

CitiWeekly

Rada podniosła inflację, ale nie zmieniła stóp

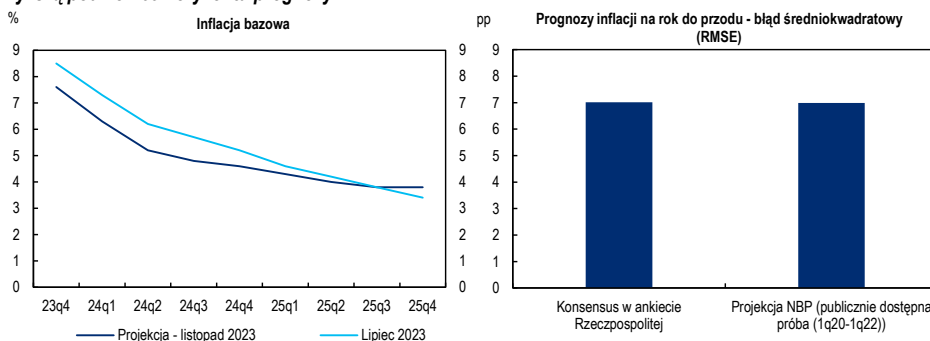
- Po obniżkach we wrześniu i październiku, tym razem Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna 5,75%). W porównaniu z poprzednimi miesiącami RPP wydaje się bardziej zaniepokojona perspektywami inflacji, szczególnie w świetle niepewności dotyczącej przyszłej polityki fiskalnej. Podczas konferencji prasowej po decyzji Rady prezes banku centralnego zasygnalizował, że aby zdecydować się na obniżkę RPP musiałyby mieć większą jasność co do kształtu przyszłorocznego budżetu oraz poziomu cen regulowanych.
- Nowa projekcja inflacyjna pokazuje, że nawet abstrahując od kwestii fiskalnych, perspektywy inflacji są dalekie od komfortowych. Co więcej, perspektywy te pogorszyły się w ciągu ostatnich dwóch miesięcy najprawdopodobniej między innymi na skutek decyzji RPP, która od września obniżyła stopy procentowe o 100 pb, w ten sposób podnosząc ścieżkę inflacji. W nowej projekcji banku centralnego „przewidywana” inflacja bazowa na koniec 2025 roku jest bowiem o 0,4 pp wyższa niż w lipcowej projekcji, a do tego pozostaje powyżej górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu. Ponieważ w tym samym czasie NBP mocno obniżył swoje oczekiwania co do koniunktury na świecie, wzrost inflacji w projekcji zapewne wynika z obniżek stóp przez samą RPP (oraz poluzowania fiskalnego, o którym RPP wiedziała już przed wrześniowym posiedzeniem).
- Pewnym zaskoczeniem może być fakt, że projekcja zakłada utrzymanie stawki VAT na żywność na poziomie 0%, podczas gdy obecny stan prawny zakłada, że wzrośnie ona do poziomu 5%. Gdyby uwzględnić tę podwyżkę, przyszłoroczna inflacja byłaby wyższa o około 0,9 pkt. proc. niż wynika to obecnie z projekcji.
- Zmiana retoryki RPP sugeruje, że na kolejną obniżkę stóp procentowych będzie trzeba dłużej poczekać. Po pierwsze dlatego, że jeżeli dojdzie do podwyżki VAT na żywność (na tym etapie jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz), RPP otrzyma w marcu projekcję, która będzie zakładała wyraźnie wyższą inflację. Po drugie, nawet w marcu RPP może nie mieć pełnej jasności co do przyszłej ścieżki fiskalnej, szczególnie jeśli nowy rząd przyjmie w praktycznie niezmienionej formie budżet przesłany do Sejmu przez poprzedni rząd, a dopiero potem rozpocznie prace nad jego nowelizacją.
- Biorąc to wszystko pod uwagę w poprzednim tygodniu przesunęliśmy przewidywany termin kolejnej obniżki z marca na lipiec 2024 r. W całym 2024 roku spodziewamy się obniżek łącznie zaledwie o 50 pb do 5,25% .

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,52	4,35	5,26	1,04	5,75	2,25	4,50
IV KW 24	4,58	4,24	5,20	1,08	5,25	1,75	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 10.11.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.10.2023 r.

Wykres 1. Nowa projekcja zakłada niższą inflację w 2024 roku (ze względu na niższy punkt startowy), ale wyższą pod koniec horyzontu prognozy



Źródło: Dane NBP, Rzeczpospolita, szacunki Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Spis treści

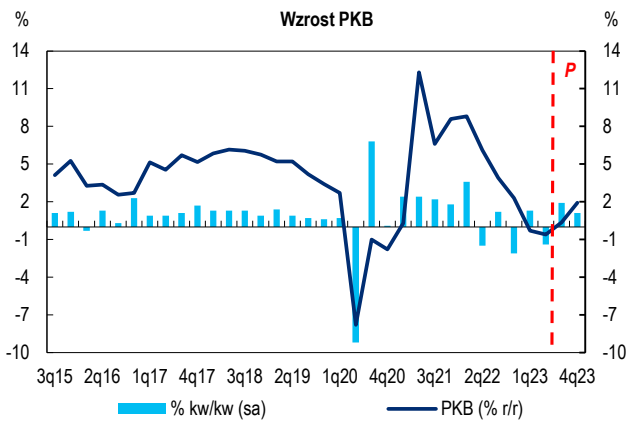
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Nadchodzi odbicie

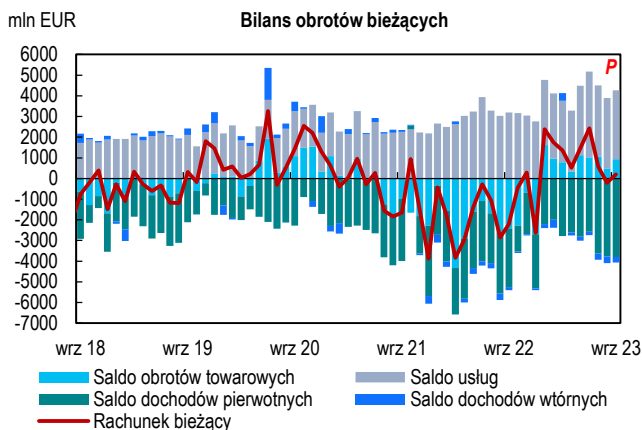


■ We wtorek GUS opublikuje wstępne dane o PKB za III kwartał 2023 roku. Nasze szacunki wskazują na wzrost PKB w III kw. o 0,4% r/r, wobec spadku o 0,6% r/r kwartał wcześniej. Miesięczne dane o aktywności w produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej, a przede wszystkim w produkcji budowlanej, zaskakiwały ostatnio pozytywnie i wskazują na wzrost PKB w ujęciu kw/kw.

■ W danych miesięcznych dostrzegamy oznaki ożywienia konsumpcji w postaci poprawiającej się dynamiki płac realnych, które były wspierane przedwyborczymi transferami socjalnymi. Na wzrost inwestycji prawdopodobnie pozytywnie wpłynęło wykorzystanie środków unijnych na lata 2014-2020 (które są dostępne do końca 2023 r.). Eksport netto prawdopodobnie nadal pozytywnie wpływa na wzrost gospodarczy, co potwierdzają dane odnośnie handlu zagranicznego.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Znowu nadwyżka?



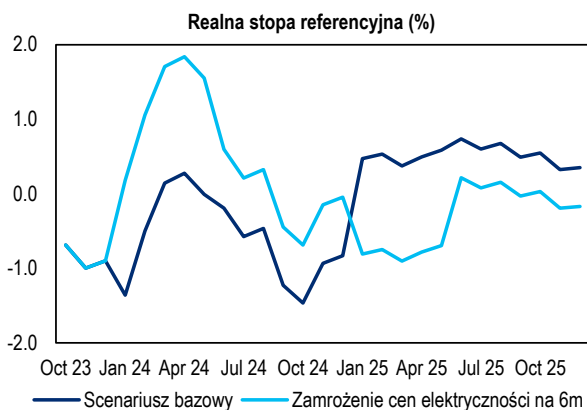
■ Oczekujemy, że we wrześniu saldo obrotów bieżących osiągnęło jedynie niewielką nadwyżkę w wysokości 0,196 mld EUR względem deficytu w postaci 0,202 mld EUR w sierpniu.

■ W ciągu ostatnich kilku miesięcy NBP dokonywał rewizji danych dotyczących salda bieżącego w dół, korygując w ten sposób początkowe znaczne nadwyżki. Trend w danych bilansu płatniczego jest nadal pozytywny, a 12-miesięczne saldo poprawia się w miarę ustępowania szoku handlowego.

■ W sierpniu dynamika eksportu okazała się ujemna (-2,2% r/r) po raz pierwszy od stycznia 2021 r., a we wrześniu przewidujemy jej dalsze pogorszenie do -3,1% r/r. Niemniej jednak bilans handlowy prawdopodobnie poprawił się. Sądymy, że wyniósł on 0,936 mld EUR (0,491 mld EUR w sierpniu) w związku z oczekiwanym przez nas obniżeniem się importu o 14,1% r/r (-12,3% miesiąc wcześniej).

Źródło: NBP, Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Mrożenie cen energii wpłynie na ścieżkę inflacji



■ Zgodnie z doniesieniami medialnymi Koalicja Obywatelska planuje utrzymanie w przyszłym roku cen gazu dla konsumentów na poziomach zbliżonych do obecnych, natomiast rachunki za prąd mogą zostać zamrożone przez pierwsze sześć miesięcy. W naszych szacunkach zakładaliśmy wzrost rachunków za prąd o 30% od stycznia 2024 r.

■ W przypadku zamrożenia cen prądu na kolejne pół roku i później ich stopniowego odmrażania (o ok. 15% w połowie 2024 r.) inflacja CPI mogłaby być o ok. 1,2 pp niższa od naszej prognozy 6,2% na 2024 rok. Jednocześnie jednak w tym scenariuszu inflacja na koniec 2025 r. znalazłaby się wyżej niż w scenariuszu bazowym (wykres 4). Przy naszych założeniach wobec działań NBP (strona 1), stopy procentowe w ujęciu realnym w scenariuszu alternatywnym znajdowałyby się blisko lub poniżej zera w trakcie całego 2025 r.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS, NBP.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lis PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	IX	0,196	--	-0,202
14 lis WTOREK							
8:30	HU	PKB - wstępny odczyt	% r/r	3Q	-0,6	-0,2	-2,4
10:00	PL	PKB - wstępny odczyt	% r/r	3Q	0,4	--	-0,6
11:00	EUR	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	3Q	-0,1	-0,1	0,1
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	XI	3,0	5,0	-1,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	X	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	0,1	0,1	0,4
15 lis ŚRODA							
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	4,2	4,6	4,5
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	7,0	7,0	5,5
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	X	6,5	--	6,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-0,2	-0,4	0,7
16 lis CZWARTEK							
9:00	CZ	Inflacja PPI	% r/r	X	0,6	--	0,8
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	X	8,0	--	8,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	219	222	217
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XI	--	-11,0	-9,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	-0,5	-0,3	0,3
17 lis PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	X	2,9	2,9	2,9
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	X	1,467	1,450	1,471
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	X	1,393	1,345	1,358

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	793	832
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.361	3.650
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	20.836	21.887
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	0.3	3.5
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	7.9	1.0
Konsumpcja (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	1.1	4.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-0.2	5.1
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, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.7	6.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	6.2
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	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	5.26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3.30	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.65	5.40
USD/PLN (Koniec okresu)	3.47	3.76	3.79	3.77	4.04	4.38	4.33	4.22
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.24	4.39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.52	4.58
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.57
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.6	10.0	2.4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	1.3	0.3
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	6.5	1.6
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	357.2	376.3
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	350.6	374.7
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	41.7	44.4
Saldo dochodów pierwotnych	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-36.3	-41.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1.5	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.7	-5.8	-5.1
Saldo pierwotne sektora	0.1	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-2.1	-3.9	-2.7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48.5	46.3	43.3	47.6	43.7	39.3	41.3	42.1

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 Trzciótek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciotek@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 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 twórcą 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.