

CitiWeekly

Skąd się biorą inflacyjne zaskoczenia?

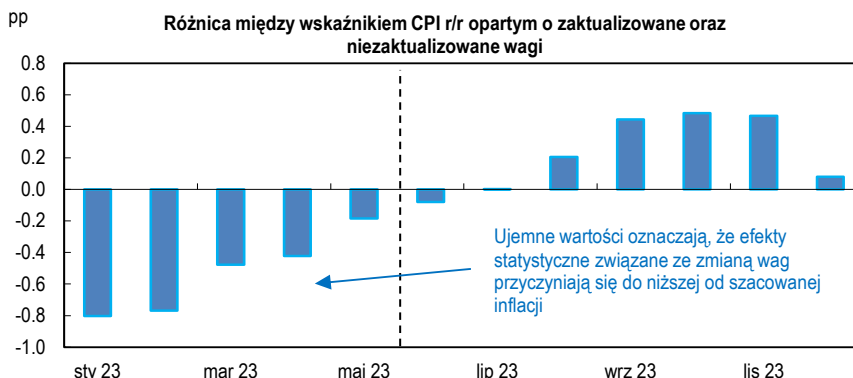
- Miesiąc bez inflacyjnej niespodzianki byłby miesiącem straconym. Opublikowane w minionym tygodniu wstępne dane pokazały spadek inflacji z 14,7% w kwietniu do 13% w maju. Niespodzianka w stosunku do naszych i rynkowych prognoz wyniosła 0,2 pp, więc była w rzeczywistości niewielka, ale padła na podatny grunt (słabe dane z Chin, niższa inflacja w Niemczech) i wywołała nieproporcjonalnie silną reakcję rynkową (strona 2). W tym kontekście warto odnotować pewne techniczne zawiłości, które naszym zdaniem odpowiadają za znaczną część niespodzianek inflacyjnych, ale które przechodzą niejako niezauważone.
- Większość osób śledzących dane z polskiej gospodarki zdaje sobie sprawę, że co roku GUS dokonuje zmian koszyka inflacyjnego, co zazwyczaj wpływa na poziom inflacji. Mniej znanym faktem jest to, że na skutek wprowadzanych zmian wskaźnik inflacji rok-do-roku nie jest już prostą wypadkową wskaźników miesiąc-do-miesiąca. Aby otrzymać prawidłową liczbę/prognozę nie można wymnożyć publikowanych wskaźników miesięcznych, lecz trzeba skorzystać ze specjalnie przeliczonych wskaźników opartych o nowe wagi. Większość prognozujących tego nie robi ponieważ: a) dane te nie są automatycznie udostępniane na stronie GUS i w serwisach informacyjnych; b) różnice w wynikach są zazwyczaj na tyle niewielkie, że gra może wydawać się niewarta wysiłku. Jednak w latach znacznych szoków cenowych rozbieżności bywają istotne.
- W pierwszych pięciu miesiącach roku inflacja okazała się niższa od prognoz aż cztery razy. Jednocześnie, według naszych szacunków skumulowany błąd prognozy w tym okresie wyniósł -1,7 pp, z czego -0,55 to efekt zbyt wysokiej prognozy wskaźnika m/m (możemy to uznać za „rzeczywisty” błąd), a pozostałe niemal -1,2 pp to błąd „statystyczny”, wynikający z korzystania z nieodpowiednich (tj. opartych o stare wagi) danych historycznych. Co istotniejsze, nasze obliczenia z wykresu 1 wskazują, że o ile w pierwszych miesiącach roku wykorzystywanie nieskorygowanych indeksów m/m prowadziło do przeszacowania prognoz (a więc rzeczywiste dane zaskakiwały „in minus”), o tyle **w dalszej części roku ten efekt się odwróci**.
- W praktyce oznacza to, że deflacyjne niespodzianki z ostatnich miesięcy nie powinny być automatycznie przekładane na II poł. roku. Spodziewamy się dalszego spadku CPI w kolejnych miesiącach, ale coraz trudniej będzie o niespodzianki w dół w stosunku do przewidywanej ścieżki. Biorąc pod uwagę, jak dużą wagę przywiązują członkowie RPP do momentu spadku inflacji do jednocyfrowych poziomów, kwestia ta nabiera dodatkowego znaczenia.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

| | €/zł | \$/zł | £/zł | €/§ | NBP | 10L Bund | 10L Treasuries |
|----------|------|-------|------|------|------|----------|----------------|
| II KW 23 | 4,50 | 4,05 | 5,11 | 1,11 | 6,75 | 2,38 | 3,55 |
| II KW 24 | 4,63 | 3,96 | 5,20 | 1,17 | 6,00 | 2,00 | - |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.05.2023 r. Pozostałe prognozy z 23.05.2023 r.

Wykres 1. O ile dotychczas zmiana wag CPI przyczyniała się do niespodzianek inflacyjnych w dół, o tyle w II połowie roku sytuacja diametralnie się zmienia.



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciotek@citi.com

Maciej Baçal

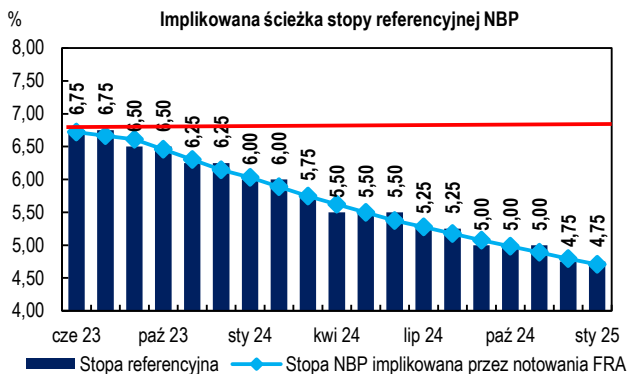
maciej.baçal@citi.com

Spis treści

| | Nr str. |
|------------------------|---------|
| - Temat tygodnia | 1 |
| - Tydzień w wykresach | 2 |
| - Kalendarz publikacji | 4 |
| - Tabela z prognozami | 5 |

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Coraz więcej gołębiych sygnałów z RPP



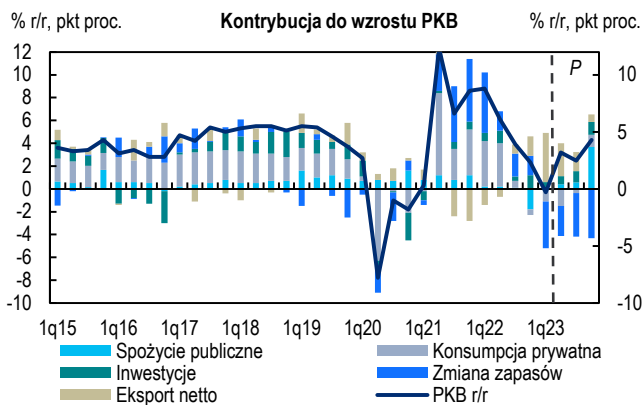
■ Zakładamy, że na wtorkowym posiedzeniu RPP nie zmieni parametrów polityki pieniężnej i pozostawi stopę referencyjną na poziomie 6,75%. Uważamy, że RPP będzie chciała utrzymać dotychczasowe podejście wyczekiwania przynajmniej do momentu publikacji lipcowej projekcji makroekonomicznej.

■ Po majowym odczycie inflacji CPI i wypowiedziach członków RPP, wskazujących na możliwość łagodzenia polityki pieniężnej pod koniec bieżącego roku, krzywa FRA przesunęła się znacznie w dół, sugerując spadek stóp procentowych na koniec 2023 roku o około 70 pb.

■ Naszym zdaniem ze względu na wysokość i lepkość inflacji bazowej, przestrzeń do łagodzenia polityki monetarnej w bieżącym roku pozostaje niewielka.

Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Wykres 3. Spadek PKB nieznacznie większy od wstępnego szacunku



■ PKB w I kwartale 2023 roku spadł o 0,3% r/r wobec wzrostu o 2,3 % r/r kwartał wcześniej.

■ Szczegółowe rozbięcie danych wskazuje, że mniejszy spadek PKB w I kw. 2023 roku niż mogłyby to sugerować miesięczne dane o aktywności gospodarczej, wynikał głównie z pozytywnej kontrybucji eksportu netto (+4,3 pp.), spowodowanej znaczącym spadkiem importu. Kolejny kwartał z rządu dobrze radziły sobie inwestycje, które wzrosły o 5,5% r/r, głównie za sprawą podwyższonej aktywności inwestycyjnej dużych przedsiębiorstw.

■ W dalszym ciągu pod presją znajduje się popyt konsumpcyjny, który obniżył się w I kw. 2023 roku o 2% r/r wobec spadku o 1,1% r/r kwartał wcześniej. W całym 2023 r. spodziewamy wzrostu PKB o 0,3% r/r, jednak z ewidentnym ryzykiem po stronie lepszego wyniku.

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv

Wykres 4. Spadek wartości złotych portfeli nierezydentów jest kompensowany inwestycjami w obligacje zagraniczne



■ W kwietniu spadło zaangażowanie nierezydentów w złote obligacje skarbowe o 2,3 mld PLN, a ich udział w długu denominowanym w walucie krajowej obniżył się do 15,9%.

■ Od zeszłorocznego szczytu portfele nierezydentów skurczyły się o blisko 10 mld PLN (kiedy stanowiły blisko 17,5% zadłużenia w PLN). Jednocześnie w przypadku inwestorów zagranicznych istotnie wzrósł stan posiadania obligacji emitowanych w walutach obcych. Nierezydenci posiadają ponad 85% obligacji zagranicznych, a ostatnie miesiące przyniosły duże emisje papierów denominowanych w euro oraz dolarze amerykańskim.

■ Od początku roku łączny stan posiadania polskich obligacji (zarówno złotych jak i walutowych) wzrósł o około 12 mld PLN (czyli o ok. 4%).

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji | Kraj | Informacja | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|----------------------------|------|----------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| 05 cze PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 15:45 | USA | PMI dla usług | pkt | V | -- | 55,1 | 55,1 |
| 16:00 | USA | ISM dla usług | pkt | V | 53,1 | 52,5 | 51,9 |
| 16:00 | USA | Zamówienia fabryczne | % m/m | IV | -- | 0,8 | 0,9 |
| 06 cze WTOREK | | | | | | | |
| | PL | Decyzja RPP | % | | 6,75 | 6,75 | 6,75 |
| 8:00 | DE | Zamówienia w przemyśle | % m/m | IV | 2,1 | 3 | -10,7 |
| 11:00 | EUR | Sprzedaż detaliczna | % r/r | IV | 0,3 | 0,2 | -1,2 |
| 07 cze ŚRODA | | | | | | | |
| 8:00 | DE | Produkcja przemysłowa | % m/m | IV | 1,2 | 0,7 | -3,4 |
| 8:30 | HU | Produkcja przemysłowa | % r/r | IV | -- | -- | -4,0 |
| 14:30 | USA | Bilans handlowy | mld USD | IV | -76,7 | -75,3 | -64,2 |
| 08 cze CZWARTEK | | | | | | | |
| 1:50 | JP | PKB | % kw/kw | 1Q | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| 8:30 | HU | Inflacja CPI | % r/r | V | -- | -- | 24,0 |
| 11:00 | EUR | PKB | % kw/kw | 1Q | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg. | 235 | 238 | 232 |
| 09 cze PIĄTEK | | | | | | | |
| 3:30 | CN | Inflacja CPI | % m/m | V | 0,2 | -- | 0,1 |

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 | 680 | 690 | 813 | 934 |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1 983 | 2 127 | 2 288 | 2 338 | 2 624 | 3 068 | 3 364 | 3 691 |
| PKB per capita (USD) | 13 689 | 15 348 | 15 528 | 15 689 | 17 858 | 18 107 | 21 356 | 24 572 |
| 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 | 4,1 |
| Inwestycje (% r/r) | 1,6 | 12,6 | 6,2 | -2,3 | 1,2 | 5,0 | 0,3 | 3,5 |
| Spożycie ogółem (% r/r) | 5,4 | 4,4 | 4,1 | -1,5 | 5,8 | 2,0 | -0,2 | 3,5 |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r) | 6,3 | 4,4 | 3,5 | -3,6 | 6,2 | 3,3 | -1,1 | 3,6 |
| Eksport (% r/r) | 9,0 | 6,8 | 5,3 | -1,1 | 12,3 | 6,2 | 2,9 | 7,5 |
| Import (% r/r) | 9,9 | 7,5 | 3,2 | -2,4 | 16,1 | 6,2 | -0,3 | 6,8 |
| Ceny, pieniądz i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | 2,1 | 1,1 | 3,4 | 2,4 | 8,6 | 16,6 | 8,3 | 5,9 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 2,0 | 1,6 | 2,3 | 3,4 | 5,1 | 14,3 | 12,2 | 6,9 |
| Płace nominalne (% r/r) | 5,9 | 7,1 | 6,5 | 4,7 | 8,8 | 13,0 | 10,3 | 8,0 |
| 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 | 6,75 | 5,25 |
| WIBOR3M, (% koniec okresu) | 1,72 | 1,72 | 1,71 | 0,21 | 2,51 | 7,02 | 6,77 | 5,26 |
| Rentowność obligacji 10-letnich | 3,30 | 2,81 | 2,07 | 1,25 | 3,71 | 6,88 | 6,00 | 5,85 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3,47 | 3,76 | 3,79 | 3,77 | 4,04 | 4,38 | 3,98 | 3,93 |
| USD/PLN (Średnia) | 3,77 | 3,61 | 3,84 | 3,89 | 3,86 | 4,45 | 4,14 | 3,95 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4,17 | 4,30 | 4,26 | 4,61 | 4,60 | 4,69 | 4,58 | 4,67 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4,26 | 4,26 | 4,30 | 4,44 | 4,57 | 4,69 | 4,59 | 4,63 |
| Bilans płatniczy (mld USD) | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | 0,8 | -11,4 | -1,4 | 14,6 | -9,8 | -20,6 | -8,2 | -13,7 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | 0,2 | -1,9 | -0,2 | 2,4 | -1,4 | -3,0 | -1,0 | -1,5 |
| Saldo handlu zagranicznego | 1,5 | -6,1 | -4,9 | 7,9 | -9,0 | -25,6 | -17,0 | -23,1 |
| Eksport | 228,2 | 254,0 | 246,6 | 251,3 | 311,7 | 337,6 | 392,8 | 435,6 |
| Import | 226,6 | 260,1 | 251,5 | 243,4 | 320,7 | 363,2 | 409,8 | 458,7 |
| Saldo usług | 20,4 | 25,9 | 26,9 | 26,2 | 31,7 | 38,5 | 47,5 | 52,8 |
| Saldo dochodów | -21,1 | -22,6 | -24,9 | -22,8 | -32,0 | -31,3 | -35,8 | -39,6 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -1,5 | -0,2 | -0,7 | -6,9 | -1,8 | -3,7 | -5,6 | -4,8 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | 0,1 | 1,2 | 0,6 | -5,6 | -0,7 | -2,3 | -3,7 | -2,4 |
| Dług publiczny (polska metodologia) | 48,5 | 46,3 | 43,3 | 47,6 | 43,8 | 39,4 | 40,1 | 40,0 |

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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Maciej Bącal

Stażysta

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.