

CitiWeekly

Wielki powrót ujemnych stóp

■ Miniony tydzień należał do Rady Polityki Pieniężnej. Obniżka stopy referencyjnej o 75 pb do 6%, zaskoczyła nie tylko analityków, lecz również rynki finansowe. O znaczeniu tego ruchu świadczy choćby fakt, że RPP ostatni raz na cięcie w podobnej skali zdecydowała się w apogeum globalnego kryzysu finansowego 2008/2009. Warto również odnotować, że na skutek decyzji RPP Polska ponownie stała się jedynym krajem w regionie z ujemnymi realnymi stopami procentowymi (wykres 1). Biorąc pod uwagę wypowiedzi prezesa NBP, spodziewamy się, że przed końcem roku stopy mogą spaść jeszcze o przynajmniej 50 pb.

■ Jeżeli chodzi o konsekwencje decyzji Rady, to naszym zdaniem warto zauważyć kilka spraw. Po pierwsze, cięcie we wrześniu o 75 pb stanowi znaczne przyspieszenie obniżek w stosunku do wcześniejszych oczekiwań (choć niekoniecznie zwiększa jego docelową skalę). Według naszych szacunków wcześniejsze obniżki dodadzą do przyszłorocznej inflacji około 0,2-0,3 pp. Inaczej to ujmując - powrót inflacji do celu wydłuży się i jednocześnie możliwy staje się scenariusz, w którym trend spadkowy CPI ulega odwróceniu (tj. inflacja w IV kw. 2024 jest wyższa niż np. w II kw. 2024).

■ Po drugie, przedstawiciele RPP wyjątkowo dużo mówią o tym, że inflacja na poziomie 5% „jest praktycznie nieodczuwalna”. W kontekście ostatnich decyzji może to zwiększać obawy, że w długim terminie Rada będzie tolerować stabilizację inflacji w pobliżu 5% zamiast 2,5% (oficjalny cel RPP). W praktyce inwestorzy mogą uwzględniać w swoich decyzjach wyższą premię za ryzyko inflacyjne, sięgającą nawet 250 pb. Oznacza to bardziej stromą krzywą dochodowości i wyższy koszt finansowania inwestycji/zakupu nieruchomości (również w przypadku kredytów stałoprocentowych).

■ Po trzecie, ostatnie zmiany w polityce pieniężnej zwiększają ryzyko słabości złotego, co zresztą rynek szybko zaczął wyceniać. W praktyce bowiem kraje o wyraźnie wyższej inflacji niż u głównych partnerów handlowych (Polska 5% vs. strefa euro: 2%) mogą doświadczać nominalnej deprecjacji. W tym kontekście naszą uwagę zwraca fakt, że w przyszłorocznym budżecie zapisano pokaźną wpłatę zysku z NBP. Co do zasady, wynik banku centralnego poprawia się na skutek obniżek stóp procentowych (poprzez mniejsze koszty sterylizacji) oraz na skutek osłabienia krajowej waluty (efekt wyceny). Biorąc to pod uwagę, część inwestorów może obawiać się dalszego łagodzenia polityki pieniężnej i dalszego osłabienia złotego, przynajmniej pod koniec roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

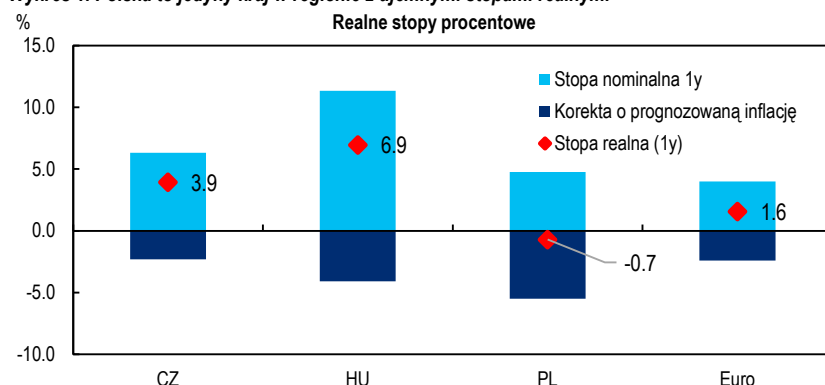
Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,51	4,03	5,18	1,12	5,50	2,25	3,65
IV KW 24	4,53	3,87	5,21	1,17	5,00	2,00	3,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.08.2023 r. Pozostałe prognozy z 19.07.2023 r.

Wykres 1. Polska to jedyny kraj w regionie z ujemnymi stopami realnymi



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Bloomberg

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Oczekiwana dalsza poprawa na rachunku obrotów bieżących

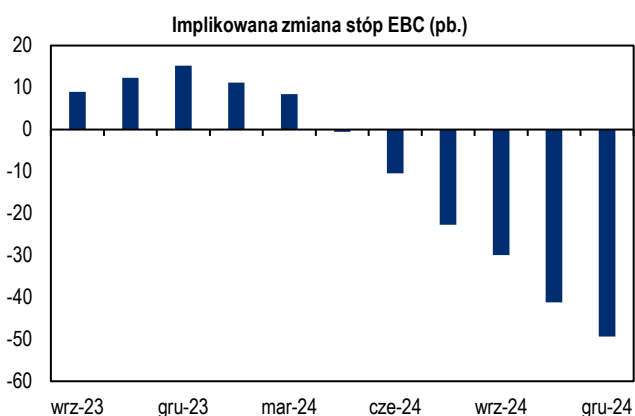


■ Szacujemy, że rachunek obrotów bieżących odnotował w lipcu nadwyżkę w wysokości 1,5 mld EUR (+2,4 mld EUR w czerwcu). Już po czerwcu dwunastomiesięczne saldo zmieniło się w nadwyżkę (0,1% PKB) po raz pierwszy od października 2021 roku, a spodziewamy się jego dalszej poprawy do 0,4% PKB w lipcu. Poprawa będzie napędzana głównie mocnym saldem usług.

■ Liczymy również na pozytywny wynik bilansu handlowego w wysokości 769 mln EUR, na któryłoży się wzrost eksportu o 3,5% r/r oraz spadek importu o 5,8% r/r. Widzimy jednak ryzyko, że w kolejnych miesiącach eksport spowolni ze względu na spadek zamówień eksportowych, które są związane ze słabością zamówień przemysłowych w Niemczech.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Czy zobaczymy jeszcze podwyżkę stóp w strefie euro w bieżącym cyklu?



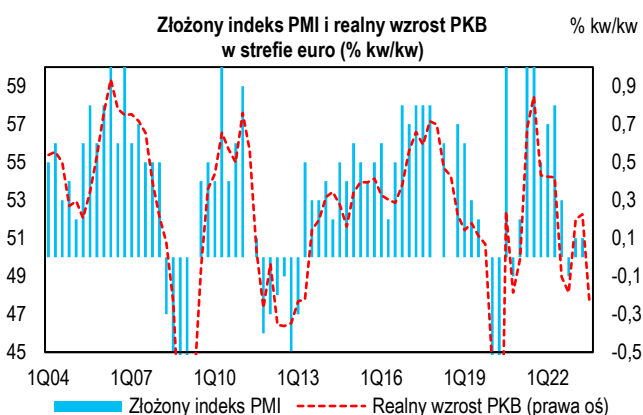
■ Zbliżające się posiedzenie EBC może stanowić koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Zakładamy, że stopy procentowe zostaną podniesione o 25 pb do 4.5% dla stawki referencyjnej i 4.0% dla depozytowej. Naszym zdaniem obawy o nadmierne wysoką inflację i jej ewentualne utrwalenie na podwyższonych poziomach przeważa w głosowaniu w Radzie Prezesów.

■ Zauważamy jednak, że notowania kontraktów terminowych nie wyceniają w pełni tego ruchu (obecnie implikowane 10 pb), a większe szanse widziane są w grudniu lub styczniu przyszłego roku (ok 17 pb).

■ Wśród czynników, które EBC będzie brał pod uwagę znajdzie się słaba kondycja w sektorze przemysłowym oraz pogorszenie perspektyw wobec wzrostu gospodarczego. Nowe prognozy makroekonomiczne EBC mogą dać wskazówkę czy podwyżki dobiegły już końca.

Źródło: Refinitiv, Citi Handlowy

Wykres 4. Rewizja PKB w strefie euro w dół



■ W strefie euro dane o wzroście PKB za II kw. 2023 r. zostały zrewidowane z 0,3% kw/kw do 0,1% kw/kw. Pogarszającą się sytuację widać również w odczytach wskaźników wyprzedzających, które w ostatnich miesiącach pozostają na bardzo niskich poziomach.

■ Oczekujemy, że wzrost PKB strefy euro w trzecim kwartale 2023 będzie ujemny i wyniesie około -0,2% kw/kw. Do pogorszenia sytuacji gospodarczej w drugiej połowie roku mogą przyczynić się m.in. spowolnienie wzrostu gospodarczego Chin oraz ograniczenia podaży siły roboczej. Wzrost produktywności wymagałby nowych inwestycji, które będą trudne do realizacji przy przywróceniu reguł fiskalnych. Zakładamy, że w całym 2023 wzrost PKB w strefie euro wyniesie 0,3%, a w 2024 dojdzie do spadku PKB o 0,1%.

Źródło: S&P Global, Eurostat, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 wrz WTOREK							
11:00	DE	Indeks instytutu ZEW	pkt	IX	-17,0	-15,1	-12,3
13 wrz ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	-1,0	-0,7	0,5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	VII	1,464	--	2,431
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VIII	0,6	0,5	0,2
14 wrz CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	IX	4,0	3,75	3,75
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	236	225	216
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,1	0,1	0,7
15 wrz PIĄTEK							
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	3,7	3,8	3,7
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VIII	2,0	3,0	2,5
10:00	PL	Inflacja CPI - odczyt finalny	% r/r	VIII	10,1	10,1	10,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,2	0,1	1,0
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - wstępny	pkt	IX	68,0	69,4	69,5

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	817	941
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,384	3,645
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,472	24,753
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	6,9	5,9
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	6,0
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	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	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	-17,8
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	-2,1	-3,7	-2,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	40,4	41,9

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.