

Citi Weekly

Nowy koszyk, niższa inflacja?

- Jak co roku, na marzec zaplanowana jest aktualizacja wag stosowanych przez GUS do obliczenia wskaźnika inflacji. Naszym zdaniem zmiany te mogą mieć istotny wpływ na indeks CPI oraz prognozy na kolejne miesiące.
- Dotychczas poznaliśmy aktualizację wag w koszyku HICP, a więc w „europejskim” wskaźniku inflacji. Co prawda różni się on od CPI, jednak zmiany te pokazują czego możemy się spodziewać w przypadku krajowego indeksu. W koszyku HICP nastąpił spadek udziału żywności i napojów bezalkoholowych oraz transportu, przy jednoczesnym wzroście udziału użytkownika mieszkania, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych. Podobnych kierunków zmian wag można spodziewać się w przypadku CPI między innymi ze względu na poprawę sytuacji finansowej konsumentów w drugiej połowie ubiegłego roku. Wzrost realnych płac pozwala bowiem na zwiększanie konsumpcji, przy jednoczesnym niższym udziale towarów i usług z kategorii podstawowych (m.in. żywności) w koszyku zakupowym.
- Co zmiana wag oznacza w praktyce dla inflacji? Z danych historycznych wynika, że aktualizacja wag zazwyczaj wiąże się z rewizją styczniowego odczytu CPI w dół. Na przykład na przestrzeni ostatnich 24 lat GUS zrewidował odczyt inflacji w górę jedynie dwa razy (wykres 1). Daje to podstawy by sądzić, że i tym razem rewizja doprowadzi do obniżenia styczniowej inflacji (ostatni wynik 3,9%). Większa niepewność dotyczy nie tyle kierunku, co raczej skali tego efektu.
- Istnieje pewien związek między tym o ile rosną ceny podstawowych produktów w poprzednim roku, a tym jak zmieniają się wagi oraz o ile rewidowana jest inflacja. W naszej prognozie zakładamy, że styczniowy wskaźnik CPI zostanie obniżony o 0,2 pp do poziomu 3,7%, ale ryzyko dla tego scenariusz jest skierowane w dół. Gdyby na przykład zależności z poprzednich lat miały się w pełni utrzymać (wykres 1, prawa strona), tegoroczna rewizja mogłaby sięgnąć nawet 0,4 punktu procentowego. Byłoby to co prawda mniej niż 0,6 w 2023 roku, jednak znacznie więcej niż średnia rewizja z poprzednich lat (0,1 pp).
- W sumie rewizja danych historycznych obniży punkt startowy inflacji kolejne miesiące i przyspieszy jej (przejściowy) spadek do celu. Nie spodziewamy się jednak żeby to wpłynęło na skłonność RPP do cięć stóp.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

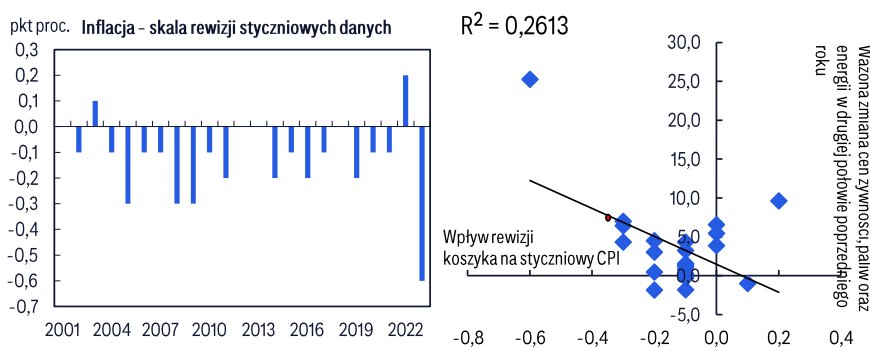
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka

zuzanna.mroczka@citi.com

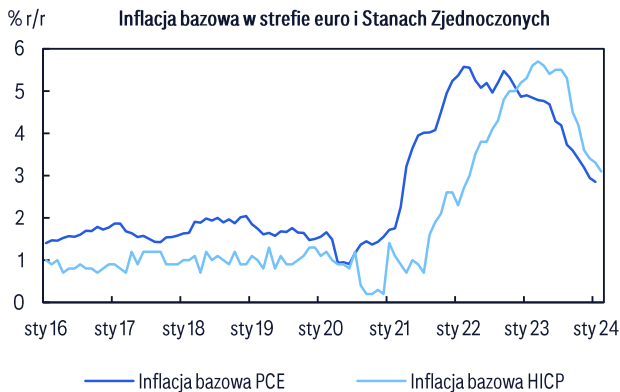
Wykres 1. Po aktualizacji wag koszyka styczniowe dane rewidowane są zazwyczaj w dół



Źródło: Citi Handlowy, Haver, GUS

Tydzień w wykresach

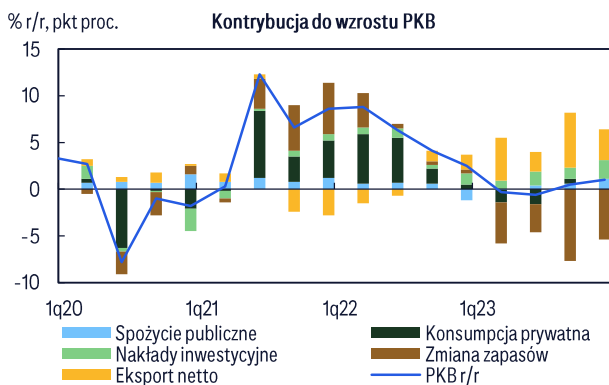
Wykres 2. Co z tą inflacją?



Źródło: Haver Analytics, Citi Handlowy

- W minionym tygodniu poznaliśmy odczyty inflacji bazowej dla Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro.
- Inflacja bazowa PCE wyniosła w styczniu 0,4% m/m, a w ujęciu sześciomiesięcznym anualizowanym (na którego spadku koncentrowali się wcześniej przedstawiciele Fed) przyspieszyła już do 2,5% i prawdopodobnie nadal będzie przyspieszać. Inflacja powinna powstrzymać Fed przed cięciem stóp przed czerwcem, zwiększając tym samym prawdopodobieństwo recesji.
- Z kolei inflacja bazowa HICP w strefie euro obniżyła się z 3,3% r/r w styczniu do 3,1% w lutym. W ujęciu odsezonowanym wzrosła ona aż o 0,4% m/m, co wraz z odczytem za styczeń stanowi wyraźne ponowne przyspieszenie w stosunku do końca 2023 roku. Sądzymy, że odczyty za styczeń i luty (być może także za marzec) to prawdopodobnie rozłożone w czasie korekty cen, które mają miejsce zazwyczaj na początku roku.

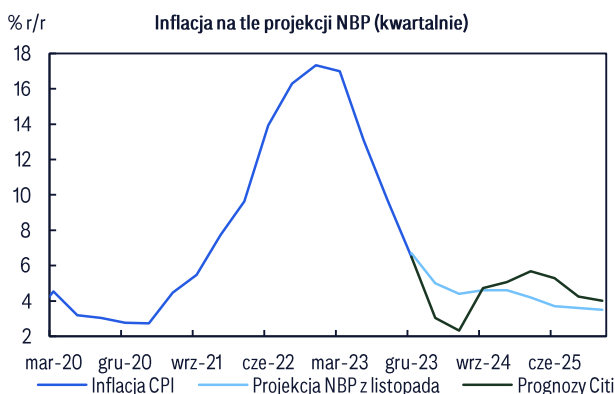
Wykres 3. Konsumpcja na koniec 2023 w tyle



Źródło: GUS, Haver Analytics, Citi Handlowy

- GUS potwierdził, że polski PKB w IV kw. 2023 r. zwiększył się o 1% r/r (dane nieodsezonowane). Wzrost był napędzany w głównej mierze przez inwestycje oraz eksport netto, których wkład do dynamiki PKB wyniósł odpowiednio 2 pp i 3,3 pp. Konsumpcja prywatna zmniejszyła się o 0,1% r/r i miała neutralny wpływ na aktywność ekonomiczną w czwartym kwartale.
- Nadal uważamy, że konsumpcja prywatna będzie głównym źródłem odbicia PKB w 2024 roku. Wzrost sprzedaży detalicznej oraz dalsza poprawa płac realnych powinny wzmocnić popyt gospodarstw domowych. Z drugiej strony, wzrost inwestycji, który w IV kw. wyniósł 8,7% r/r, może wyhamować. Pomimo, że znaczą część słabszych danych o produkcji budowlanej za styczeń przypisujemy warunkom pogodowym, spowolnienie przepływu środków unijnych może być widoczne zwłaszcza w I połowie 2024 roku.

Wykres 4. W oczekiwaniu na nowy scenariusz NBP



Źródło: Citi Handlowy, Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów

- Podczas najbliższego posiedzenia RPP oczekujemy, że stopy procentowe zostaną pozostawione bez zmian. Co więcej, uważamy, że do końca roku stawka referencyjna NBP utrzyma się na bieżącym poziomie 5,75%. Ostatnia konferencja prezesa Głapińskiego dała naszym zdaniem jasny sygnał, że łagodzenie polityki pieniężnej w 2024 r. jest mało prawdopodobne, a wypowiedzi członków RPP wpisywały się w ten ton.
- RPP w swoim ostatnim komunikacie podkreślała „niepewność związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe”. Te wątpliwości prawdopodobnie nie zostaną rozwiązane w marcu. Ciekawa natomiast może okazać się rewizja projekcji makroekonomicznych NBP. Scenariusz z listopada zakładał CPI w I kw. 2024r. na poziomie 5%, jednak prezes NBP wspominał o prawdopodobnym spadku inflacji w pobliżu celu inflacyjnego, co jest zresztą zgodne z naszymi bieżącymi prognozami.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 mar WTOREK							
8:30	HU	PKB - odczyt finalny	% r/r	4Q	0,0	--	0,0
9:55	DE	PMI dla usług - finalny	pkt	II	--	48,2	47,7
10:00	EUR	PMI dla usług - finalny	pkt	II	50,0	50,0	48,4
15:45	USA	PMI dla usług - finalny	pkt	II	--	51,4	51,3
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	I	--	-2,2	0,2
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	52,4	53,0	53,4
06 mar ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	III	5,75	5,75	5,75
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-3,5	-3,5	-8,7
8:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	1,6	0,6	-0,2
16:00	USA	Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS	mln	I	8,670	--	9,026
07 mar CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia przemysłowe	% m/m	I	-8,9	-7,0	8,9
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	III	4,00	4,00	4,00
14:30	USA	Bilans handlowy	mln USD	I	-63,7	-61,7	-62,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	217	218	215
08 mar PIĄTEK							
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	1,1	0,7	-1,6
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	4,0	--	3,8
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	4Q	0,0	0,0	-0,1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	145	200	353
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	3,8	3,7	3,7
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	II	0,4	0,2	0,6

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	3,8	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 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.