

CitiWeekly

Banki centralne zależne od danych

■ W lipcu zarówno Europejski Bank Centralny (EBC) jak i amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) zdecydowały się na podwyżkę stóp procentowych o 25 pb. Obecnie w strefie euro stopa depozytowa wynosi 3,75%, a refinansowa 4,25%, natomiast w USA przedział stóp funduszy federalnych wynosi 5,25%-5,50%.

■ Żaden z tych dwóch banków centralnych nie zobowiązał się do dalszych podwyżek stóp procentowych, ani nie ogłosił końca cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. W komunikatach przedstawionych przez władze monetarne na pierwszy plan wysuwa się uzależnienie przyszłych decyzji od napływających danych. Szczególne znaczenie w obu przypadkach mają odczyty inflacji, gdyż głównym powodem rozpoczęcia procesu podwyżek stóp był znacznie wyższy od celu wzrost cen w tych gospodarkach. Podwójny mandat amerykańskiej Rezerwy Federalnej zobowiązuje decydentów również do brania pod uwagę sytuacji na rynku pracy. Wzrost gospodarczy nie jest jednym z głównych celów banków centralnych, jednak wyniki gospodarki są jedną ze składowych branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji.

■ Notowania instrumentów pochodnych nie wyceniają w pełni dalszych podwyżek stóp procentowych (o pełne 25 pb) ani ze strony EBC, ani Fed. W strefie euro wyceny kontraktów pochodnych wskazują na przestrzeń do wzrostu stóp o 15 pb przed końcem tego roku, natomiast w przypadku USA jest to niecałe 10 pb.

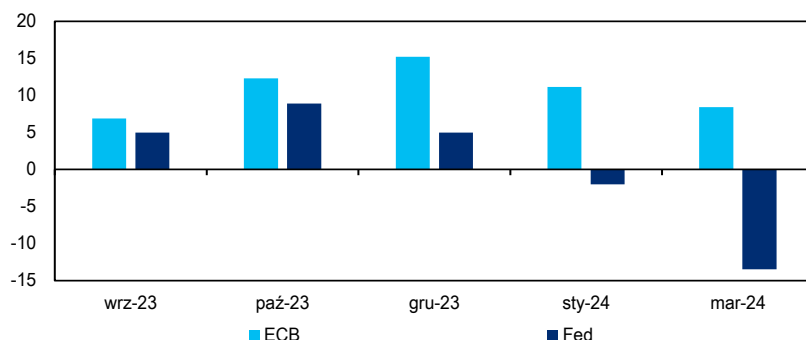
■ EBC w swoich ostatnich projekcjach makroekonomicznych z marca zakładał, że inflacja średniorocznie utrzyma się powyżej 2% celu w horyzoncie prognozy do 2025 roku. We wrześniu Bank powinien przedstawić nowe szacunki, gdzie ewentualne obniżenie prognozy poniżej 2% mogłoby stanowić gołębi sygnał. Jednak w ostatnim czasie Rada Prezesów większą uwagę przywiązuje do bieżących odczytów inflacyjnych, które wciąż znacznie przewyższają cel, co wspiera nasze oczekiwania jeszcze jednej podwyżki stóp EBC we wrześniu o 25 pb.

■ Scenariusz miękkiego lądowania w USA (wykres 3 na stronie 2), który jest pożądany przez Fed staje się coraz bardziej prawdopodobny. Jednak jego realizacja rodzi ryzyka w górę dla inflacji w kolejnych latach. Dlatego biorąc pod uwagę czwarcowe projekcje członków Fed oczekujemy, że stopa funduszy federalnych osiągnie szczyt w przedziale 5,50%-5,75%.

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	3,40
III KW 24	4,52	3,86	5,14	1,17	5,50	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 13.07.2023 r. Pozostałe prognozy z 21.06.2023 r.

Wykres 1. Rynek nie wycenia w pełni dalszych podwyżek stóp procentowych w strefie euro oraz USA
pb
Implikowana zmiana stóp banków centralnych

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciol@cit.com

Zuzanna Mrocza

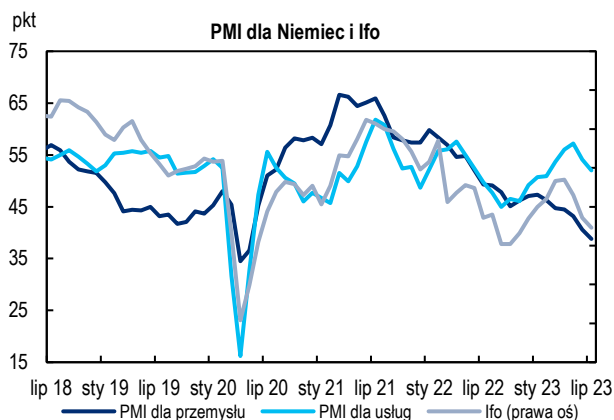
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Problemy w niemieckim przemyśle



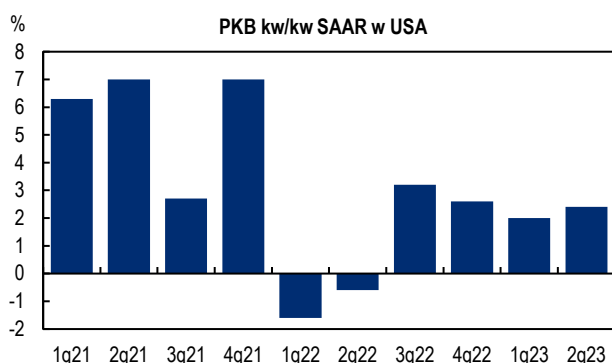
■ Wstępny szacunek indeksu PMI dla przemysłu w Niemczech obniżył się z poziomu 40,6 pkt w czerwcu do 38,8 pkt w lipcu, a w przypadku usług z 54,1 pkt do 52,0 pkt. Mniej pesymistyczny okazał się odczyt indeksu instytutu Ifo, który zanotował spadek z 88,6 pkt w czerwcu do 87,3 pkt w lipcu.

■ Odczyty indeksów potwierdzają słabą kondycję przemysłu oraz spadek popytu, który jest widoczny w mniejszej liczbie nowych zamówień. Sektor usług wciąż radzi sobie znacznie lepiej niż przemysł i pozostaje na poziomach wskazujących na ekspansję (powyżej 50 pkt).

■ Po tym jak w I kwartale tego roku niemiecka gospodarka weszła w techniczną recesję, w II kwartale PKB nie uległ zmianie (0% kw/kw). W związku ze słabą sytuacją w sektorze przemysłowym oczekujemy, że w całym 2023 roku wzrost PKB Niemiec będzie ujemny.

Źródło: Haver, Szacunki Citi Handlowy

Wykres 3. Scenariusz miękkiego lądowania w USA jest możliwy

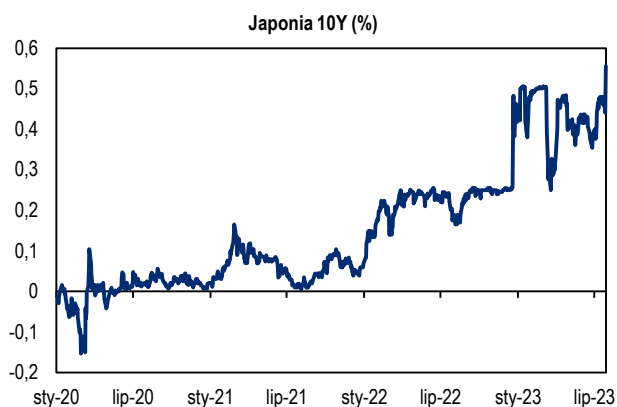


■ Wzrost realnego PKB w USA w drugim kwartale był na poziomie 2,4% SAAR kw/kw, czyli znacznie wyższym od oczekiwanych 1,8%. Za wzrost PKB najsilniej odpowiada konsumpcja prywatna oraz inwestycje. Deflator PCE wyniósł 0,2% m/m. Wzrost PKB wraz ze wzrostem popytu krajowego wciąż utrzymują się na wysokich poziomach, które nie wskazują na zbliżającą się recesję czy wzrost poniżej potencjału, który zrównałby popyt z podażą i obniżył inflację do 2%. Dane wspierają scenariusz tzw. miękkiego lądowania.

■ Liczba nowych bezrobotnych z kolei obniżyła się trzeci tydzień z rzędu i w ubiegłym tygodniu wyniosła 221 tys. (228 tys. tydzień wcześniej), czyli mniej niż prognozy rynkowe. Zmniejszyła się również liczba osób, które pozostają bezrobotne. Wszystko to wskazuje, że rynek pracy w USA wciąż jest napięty – jest to dobra wiadomość dla wzrostu gospodarczego, ale stwarzająca ryzyko wzrostu inflacji.

Źródło: Haver, szacunki Citi Handlowy

Wykres 4. Bank Japonii zmniejsza kontrolę nad krzywą dochodowości



■ Bank Japonii (wbrew rynkowemu konsensusowi) zdecydował się na modyfikację polityki kontroli krzywej dochodowości (YCC). Cel dla rentowności 10-letnich obligacji to wciąż 0% z dopuszczalnymi odchyleniami +/- 50 pb, jednak od teraz BoJ nie traktuje 0,50% jako sztywnej granicy. Bank zamierza organizować skup obligacji dopiero przy poziomie rentowności wynoszącym 1% w sektorze 10Y.

■ Działania Banku Japonii podyktowane są wyższymi od oczekiwań odczytami inflacji, które przyczyniły się do wzrostu tegorocznej mediany prognoz BoJ do 2,5% z 1,8% w kwietniu.

■ Wrześniowa decyzja BoJ to prawdopodobnie wstęp do stopniowego wygaszania polityki YCC, która mogłaby dobieć końca pod koniec przyszłego roku. Następnym krokiem byłby koniec polityki ujemnych stóp procentowych. Główna stopa krótkookresowa wynosi -0,1% i oczekujemy, że zostanie podniesiona na początku 2025 roku.

Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
31 lip PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VII	5,4	5,3	5,5
11:00	EUR	PKB - wstępny odczyt	% kw/kw	2Q	0,3	0,2	-0,1
15:45	USA	Indeks Chicago PMI	pkt	VII	--	43,0	41,5
01 sie WTOREK							
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VII	47,0	--	44,2
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	44,5	45,1
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VII	39,7	40,3	40,8
9:55	DE	PMI dla przemysłu (finalny)	pkt	VII	--	38,8	40,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu (finalny)	pkt	VII	42,7	52,7	43,4
16:00	USA	PMI dla przemysłu (finalny)	pkt	VII	--	49,0	49,0
16:30	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VII	46,7	46,9	46,0
03 sie CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	227	221
15:45	USA	PMI dla usług (finalny)	pkt	VII	--	52,4	52,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	53,2	53,0	53,9
16:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VI	--	0,1	0,3
04 sie PIĄTEK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VI	-3,5	-2,0	6,4
8:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	-5,3	--	-6,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VII	290	190	209
14:30	USA	Stopa bezrobocia	% r/r	VII	3,5	3,6	3,6
14:30	USA	Płaca godzinowa	% m/m	VII	0,4	0,3	0,4

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	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, pieniądz 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

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.