

CitiWeekly

Obniżki stóp na rynkach bazowych nadchodzą

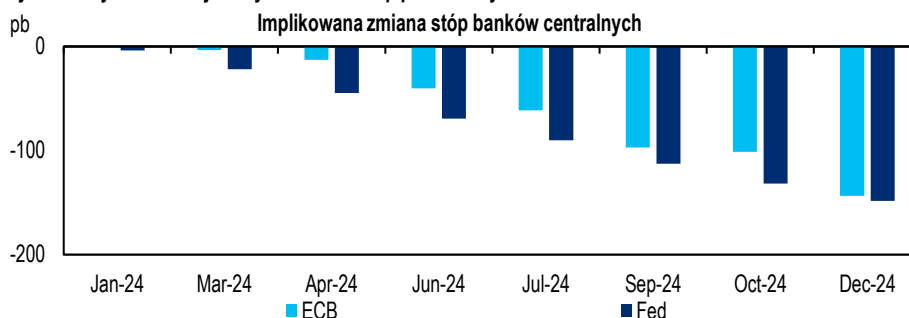
- Ostatnie tegoroczne posiedzenia banków centralnych z USA oraz strefy euro nie przyniosły zmiany stóp procentowych, jednak poszczególne komunikaty oraz wypowiedzi przedstawicieli Fed i EBC pozwalają formułować oczekiwania wobec przyszłej polityki pieniężnej.
- W trakcie 2023 roku amerykański FOMC podniósł stopy procentowe łącznie o 100 pb, natomiast EBC o 200 pb. Dwa główne banki centralne stały więc w kontrze do banków niektórych gospodarek wschodzących, które w minionych dwunastu miesiącach decydowały się już na obniżki stóp procentowych (m.in. w Polsce). Niemniej zdecydowany spadek inflacji w Stanach Zjednoczonych w trakcie mijającego roku oraz oczekiwania schłodzenia sytuacji gospodarczej (przede wszystkim na rynku pracy) powodowały, że w ostatnich miesiącach nie oczekiwano już dalszych podwyżek stóp procentowych, a rynkowe wyceny przesunęły się w stronę obniżek stóp procentowych w nadchodzącym roku.
- Grudniowe posiedzenie FOMC okazało się ważnym wydarzeniem, wskazującym, że członkowie Komitetu rozpoczęli już dyskusję nad obniżkami stóp procentowych. Prognozy członków Rezerwy Federalnej wskazują, że już żaden z nich nie zakłada powrotu do podwyżek stóp procentowych w krótkim terminie, a mediana prognoz wskazuje na zmniejszenie stopy funduszy federalnych o 75 pb z obecnego przedziału 5,25%-5,50%. W komunikacie FOMC dodano wzmiankę o spadku inflacji, co w połączeniu z prognozą bazowego wskaźnika PCE w 2024 roku na poziomie 2,4% (nieznacznie przekraczającego 2% cel) pobudziło oczekiwania rynkowe. Kontrakty pochodne wskazują na możliwość początku cyklu obniżek już nawet w marcu, a w całym przyszłym roku cięcia mogłyby wynieść blisko 150 pb.
- Nieco bardziej ostrożny pozostaje EBC, który na razie nie dyskutuje na temat potencjalnych obniżek stóp procentowych. Europejski Bank Centralny wciąż obawia się efektów drugiej rundy przede wszystkim ze strony wzrostu płac. EBC w grudniu - w odróżnieniu od FOMC - nie wpisał się w rynkowe oczekiwania odwrótu od ciasnej polityki pieniężnej.
- Naszym zdaniem na obniżkę stóp procentowych jako pierwszy zdecyduje się EBC (w czerwcu), a Fed robi taki krok w lipcu. W obu przypadkach oczekujemy, że stopy procentowe zostaną obniżone w trakcie przyszłego roku o około 100 pb. Niemniej wydźwięk ostatnich posiedzeń banków centralnych jak i napływające dane (szczególnie inflacyjne) wskazują, że ryzyka przesunięte są w stronę szybszego początku cyklu obniżek stóp oraz możliwie ich większej skali, niż nasze obecne założenia.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,30	3,87	5,06	1,11	5,75	2,75	4,50
IV KW 24	4,51	4,30	5,37	1,05	5,25	2,15	4,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i NBP z dnia 1.12.2023 r. Pozostałe prognozy z 1.12.2023 r.

Wykres 1. Rynek oczekuje silnych obniżek stóp procentowych w strefie euro i USA w 2024 roku.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

Zuzanna Mrocza

Spis treści

- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

1
2
3
4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Eksport ponownie rośnie

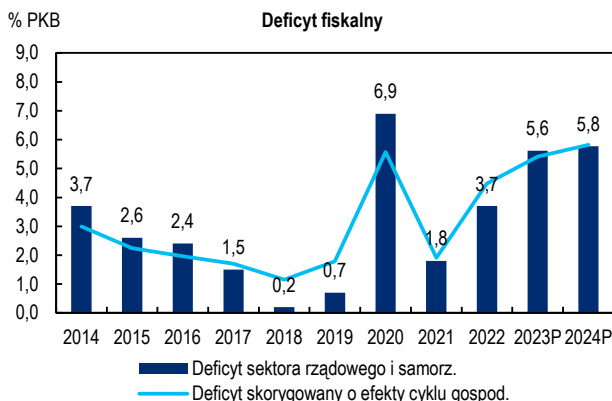


■ W październiku rachunek bieżący odnotował sporą nadwyżkę w postaci 2,0 mld EUR wobec 0,4 mld EUR nadwyżki we wrześniu. Znaczna poprawa wynikała jednak w głównej mierze z czynników sezonowych. Wraz z osłabieniem wpływu szoku cenowego (*terms-of-trade*), dwunastomiesięczne skumulowane saldo na rachunku bieżącym wzrosło do 0,8% PKB.

■ Eksport ponownie zaczął rosnąć o 1,6% r/r (po spadkach w dwóch poprzednich miesiącach), do czego przyczynił się wzrost eksportu w kategorii obejmującej środki transportu. Z drugiej strony, import spadł już tylko o 8,4% r/r i wreszcie jego dynamika stała się jednocyfrowa. Import paliw wykazywał tendencję spadkową, głównie ze względu na niższe ceny ropy naftowej.

Źródło: NBP, Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Ile będą kosztować nas obietnice?



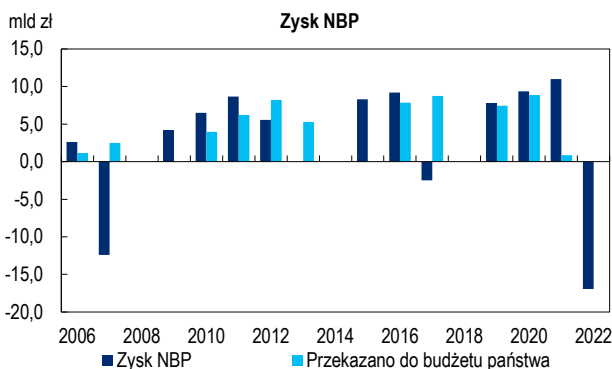
■ Donald Tusk w swoim exposé zapowiedział wypełnienie przedwyborczych obietnic. Oprócz utrzymania już i tak szczodrego pakietu socjalnego, nowy premier planuje podwyższyć wynagrodzenia nauczycieli (o 30%) i pracowników sektora publicznego (o 20%) oraz wprowadzić tzw. „babciowe” i „urlop” dla przedsiębiorców.

■ Z naszych powyborczych szacunków wynika, że obietnice złożone w minionym tygodniu przez premiera mogą wynieść około 0,9% PKB. Oczekujemy, że deficyt sektora rządowego i samorządowego w 2024 r. prawdopodobnie wyniesie 5,8% PKB, czyli nieco więcej niż 5,6%, które obecnie zakładamy na 2023 r.

■ Na uwagę zasługuje ubiegłotygodniowa wypowiedź komisarza UE ds. budżetu i administracji Johannaes Hahna dla [Reutersa](#), w której zapewnił, że Komisja Europejska znajdzie sposób, by udostępnić Polsce ok. 111 mld euro z zamrożonych funduszy unijnych.

Źródło: Reuters, Haver, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Strata zamiast zysku



■ Zgodnie z artykułem prasowym [Business Insider z 11. grudnia](#), według wstępnych szacunków bank centralny może w tym roku odnotować stratę na poziomie około 20 mld zł. Oznacza to, że zamiast 6 mld zł zaplanowanych w projekcie ustawy budżetowej na 2024 r., budżet może nie otrzymać żadnych pieniędzy z wypłaty z zysku z NBP.

■ Negatywny wpływ na zysk banku centralnego miało m.in. umocnienie złotego, wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych oraz duże koszty sterylizacji polityki pieniężnej.

■ Założona wielkość wpływu do budżetu z tytułu zysku NBP wynosi ok. 2,7% potrzeb pożyczkowych netto

Źródło: NBP, Business Insider, Haver, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 gru PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XI	7,1	--	8,0
19 gru WTOREK							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	XI	2,4	2,5	2,4
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XII	10,75	10,75	11,50
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	XI	1,447	1,460	1,498
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	mln	XI	1,382	1,360	1,372
20 gru ŚRODA							
8:00	DE	Zaufanie konsumentów	pkt	I	-27,0	-26,05	-27,8
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XI	-0,2	-0,2	-0,1
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-0,6	0,8	1,6
10:00	PL	PPI	% r/r	XI	--	-3,9	-4,1
10:00	PL	Płace	% r/r	XI	11,4	11,2	12,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XII	-16,4	-16,2	-16,9
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	108,0	103,4	102,0
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XI	3,78	3,77	3,79
21 gru CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	1,8	1,8	2,8
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	XI	5,4	7,3	9,8
14:30	USA	PKB	% kw/kw	3Q	--	5,2	5,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	212	220	202
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII	--	-3,0	-5,9
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	XII	6,75	--	7,00
22 gru PIĄTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	XI	5,0	5,0	5,0
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	XI	--	8,2	8,2
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XI	0,4	0,4	0,2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XI	0,3	0,2	0,2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XI	-0,1	0,1	0,0
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	XI	0,0	0,2	0,2
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	XI	1,9	2,6	-5,4
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XII	--	69,4	69,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	XI	0,709	0,688	0,679

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	692	802	869	1030
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,372	3,624	3,907
PKB per capita (USD)	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,061	22,875	27,107
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	5,2	5,4	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,1	0,6	3,5	3,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,1	2,1	5,8
Konsumpcja (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	1,3	5,1	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	0,1	5,6	3,0
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	6,2	-4,0	1,0	6,8
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,2	-11,7	1,5	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,4	4,8	4,8
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,5	5,3
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	2,5	5,0	5,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,25	4,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,26	4,13
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40	5,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,88	4,13	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,18	4,20	4,18
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,30	4,51	4,55
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,52	4,43	4,53
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,8	-6,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7	-0,6
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3	-2,5
Eksport	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	357,1	368,1	399,8
Import	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	354,3	370,4	402,3
Saldo usług	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,5	43,2	47,4
Saldo dochodów pierwotnych	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,3	-43,8	-47,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8	-5,1
Saldo pierwotne sektora	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,4	-2,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,9	42,9	43,9

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.