

CitiWeekly

Obniżki stóp procentowych na rynkach wschodzących

■ Końcówka lipca i początek sierpnia przyniosły obniżki stóp procentowych ze strony banków centralnych z Chile (o 100 pb) oraz Brazylii (o 50 pb). W obydwu przypadkach wynik stanowił zaskoczenie wobec rynkowego konsensusu, który zakładał mniejszą skalę obniżek (o 50pb i 25pb). Decyzje banków centralnych z Ameryki Południowej nie stanowią bezpośredniego przełożenia na politykę pieniężną w Polsce czy szerzej w Europie, jednak wskazują na zmianę obserwowanych w ostatnim czasie trendów w polityce pieniężnej.

■ Zmiana trendu w polityce pieniężnej widoczna jest również w zbliżającym się końcu podwyżek stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych. W ubiegłym tygodniu [pisaaliśmy](#) o czynnikach wpływających na decyzje EBC oraz Fed. Restrykcyjna polityka krajów rozwiniętych prawdopodobnie zostanie utrzymana dłużej niż na rynkach wschodzących i obniżki stóp procentowych nie są jeszcze tematem dyskusji ich bankierów centralnych.

■ Jednym z głównych czynników przyczyniających się do obniżek stóp procentowych jest wyraźne obniżenie się inflacji w ostatnich miesiącach. W Brazylii czy Chile stopy procentowe są realnie dodatnie (po skorygowaniu o inflację) z czym nie mamy do czynienia w wielu europejskich krajach z grupy EM, w tym w Polsce. Jednak wraz ze spadkiem inflacji oraz prognozami banków centralnych wskazujących na zmierzanie do celu, rozpoczęła się komunikacja wskazująca na zbliżający się proces łagodzenia polityki pieniężnej.

■ W regionie Europy Środkowo-Wschodniej na obniżki stopy depozytowej, czyli obecnie efektywnej dla rynków finansowych, decyduje się Narodowy Bank Węgier (NBH). NBH zamierza jednak rozpocząć obniżkę głównej stopy (13%) dopiero po zrównaniu jej ze stawką operacji depozytowych. Czeski Bank Narodowy ogłosił koniec polityki interwencji na rynku walutowym (wzmocniających koronę), co również według nas stanowi przygotowanie do obniżek stóp.

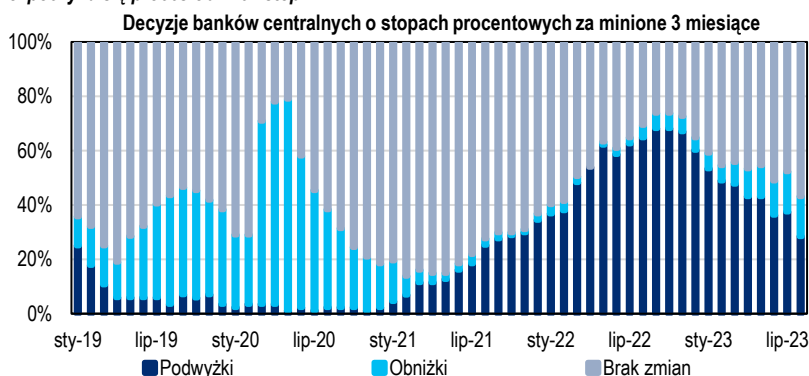
■ W Polsce [w lipcu prezes NBP nakreślił warunki](#), zgodnie z którymi przy spadku inflacji poniżej 10% możliwe będą obniżki stóp. Kolejne odczyty inflacji (wykres 2 na stronie 2) będą kluczowe w kwestii momentu rozpoczęcia łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Oczekujemy, że RPP rozpocznie cykl w październiku, natomiast rynkowa wycena wskazuje na start już we wrześniu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	3,98	5,17	1,13	6,75	2,45	3,85
III KW 24	4,52	3,86	5,14	1,17	5,50	2,00	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 13.07.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.07.2023 r.

Wykres 1. Cykl podwyżek stóp procentowych na świecie dobiega końca, a na rynkach wschodzących rozpoczyna się proces obniżek stóp.



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv, Haver Analytics

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mroccka

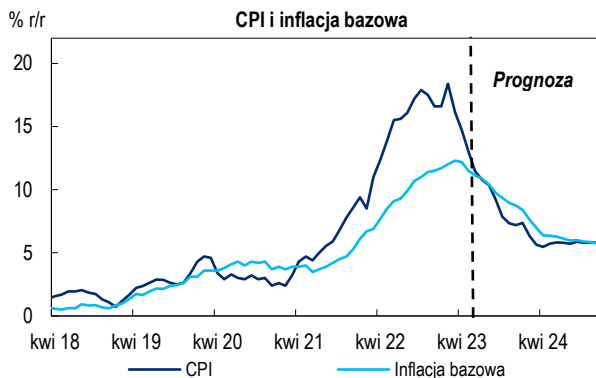
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Dalsze spowolnienie inflacji



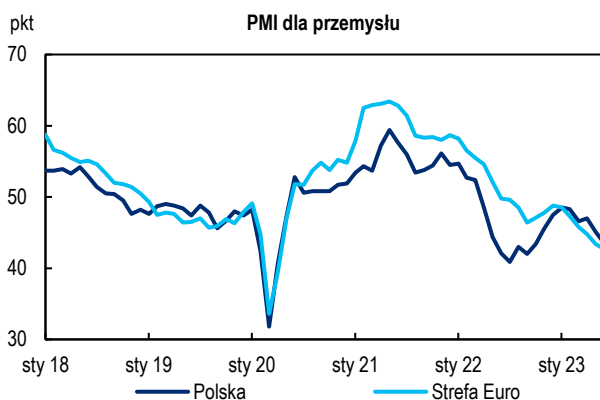
■ Według wstępnego odczytu inflacja w lipcu wyniosła 10,8% r/r (w czerwcu 11,5%). Spadek inflacji jest nadal napędzany przez efekt bazy, ale ceny spadają również w ujęciu miesięcznym (-0,2% m/m), co jest związane z obniżkami cen żywności. Szacujemy, że inflacja bazowa zmniejszyła się z 11,1% r/r w czerwcu do 10,9% w lipcu.

■ Wciąż oczekujemy, że inflacja w sierpniu wyniesie więcej niż 10% r/r (prognoza: 10,4%), ale po lipcowych danych wzrosło ryzyko niższego odczytu. Powstrzymujemy się jednak od rewizji naszej prognozy, dopóki nie poznamy ostatecznych danych za lipiec.

■ NBP planuje pierwszą obniżkę stóp procentowych, gdy inflacja spadnie do poziomów jednocyfrowych. Oczekujemy, że RPP obniży stopy o 25 punktów bazowych w październiku, ale odczyt inflacji w sierpniu na poziomie niższym niż 10% r/r może otworzyć furtkę do obniżki już we wrześniu.

Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Kolejny spadek indeksu PMI

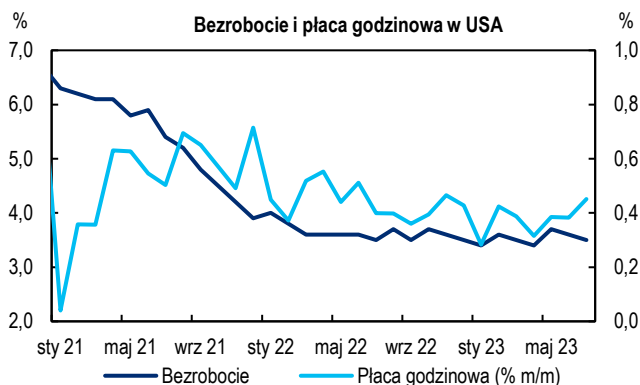


■ Na początku drugiego półrocza pogłębiło się spowolnienie w polskim sektorze przemysłowym. Główny wskaźnik PMI ponownie obniżył się w lipcu i wyniósł 43,5 pkt w porównaniu do 45,1 pkt w czerwcu (dla strefy euro odnotowano spadek z 43,4 pkt do 42,7 pkt).

■ W Polsce, tak jak w przypadku całej strefy Euro, znacząco osłabł popyt, co widoczne było w spadku liczby nowych zamówień za co w głównej mierze odpowiadał spadek zamówień eksportowych. Firmy, nawet przy ograniczonej produkcji, zmniejszały zaległości w realizacji zamówień. Zmniejszone obciążenie pracą doprowadziło do kolejnego spadku zatrudnienia. Osłabienie popytu spowodowało rosnącą presję na obniżkę cen. Zarówno koszty zakupu środków produkcji, jak i ceny sprzedaży, spadły w rekordowym tempie.

Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Mieszane dane z amerykańskiego rynku pracy



■ W piątek poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy za lipiec. Wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym okazał się być nieco poniżej oczekiwań i wyniósł 187 tys. (konsensus: 190 tys.), ale wciąż było to więcej niż pokazał odczyt z czerwca (rewizja z 209 tys. do 185 tys.). Stopa bezrobocia zanotowała spadek z 3,6% w czerwcu do 3,5% w lipcu przy tej samej stopie partycypacji siły roboczej na poziomie 62,6%.

■ Pozytywnym zaskoczeniem był wzrost płacy godzinowej o 0,5% m/m, który okazał się wyższy od prognoz (Citi: 0,4%; konsensus: 0,3%) oraz od odczytu z czerwca na poziomie 0,4% m/m.

■ Mieszane dane nie zmieniły istotnie oczekiwań wobec kontynuacji bądź końca podwyżek stóp w USA, gdyż można zarówno znaleźć tam sygnały ochłodzenia (mniejszy wzrost zatrudnienia) jak i wciąż ciasne sytuacji (płace). Uwaga w najbliższych dniach powróci do danych inflacyjnych, które będą wpływały na decyzje Fed.

Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
08 sie WTOREK							
8:00	DE	Inflacja CPI - finalny odczyt	% r/r	VII	--	--	6,2
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VII	17,7	17,5	20,1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld USD	VI	-64,4	-66,1	-69,0
09 sie ŚRODA							
3:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	VII	-4,0	-4,0	-5,4
3:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	VII	-0,4	-0,5	0,0
10 sie CZWARTEK							
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VII	8,7	--	9,7
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VII	0,3	0,2	0,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	215	230	227
11 sie PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	VIII	71,0	72,0	71,6
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	947
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,392	3,668
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,526	24,910
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
Konsumpcja (% 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	7,2	5,8
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,9	5,9
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	5,26
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,50	5,30
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	-20,6	-8,0	-17,9
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 pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-35,3	-39,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-4,8
Saldo pierwotne sektora	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 Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażyстка

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.