

CitiWeekly

Wysokie stopy w USA na dłużej

■ We wrześniu amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) pozostawił bez zmian przedział stopy funduszy federalnych, który wynosi 5,25%-5,50%. Ta decyzja nie przesądza jednak o końcu cyklu podwyżek stóp procentowych, a w naszym odczuciu może stanowić jastrzębią pauzę przed kolejnymi zaplanowanymi jeszcze w tym roku posiedzeniami.

■ Co kwartał Rezerwa Federalna publikuje wynik projekcji makroekonomicznych podsumowujących oczekiwania zarządu oraz prezesów regionalnych oddziałów Fed. Wrześniowa runda pokazała, że decydenci wciąż widzą pole do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych w tym roku, a potencjalna skala obniżek w przyszłym roku jest mniejsza i implikuje zmianę o 50 pb, wobec 100 pb w czerwcowej projekcji. Zauważalnemu dostosowaniu uległy również założenia dotyczące wzrostu gospodarczego. O ile medianowa prognoza wzrostu PKB na poziomie 2,1% w bieżącym roku (1,0% w czerwcu) stanowi przed wszystkim odzwierciedlenie mocnych danych z amerykańskiej gospodarki z ostatnich miesięcy, to zmiana do 1,5% z 1,1% na 2024 wskazuje na poprawę trendu i powrót do długoterminowej tendencji rocznego przyrostu na poziomie 1,8%. Na tzw. scenariusz „miękkiego lądowania” wskazują również założenia wobec powolnego wzrostu stopy bezrobocia, która z 3,8% w 2023 miałaby się zwiększyć do 4,1% w 2024 i być blisko długoterminowego poziomu równowagi 4,0%.

■ Naszym zdaniem wydzźwięk wrześniowego posiedzenia FOMC wskazuje, że stopy procentowe w Stanach pozostaną na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas. Zbliżanie się inflacji do 2% celu (bazowe PCE prognozowane przez Fed na 2,6% w 2023 roku) daje podstawy do oczekiwań, że podwyżki stóp dobiegają końca, a możliwe będą również pewne obniżki gdyż realnie stopy są już zauważalnie dodatnie. Jednocześnie gospodarka amerykańska ma się nadzwyczaj dobrze i decydentom w USA mogło udać się wypełnienie swojego mandatu bez wywołania recesji.

■ Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że przed końcem tego roku FOMC dokona jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych o 25 pb, która według nas będzie miała miejsce w listopadzie. Pomimo spadku inflacji wciąż znajduje się ona powyżej celu, a rynek pracy pozostaje wciąż silny, na co wskazują dane o wysokiej częstotliwości. Bardzo niska pozostaje liczba osób składających wnioski o zasiłki dla bezrobotnych, a siłę konsumentów widać również w miesięcznych danych o sprzedaży detalicznej.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciółek, CFA

+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolok@citi.com

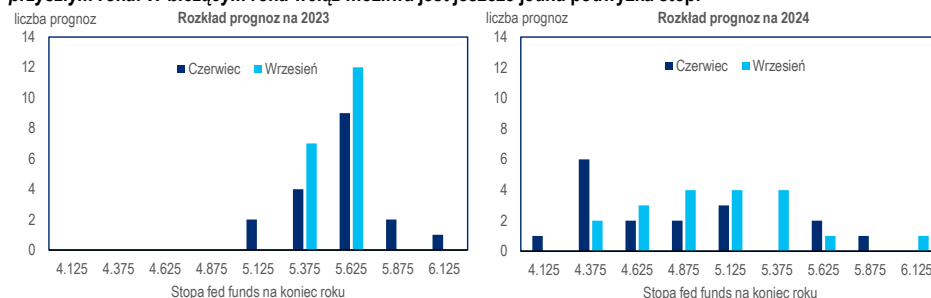
Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 23	4,70	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. Od czerwca zmalały medianowe oczekiwania członków Fed na obniżki stóp procentowych w przyszłym roku. W bieżącym roku wciąż możliwa jest jeszcze jedna podwyżka stóp.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, Refinitiv
modelowa zmiana EUR/PLN wyjaśniana przez zmiany EUR/USD, S&P 500, EUR/CZK i EUR/HUF.

Spis treści

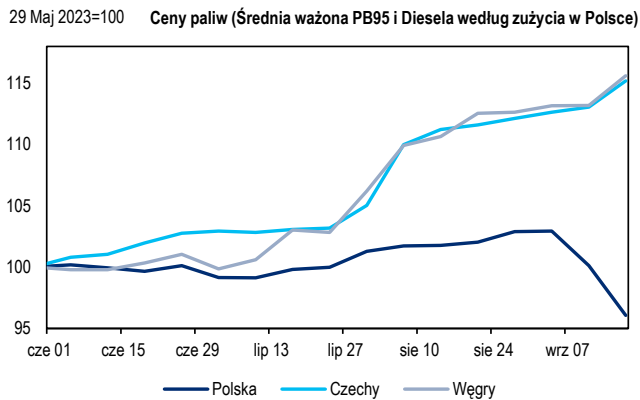
Nr str.

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

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Niskie ceny paliw w Polsce pomagają zbić inflację



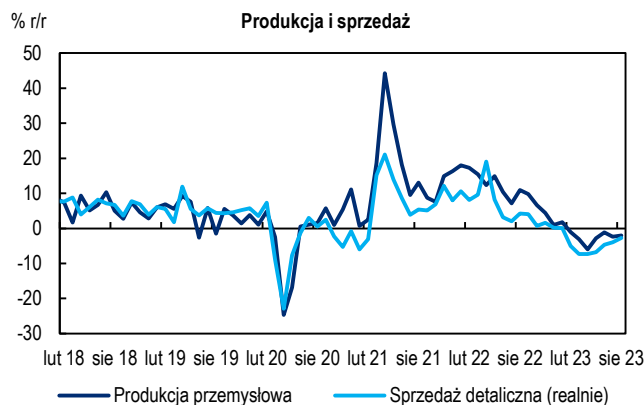
■ Prognozujemy, że inflacja we wrześniu znacząco się obniżyła z 10,1% r/r w sierpniu do 8,1%. Zmiany rocznego wskaźnika CPI są wciąż pod wpływem silnych efektów wysokiej bazy z ubiegłego roku, jednak widzimy również czynniki, które w ostatnich tygodniach przyczyniły się do rewizji w dół zakładanej przez nas ścieżki.

■ Ceny paliw na stacjach w Polsce znacząco obniżyły się w sierpniu i podążają w odmiennym kierunku od cen ropy naftowej czy cen paliw w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Od dołka z sierpnia cena baryłki Brent wzrosła o 12%, natomiast w analogicznym okresie ceny paliw w Polsce spadły o blisko 6%, wobec wzrostów o ok. 2%-3% w Czechach czy na Węgrzech.

■ Czynnikiem przemawiającym za obniżeniem prognoz inflacji są również niższe ceny energii elektrycznej, gdzie uwzględnienie ostatnich zmian w prawie może obniżyć CPI o około 0,3 pp.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Nadchodzi poprawa

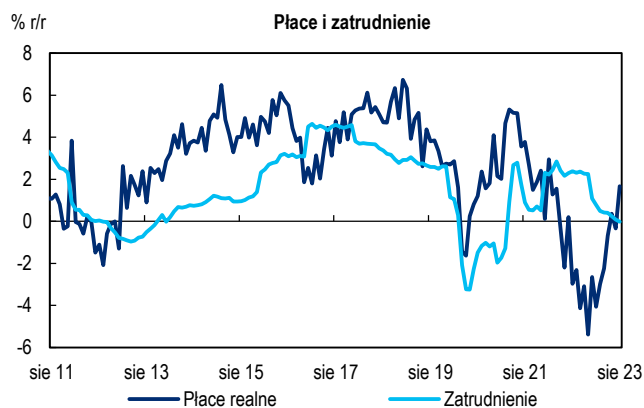


■ Aktywność w krajowym przemyśle w sierpniu okazała się lepsza niż można było się spodziewać po trendach obserwowanych w strefie euro. Produkcja przemysłowa w Polsce wzrosła o 0,6% m/m (dane odsezonowane) i była o 2% niższa niż w odpowiadającym okresie zeszłego roku. Rozbicie pokazuje relatywnie dobre wyniki w produkcji samochodów i pozostałego sprzętu transportowego, ale również słabość w wydobywaniu węgla, produkcji metali, papieru oraz komputerów.

■ Dane o sprzedaży detalicznej sugerują poprawę konsumpcji prywatnej. Mimo, że realna sprzedaż detaliczna zmniejszyła się w sierpniu o 2,7% r/r, to jest to znaczna poprawa w stosunku do odczytu -4% r/r w lipcu. W ujęciu miesięcznym odsezonowana sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,3%, a trzymiesięczna średnia krocząca jest na poziomie 1,1% i wskazuje na postępujące ożywienie.

Źródło: Haver, Citi Handlowy, GUS

Wykres 4. Wzrost realnych wynagrodzeń powinien zwiększyć konsumpcję



■ Średni wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wyniósł 11,9% r/r, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi (konsensus: 11,8%; prognoza Citi: 12,3%). Zatrudnienie zaskoczyło negatywnie i pozostało na tym samym poziomie w ujęciu rocznym, ale jest to spowodowane raczej niedoborami siły roboczej niż faktycznym pogorszeniem na rynku pracy.

■ Dane potwierdzają, że wzrost realnych wynagrodzeń ponownie stał się znacząco dodatni (+1,6% r/r) i biorąc pod uwagę dalsze istotne spadki inflacji, jest wysoce prawdopodobne, że trend ten nadal będzie kontynuowany w nadchodzących miesiącach. Zgodnie z naszymi szacunkami, wzrost realnych wynagrodzeń w okresie wrzesień-grudzień ma osiągnąć średnio ponad 3%, stając się jednym z ważniejszych czynników napędzających odbicie w konsumpcji.

Źródło: Haver, Citi Handlowy, GUS

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
26 wrz WTOREK							
14:00	HU	Decyzja MNB	%	IX	13,0	13,0	13,0
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	108,0	105,5	106,1
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	VIII	0,676	0,700	0,714
27 wrz ŚRODA							
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	IX	7,0	7,0	7,0
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VIII	-0,6	-0,4	-5,2
28 wrz CZWARTEK							
14:00	DE	Inflacja CPI - wstępny odczyt	% r/r	IX	4,6	4,6	6,1
14:30	USA	PKB - finalny odczyt	% kw/kw	2Q	--	2,3	2,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	212	214	201
29 wrz PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja CPI - wstępny odczyt	% r/r	IX	8,1	8,6	10,1
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	IX	4,5	4,5	5,2
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VIII	0,4	0,5	0,2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VIII	0,6	0,4	0,8
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VIII	0,4	0,5	0,2
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	IX	--	67,7	67,7

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	6,8	6,2
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,6	6,3
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

Stażyстка

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.