

CitiWeekly

Mniejszymi krokami, ale w tym samym kierunku

■ Na tle wrześniowych wydarzeń ubiegłotygodniowa decyzja RPP okazała się mało zaskakująca. Oczekiwania rynkowe były mocno rozstrzelone i wśród prognozujących znalazły się zarówno ośrodki spodziewające się obniżki o 75pb, jak i pozostawienia stóp procentowych. Konsensus (rozumiany jako mediana prognoz) zakładał jednak tylko niewielką obniżkę o 25 pb i tak ostatecznie się stało. Rada Polityki Pieniężnej wybrała więc ostrożniejszą niż dotychczas ścieżkę, prawdopodobnie po to, aby uniknąć ponownego osłabienia złotego.

■ Komunikacja po samej decyzji nie wniosła nic nowego ponad to, co uczestnicy rynku wiedzieli już wcześniej. RPP pozostawia otwarte drzwi do kolejnych obniżek stóp procentowych, jednak ich skala i moment mają być uzależnione od napływających danych, w tym przede wszystkim danych o inflacji. Przewodniczący RPP (a zapewne i znaczna część członków Rady) wydaje się traktować spadek inflacji jako trwały i wynikający z procesów rynkowych. W tym kontekście listopadowa projekcja NBP będzie bardzo interesująca, ponieważ pokaże, na ile te opinie dzielą również ekonomiści banku centralnego. Pokaże też, czy w ostatecznym rachunku niższy punkt startowy inflacji przeważa nad wpływem dotychczasowych obniżek stóp (o 100 pb) oraz poluzowaniem fiskalnym.

■ Krajowe decyzje powinny być analizowane również w kontekście otoczenia zewnętrznego. Obecnie górna stopa funduszy Fed znajduje się na poziomie 5,5%, a po piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy (strona 2), stopa Fed zapewne wzrośnie w listopadzie do 5,75%. W takiej sytuacji, jeżeli RPP będzie kontynuować cykl obniżek, stopa procentowa NBP będzie wkrótce niższa niż stopa podstawowa Fed. A to wszystko w sytuacji gdy oczekiwana za rok inflacja ma być w kraju o ponad 3 punkty procentowe wyższa niż w Stanach Zjednoczonych (co więcej, nawet najbardziej optymistyczna prognoza z ankiety Bloomberg'a jest o ponad 2 punkty wyższa).

■ W sumie oznacza to, że kolejne obniżki stóp procentowych przez RPP mogą sprowadzić stopy do poziomów, które wystawią złotego na zwiększoną zmienność. W krótkim horyzoncie waluta może być stabilizowana przez interwencje werbalne lub inne działania stabilizujące, jednak ich efektywność z czasem będzie się zmniejszać.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciol@cati.com

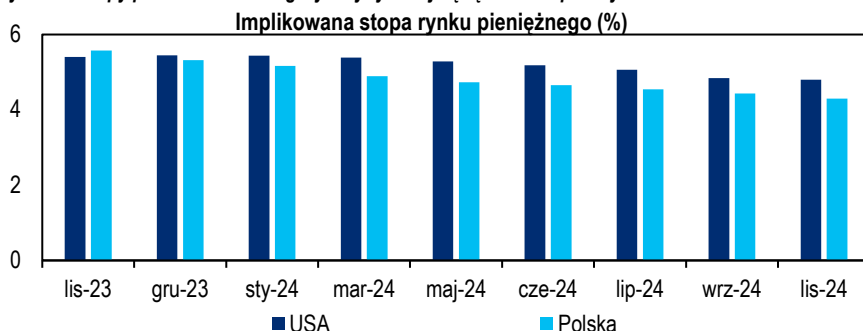
Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,70	4,39	5,40	1,07	5,50	2,25	3,65
IV KW 24	4,59	4,10	5,28	1,12	5,00	1,75	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 13.09.2023 r. Pozostałe prognozy z 20.09.2023 r.

Wykres 1. Stopy procentowe według wyceny rynkowej będą niższe w przyszłym roku w Polsce niż w USA.



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

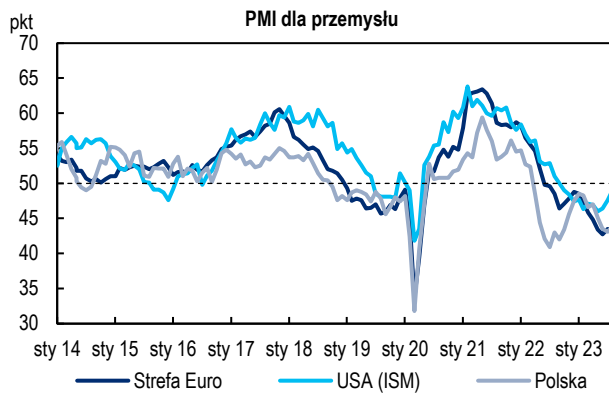
Spis treści

- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Nr str.

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Nadal poniżej 50 punktów

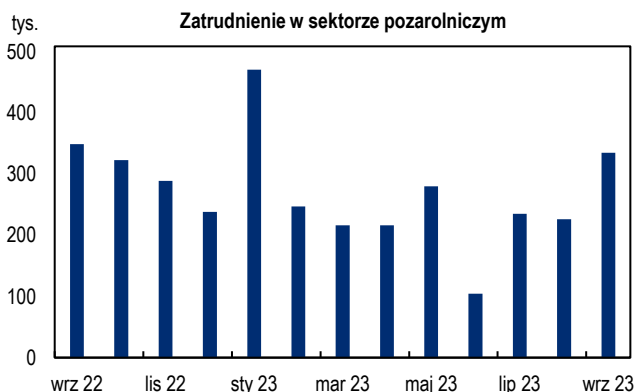


■ Indeks przemysłowy PMI dla Polski wzrósł z 43,1 pkt w sierpniu do 43,9 pkt we wrześniu. Nieznaczny spadek zaliczył on jednak dla strefy euro – z 43,5 pkt do 43,4 pkt. Według opublikowanych raportów, na stosunkowo niskie odczyty największy wpływ miał dalszy spadek nowych zamówień, który wskazuje na przeciągającą się słabość popytu na europejskie wyroby przemysłowe. Producenci na brak zamówień odpowiedzieli zmniejszeniem produkcji oraz nadrabianiem zaległości.

■ Z kolei indeks przemysłowy ISM dla Stanów Zjednoczonych wzrósł z 47,6 pkt do 49 pkt, przebijając przy tym oczekiwania rynkowe (konsensus i prognoza Citi: 47,9 pkt). Dane amerykańskie wskazują na poprawę prawie wszystkich najważniejszych komponentów. Wskaźniki dotyczące produkcji oraz nowych zamówień są najwyższe od lata zeszłego roku. Dalsza poprawa indeksu ISM może wspierać scenariusz miękkiego lądowania.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Rozgrzany rynek pracy w USA



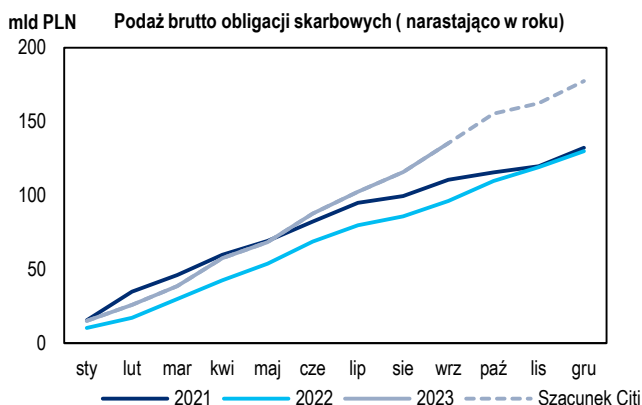
■ W piątek poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy. Wrzesień był 33. miesiącem wzrostu zatrudnienia z rzędu. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 336 tys. praktycznie dublując oczekiwania rynku (konsensus: 170 tys.; prognoza Citi: 240 tys.). Dokonano również korekty danych z poprzednich miesięcy w górę (w sierpniu z 187 tys. do 227 tys.).

■ Wzrost wynagrodzeń we wrześniu okazał się nieco niższy niż zakładał rynek i wyniósł 0,2% m/m, czyli tyle samo co w poprzednim miesiącu. Stopa bezrobocia nie zmieniła się i we wrześniu ponownie wyniosła 3,8%, czyli nieco więcej niż oczekiwane 3,7%. Nie zmieniła się również stopa partycypacji, która utrzymała się na poziomie 62,8%.

■ Dane wrześniowe w połączeniu ze wzrostem wakatów w sierpniu (JOLTS) oraz brakiem istotnego wzrostu liczby wniosków o zasiłki dla bezrobotnych potwierdzają wciąż ciasną sytuację na rynku pracy.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Duża podaż obligacji skarbowych do końca roku



■ Na dwóch regularnych aukcjach obligacji skarbowych w październiku Ministerstwo Finansów zamierza sprzedać od 9 do 20 mld PLN. Ministerstwo Finansów w zasadzie w pełni zrealizowało tegoroczne potrzeby pożyczkowe (98% według komunikatu), jeżeli uwzględniona zostanie sprzedaż obligacji detalicznych we wrześniu. Duża podaż w październiku związana jest z zapadającymi papierami DS1023 oraz wypłatą odsetek – łącznie 22,5 mld PLN.

■ W dalszej części czwartego kwartału sprzedaż będzie kontynuowana, jednak prawdopodobny jest większy udział również aukcji zamiany. Wartość obligacji zapadających w przyszłym roku, która zostanie odkupiona w listopadzie i grudniu będzie stanowiła część prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2024 rok. Obecnie stan prefinansowania wynosi 5%.

Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 paź WTOREK							
8:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	12.2	12.5	16.4
9:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IX	6.9	--	8.5
11 paź ŚRODA							
8:00	DE	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IX	--	4.5	4.5
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IX	0.4	0.3	0.7
20:00	USA	Minutes FOMC	--	IX	--	--	--
12 paź CZWARTEK							
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IX	0.3	0.3	0.6
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IX	0.3	0.3	0.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	211	--	207
13 paź PIĄTEK							
3:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	IX	-2.4	-2.4	-3.0
3:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	IX	0.2	0.2	0.1
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	IX	8.2	--	8.2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0.2	0.4	-1.1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	VIII	0.899	0.740	0.566
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	X	66.2	68.0	68.1

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	682	692	789	848
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,355	3,640
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	20,721	22,316
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	0,1	3,3
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	7,9	0,7
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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	7,1	6,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	6,5
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,4	10,0
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	5,50	5,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,69	5,13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,75	5,45
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	4,38	4,10
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,25	4,29
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,70	4,59
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,61	4,64
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	-4,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,9	-2,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,3	42,0

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 Trzciolek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

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 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.