

16 września 2024 | 5 stron

Citi Weekly

Odliczanie do pierwszej obniżki Fed

- Bezspornie najbardziej oczekiwanym wydarzeniem tego tygodnia jest zaplanowane na środę posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Wiele wskazuje na to, że właśnie w tym tygodniu Fed rozpocznie cykl obniżek stóp procentowych i choć nasz podstawowy scenariusz zakłada cięcie o 25 pb, większy ruch o 50 pb nie byłby wcale dużym zaskoczeniem. Najprawdopodobniej decyzja dotycząca skali cięcia stóp będzie się ważyć do ostatniej chwili i niewykluczone, że na jej kształt wpływ będą mieć dopiero wtorkowe dane o sprzedaży detalicznej w Stanach. Niemniej niezależnie czy będzie to krok o 25, czy 50 punktów, naszym zdaniem w sumie w tym roku stopy spadną bardzo istotnie (o około 125 pb).

- Fed nie jest osamotniony w dążeniu do złagodzenia polityki pieniężnej. Już w minionym tygodniu na kolejną obniżkę o 25pb zdecydował się Europejski Bank Centralny (stopa depozytowa na poziomie 3,25%). Wydźwięk samej decyzji EBC nie był nadmiernie łagodny. Wydaje się, że władze monetarne bardziej spieszą się aby obniżyć inflację, niż stopy procentowe. Mimo to trudno nie zauważyć, że dane z europejskiej gospodarki są silnym argumentem za łagodzeniem polityki i choć w tym roku spodziewamy się jeszcze tylko jednej obniżki przez EBC, widzimy również ryzyko, że zbyt ostrożne cięcia stóp teraz mogą wymusić bardziej zdecydowane cięcia w przyszłości.

- Obniżki stóp przez Fed historycznie zazwyczaj sprzyjały napływowi kapitału do rynków wschodzących i choćby z tego powodu decyzje amerykańskiego banku centralnego będą istotne dla Polski. Biorąc pod uwagę ostatnią poprawę perspektyw inflacyjnych na świecie, stopy procentowe w Polsce pozostają na relatywnie wysokim poziomie i w przeciwieństwie do Czech lub Węgier, od dłuższego czasu nie uległy zmianie. Część inwestorów kupowała złoto właśnie z powodu znacznej różnicy w poziomie stóp procentowych, jednak cięcia stóp przez największe banki centralne na świecie mogą pobudzić popyt ze strony również innych inwestorów – tych, którzy zainteresowani są przede wszystkim rynkiem obligacji.

- W przeszłości Rada Polityki Pieniężnej nie podążała automatycznie za innymi bankami centralnymi i również tym razem nie spodziewamy się ze strony RPP natychmiastowej reakcji. Niemniej presja na obniżki stóp procentowych będzie narastała. Choć wypowiedzi prezesa NBP sugerują rozpoczęcie cyklu obniżek w III kwartale 2025 roku, wydaje się, że już począwszy od marca każde posiedzenie RPP może być tym, w którym może dojść do cięcia.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

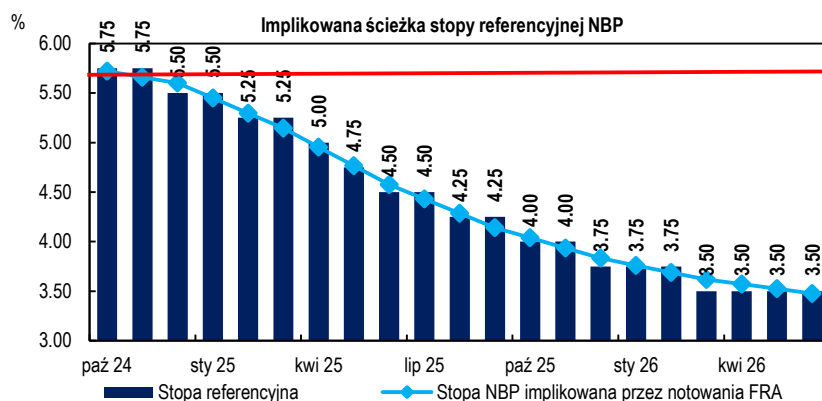
Arkadiusz Trzciolek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Aleksandra Siuzdak

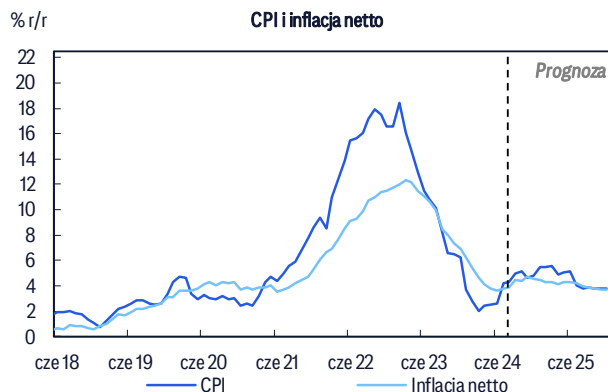
aleksandra.siuzdak@citi.com

Wykres 1. Perspektywa obniżek Fed napędza oczekiwania na cięcia w kraju


Źródło: Citi Handlowy, Bloomberg

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja we wrześniu może wzrosnąć do 5%

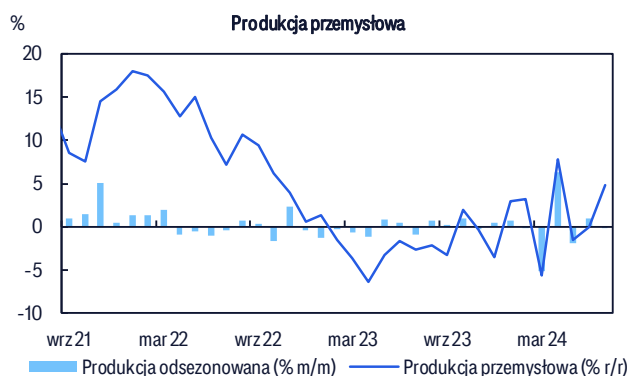


Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- Inflacja w sierpniu wyniosła 4,3% r/r wobec 4,2% r/r w lipcu. Choć oficjalny odczyt inflacji bazowej poznamy dopiero dzisiaj (16/09), opublikowane rozbięcie wskazuje na nieco wyższą od naszych wcześniejszych prognoz inflację bazową na poziomie około 3,9% r/r.

- Wskaźnik CPI we wrześniu prawdopodobnie wzrośnie do około 5% w związku z efektem bazy wynikającym z obniżek cen leków w 2023 roku. Jeżeli chodzi o dalszą trajektorię dynamiki cen, prawdopodobnie osiągnie ona swoje maksimum w marcu przyszłego roku (po podwyżce podatku akcyzowego) na poziomie około 5,7%. Niemniej, pomimo oczekiwanych wzrostów w krótkim terminie, presja inflacyjna prawdopodobnie będzie stopniowo słabnąć, pozwalając na obniżenie się wskaźnika CPI do przedziału 3,5–4% pod koniec 2025 roku.

Wykres 3. Prawdopodobnie bez przełomu w produkcji

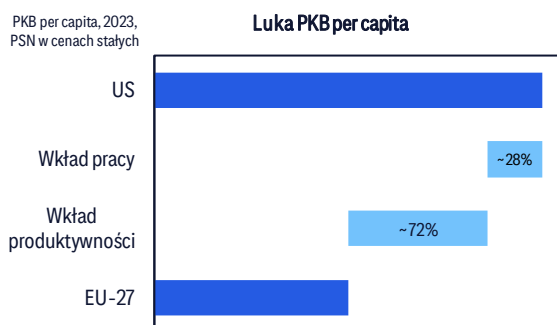


Źródło: Citi Handlowy, GUS

- W tym tygodniu poznamy dane o produkcji przemysłowej i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw. Oczekujemy spadku produkcji przemysłowej w sierpniu o 0,8% r/r wobec wzrostu o 4,9% r/r w lipcu. Ten spodziewany spadek prawdopodobnie wynikał z mniejszej liczby dni roboczych w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Ponadto, dane po wyrównaniu sezonowym nie zwiastują odbicia w przemyśle, a raczej wskazują na utrzymującą się stagnację w sektorze.

- Jeżeli chodzi o płace, spodziewamy się ich wzrostu o 10% r/r w porównaniu do 10,6% w lipcu. Stosunkowo niska inflacja w porównaniu z 2023 rokiem sprzyja obniżce dynamiki płac i naszym zdaniem w kolejnych miesiącach wzrost wynagrodzeń będzie stopniowo hamować, do około 8%–10% r/r.

Wykres 4. Gospodarka europejska mniej wydajna niż amerykańska



Źródło: Komisja Europejska.

- Długo wyczekiwany [raport](#) M. Dragiego na temat konkurencyjności gospodarki europejskiej zdefiniował obszary, gdzie UE powinna zwiększyć inwestycje lub podjąć reformy. Lista zawiera między innymi: integrację rynku telekomunikacyjnego, wzmocnienie przemysłu obronnego w UE, zwiększenie imigracji osób o wysokich kwalifikacjach lub reformę rynku energii.

- Jakkolwiek wspomniane zalecenia wydają się dobrze zidentyfikowane, ich wdrożenie będzie wiązać się nie tylko z dużymi nakładami, lecz również ze znacznym rozciągnięciem w czasie. Pozostaje pytanie na ile Unia Europejska i kraje członkowskie będą skłonne dojść do porozumienia w zakresie potrzebnych reform i ich finansowania w obecnym środowisku politycznym. Naszym zdaniem potrzeby inwestycyjne mogą być spełnione pod warunkiem niskiego kosztu kapitału, a zatem wiele zależałoby również od polityki monetarnej EBC.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 wrz	PONIEDZIAŁEK						
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VIII	3,9	3,8	3,8
17 wrz	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	12	17	19,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	-0,2	-0,2	1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,2	0,1	-0,6
18 wrz	ŚRODA						
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	VIII	2,2	2,2	2,6
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	VIII	1,301	1,311	1,238
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	VIII	1,437	1,418	1,396
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IX	--	5,25	5,5
19 wrz	CZWARTEK						
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	10,0	10,7	10,6
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	VIII	--	-4,8	-4,8
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	-0,3	-0,3	-0,4
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-0,8	-0,3	4,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	227	--	230
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	2,7	-7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	VIII	3,83	3,90	3,95
20 wrz	PIĄTEK						
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	VIII	-1,5	-1,0	-0,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	IX	-13,1	-13,3	-13,5

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	909	995
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3626	3925
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	24218	26610
Populacja (mln)	38.4	38.4	38.1	37.9	37.8	37.6	37.5	37.4
Stopa bezrobocia (%)	5.8	5.2	6.8	5.8	5.2	5.1	4.9	5.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,6	0,2	3,4	4,3
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,2	2,7	13,1	-1,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,8	4,3	-0,1	6,0	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,4	-1,0	5,4	3,9
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,4	1,9	5,6
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,1	6,8	-2,0	2,2	5,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	1.1	3.4	2.4	8.6	16.6	6.2	4.8	3.6
Inflacja CPI (% średnia)	1.6	2.3	3.4	5.1	14.3	11.5	3.7	4.4
Płace nominalne (% r/r)	7.1	6.5	4.7	8.8	13.0	11.9	10.5	7.8
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	4.75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1.72	1.71	0.21	2.51	7.02	5.88	5.88	4.76
Rentowność obligacji 10-letnich	2.81	2.07	1.25	3.71	6.88	5.25	5.25	4.90
USD/PLN (Koniec okresu)	3.76	3.79	3.77	4.04	4.39	3.94	4.00	3.86
USD/PLN (Średnia)	3.61	3.84	3.89	3.86	4.45	4.20	3.99	3.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.30	4.26	4.61	4.60	4.69	4.35	4.25	4.32
EUR/PLN (Średnia)	4.26	4.30	4.44	4.57	4.69	4.54	4.27	4.29
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	398,1	431,9
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	396,4	434,1
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	46,8	49,0
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-41,5	-45,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0.2	-0.7	-6.9	-1.8	-3.5	-5.1	-5.4	-5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	1.2	0.6	-5.6	-0.7	-1.9	-3.0	-3.2	-3.1
Dług publiczny (polska metodologia)	46.3	43.3	47.6	43.7	39.4	38.9	43.1	47.4

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

Aleksandra Siuzdak

Stażystka

aleksandra.siuzdak@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.