:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	0,3	0,4	0,2
13:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	0,1	0,2	0,1
13:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	IX	0,2	0,3	0,1
13:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	0,5	0,4	0,2
01 lis PIĄTEK							
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	X	--	--	46
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	90	125	254
13:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	4,2	4,1	4,1
13:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	X	0,2	0,3	0,4
15:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	X	48	47,6	47,2
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt finalny	pkt	X	--	--	47,8

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	912	985
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3610	3900
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24318	26343
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	3.0	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	5.0	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.4	3.5	-3.6	6.2	5.4	-1.0	3.9	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	4.6	3.9
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	5.40	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	3.96	3.95
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	4.30	4.32
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	-2.4
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	402.3	427.1
Import	260.1	281.6	278.4	378.8	383.9	383.5	400.6	429.3
Saldo usług	25.9	30.2	29.9	37.5	40.4	46.4	47.3	48.5
Saldo dochodów	-22.6	-27.9	-26.0	-36.6	-28.7	-36.9	-42.0	-44.5
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 publicznych	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 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,