

CitiWeekly

Przygotowania do obniżek rozpoczęte

- W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 6,75%. W oficjalnym komunikacie trudno doszukać się istotnych modyfikacji lub niespodzianek, które jasno wskazywałyby na zmianę nastawienia. Zdecydowanie ciekawsze od samej decyzji okazało się wystąpienie prezesa Głapińskiego.
- Po pierwsze, szef banku centralnego oficjalnie ogłosił, że Rada zakończyła cykl podwyżek. Nie było to zaskoczenie – spodziewaliśmy się, że RPP zdecyduje się na ten krok w lipcu, choć niezbyt jasne jest dlaczego tego typu sygnał nie znalazł się w komunikacie Rady. Po drugie, prezes Głapiński zasignalizował, że jeszcze w tym roku RPP może obniżyć stopy procentowe. Po trzecie, jego zdaniem obniżka byłaby możliwa nawet we wrześniu, o ile inflacja spadnie poniżej 10%, a prognozy będą sygnalizować jej dalszy spadek w przyszłości.
- Ogólnie ton wypowiedzi szefa NBP można uznać za bardziej łagodny niż w poprzednich miesiącach. Co istotne, prezes Głapiński zasignalizował obniżki w sytuacji gdy projekcja NBP sugeruje raczej ostrożność. Projekcja pokazała bowiem, że przy utrzymaniu stóp procentowych na obecnym poziomie, inflacja pod koniec 2024 roku (a więc w momencie gdy polityka pieniężna ma na nią największy wpływ) byłaby o ponad 2 punkty procentowe wyższa od celu inflacyjnego, a nawet na koniec 2025 r. różnica ta wyniosłaby 0,8 punktu. Jest to o tyle istotne, że jeżeli Rada rzeczywiście przystąpi do obniżek, powrót do celu stanie się jeszcze trudniejszy.
- Łagodny ton wypowiedzi przewodniczącego RPP w sytuacji gdy projekcja pokazuje wyraźne przestrzelenie celu powinien być traktowany jako ważny sygnał. Sugeruje on, że Rada nie tylko jest gotowa, lecz wręcz *chce* obniżyć stopy po wakacjach. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że cykl obniżek stóp procentowych zacznie się wcześniej niż dotychczas zakładaliśmy. Obecnie spodziewamy się w tym roku dwóch obniżek po 25 pb - w październiku i listopadzie (we wrześniu RPP będzie dysponować danymi o sierpniowej inflacji, która wciąż powinna być powyżej 10%). Jednocześnie warto podkreślić, że wcześniejszy początek cyklu obniżek może ograniczyć przestrzeń do obniżek w 2024 roku. W szczególności nie wykluczamy, że po listopadowym posiedzeniu RPP mogłaby stać się mniej gołębia niż obecnie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

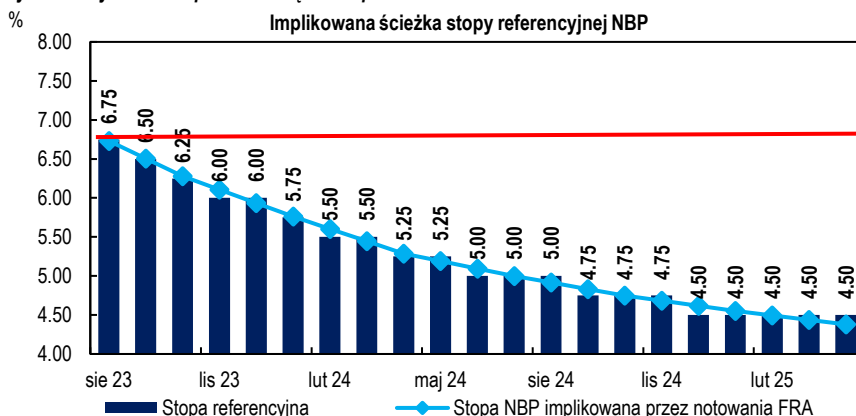
arkadiusz.trzciol@city.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	4,02	5,17	1,12	6,75	2,45	3,40
III KW 24	4,54	3,85	5,16	1,18	6,00	2,00	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.06.2023 r. Pozostałe prognozy z 21.06.2023 r.

Wykres 1. Rynek FRA spodziewa się 75-100pb obniżek do końca roku.



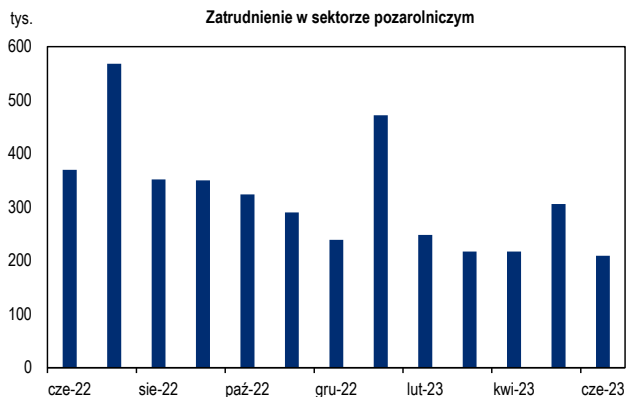
Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Mimo braku pozytywnego zaskoczenia rynek pracy w USA jest wciąż mocny

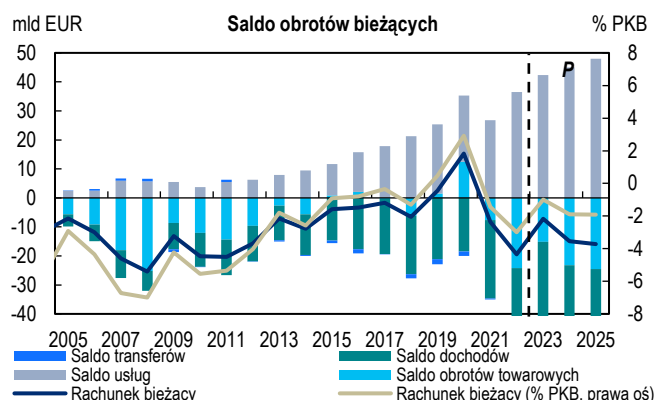


■ Dane o zatrudnieniu w sektorze pozarolniczym w USA po raz pierwszy od kilkunastu miesięcy okazały się niższe od oczekiwań, notując wzrost w czerwcu o 209 tys. (konsensus: 230 tys.). Dane wskazują na normalizację na rynku pracy, jednak nie powinny stanowić przeszkody do dalszych podwyżek stóp procentowych przez Fed. Wzrost wynagrodzeń w tempie 0,4% m/m i spadek stopy bezrobocia do 3,6% sugerują wciąż napiętą sytuację na rynku pracy.

■ Jednocześnie protokół z ostatniego posiedzenia FOMC daje podstawy by oczekiwać, że w czerwcu nastąpiła tylko krótka przerwa w cyklu podwyżek stóp procentowych, a w lipcu stopa funduszy federalnych wzrośnie o 25 pb do przedziału 5,25%-5,50%. Oczekujemy, że do końca roku stopy procentowe w USA wzrosną łącznie o 50 pb.

Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Poprawa na rachunku bieżącym w porównaniu z 2022 r.

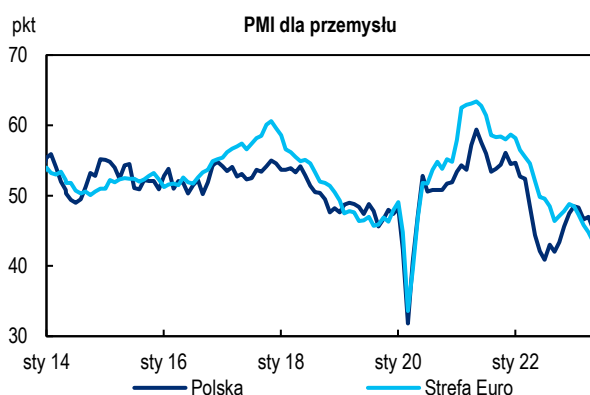


■ Oczekujemy, że nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Polski wzrosła w maju do 1,4 mld EUR z 359 mln EUR w kwietniu. Według naszych szacunków, saldo obrotów towarowych wyniosło 745 mln EUR, jednak spodziewamy się wzrostu eksportu o 2,4% r/r, a więc znacznie wolniejszego niż średni wzrost z I kwartału (14%).

■ W ubiegłym miesiącu NBP wśród ograniczeń dla lokalnych eksporterów wymienił siłę polskiego złotego, a w maju PLN umocnił się w stosunku do EUR o około 1,3%. Jednocześnie eksport pozostaje pod presją niekorzystnej sytuacji ekonomicznej wśród głównych partnerów handlowych (PMI oraz inne wskaźniki aktywności w Niemczech sugerowały dalsze spowolnienie w produkcji). W naszej prognozie zakładamy, że import nadal spadał, w maju o 3,4% r/r i wciąż znajduje się pod wpływem zakazu importu zbóż z Ukrainy oraz spadku cen gazu.

Źródło: NBP, GUS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Indeks PMI kontynuuje spadki



■ Indeks PMI spadł w czerwcu do 45,1 pkt. z 47 pkt. w maju, sygnalizując pogorszenie kondycji polskiego sektora przemysłowego czteremasty miesiąc z rzędu. Co więcej, był to najgorszy odczyt od listopada zeszłego roku.

■ Raport PMI wskazuje, że osłabienie popytu na polskie wyroby przemysłowe doprowadziło do spadku nowych zamówień oraz produkcji. Ankietowane firmy tłumaczyły obniżenie poziomu produkcji chęcią uszczuplenia stanów magazynowych. Czerwiec był również trzynastym miesiącem z rzędu, w którym zredukowano liczbę miejsc pracy w fabrykach, co było spowodowane dostosowaniem mocy produkcyjnych do niższego poziomu zapotrzebowania.

■ Pozytywnym wnioskiem płynącym z czerwcowych danych był dalszy gwałtowny spadek cen środków produkcji, który doprowadził do spadku cen wyrobów gotowych w czerwcu w rekordowym tempie.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 lip WTOREK							
8:00	DE	Inflacja CPI	% r/r	VI	6,4	6,4	6,1
10:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	VII	-11	-9,5	-8,5
12 lip ŚRODA							
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	0,2	0,3	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0,3	0,3	0,4
13 lip CZWARTEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	9,5	--	11,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	--	248
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	VI	0,1	0,2	-0,3
14 lip PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - finalny odczyt	% r/r	VI	11,5	--	11,5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	V	1,407	--	0,359
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan	pkt	VII	66,2	64,8	64,4

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	819	948
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.983	2.127	2.288	2.338	2.631	3.078	3.395	3.672
PKB per capita (USD)	13.689	15.348	15.528	15.689	17.908	18.170	21.522	24.939
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	0.9	3.0
Inwestycje (% r/r)	1.6	12.6	6.2	-2.3	1.2	5.0	4.4	0.2
Spożycie ogółem (% r/r)	5.4	4.4	4.1	-1.5	5.8	2.0	-0.5	3.7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6.3	4.4	3.5	-3.6	6.2	3.3	-1.1	4.5
Eksport (% r/r)	9.0	6.8	5.3	-1.1	12.3	6.2	1.9	5.4
Import (% r/r)	9.9	7.5	3.2	-2.4	16.1	6.2	-2.7	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2.1	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	7.8	5.7
Inflacja CPI (% średnia)	2.0	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	12.1	6.3
Płace nominalne (% r/r)	5.9	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	12.4	9.5
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	6.25	5.25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1.72	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	6.44	5.27
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	3.93	3.85
USD/PLN (Średnia)	3.77	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.14	3.87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.50	4.56
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.56	4.52
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0.8	-11.4	-1.4	14.6	-9.8	-20.8	-8.1	-18.0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0.2	-1.9	-0.2	2.4	-1.4	-3.0	-1.0	-1.9
Saldo handlu zagranicznego	1.5	-6.1	-4.9	7.9	-9.0	-25.6	-16.8	-27.1
Eksport	228.2	254.0	246.6	251.3	311.7	337.6	388.2	430.1
Import	226.6	260.1	251.5	243.4	320.7	363.2	404.9	457.2
Saldo usług	20.4	25.9	26.9	26.2	31.7	38.5	46.9	52.7
Saldo dochodów	-21.1	-22.6	-24.9	-22.8	-32.0	-31.3	-35.3	-39.5
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	43.7	39.3	40.3	41.6

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 Trzcielek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzcielek@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.