

CitiWeekly

Do zobaczenia w marcu

■ Drugi raz z rzędu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła pozostawić stopy procentowe bez zmian. Decyzja nie zaskoczyła chyba nikogo – wszyscy ekonomiści ankietowani przez Parkiet spodziewali się takiego wyniku. Z samego komunikatu oraz konferencji prasowej można jednak wyciągać pewne wnioski. Po pierwsze oficjalny komunikat opublikowany po posiedzeniu praktycznie nie różnił się od tego z listopada. Poza pewnymi edycyjnymi modyfikacjami, wszystkie główne jego elementy pozostały bez zmian. Traktujemy to jako sygnał, że na najbliższym, a może i na kilku najbliższych posiedzeniach Rada nie planuje żadnych zmian w polityce pieniężnej, które wymagałyby wcześniejszego zakomunikowania. Nie przesądza to o niczym, bo w przeszłości Radzie zdarzały się już decyzje sprzeczne z uprzednią komunikacją, ale daje to pewne poczucie stabilizacji w polityce monetarnej.

■ Po drugie, w przeciwieństwie do poprzednich konferencji prasowych, ta wydawała się mieć odmienny format, kładąc większy nacisk na informowanie o czynnikach wpływających na decyzje niż na polemikę z pytającymi (krótsza konferencja, większy udział czasu na pytania). Nie jest jasne na ile ta zmiana była planowana i okaże się trwała, ale można przypuszczać, że pozwoli ona przynajmniej na niezaoznaczenie napięć pomiędzy bankiem centralnym a większością parlamentarną.

■ Jeżeli chodzi o samo przesłanie ze strony władz monetarnych, RPP wydaje się pozostawać w stanie wyczekiwania przynajmniej do marca 2024 r. Co prawda prezes NBP stwierdził, że wszystkie decyzje (również w styczniu) będą zależały od napływających danych, ale jednocześnie bezpośrednio przyznał, że Rada może pochylić się nad decyzją o zmianie stóp w marcu, jeżeli do tego czasu spadnie niepewność dotycząca cen administracyjnie kontrolowanych i polityki fiskalnej.

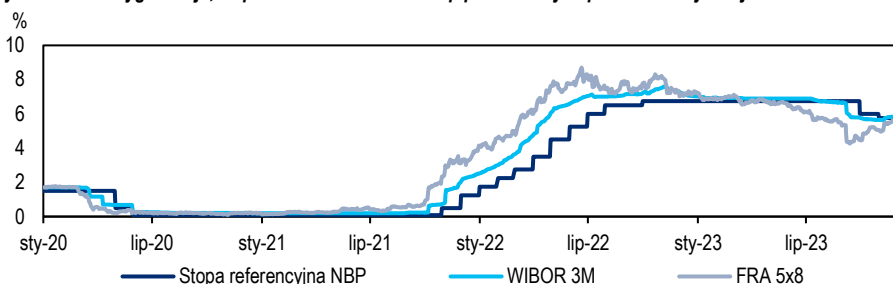
■ W tym kontekście mamy pewne wątpliwości czy ta niepewność będzie w marcu istotnie mniejsza niż obecnie. W ubiegłym tygodniu premier Morawiecki zapowiedział przedłużenie zerowego VAT na żywność na cały I kw. (zgodnie z dotychczasowym stanem prawnym stawka miała powrócić do 5% w styczniu). Jeżeli ta decyzja nie zostanie odwołana przez nowy rząd, który prawdopodobnie powstanie w tym tygodniu, będzie to oznaczało, że okres niepewności nawet się wydłuży. W szczególności na początku marca RPP może wciąż nie być pewna tego, co nowy rząd zrobi ze stawką VAT od II kwartału. W sumie wydaje się, że dopiero w marcu RPP może realistycznie pomyśleć o kolejnych obniżkach, ale ze względu na wspomnianą niepewność spodziewamy się, że okres wyczekiwania może potrwać nawet dłużej, do połowy roku.

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. RPP sygnalizuje, że przerwa w obniżkach stóp procentowych potrwa co najmniej do marca.



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 Mroccka

Spis treści

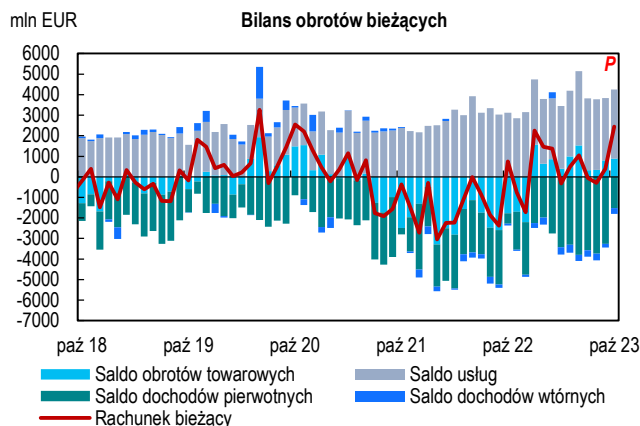
- Temat tygodnia
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Największa nadwyżka w 2023?

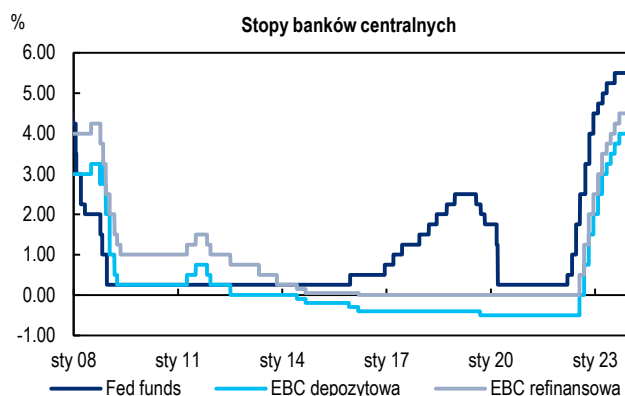


■ Z naszych szacunków wynika, że w październiku saldo na rachunku bieżącym zanotowało największą w tym roku nadwyżkę i wyniosło 2,446 mld EUR wobec 0,394 mld EUR we wrześniu. Pomimo widocznej znacznej poprawy w danych dotyczących handlu w 2023 roku, październikowa nadwyżka wynika raczej z czynników sezonowych niż poprawy panującego w ostatnich miesiącach trendu.

■ Uważamy, że dynamika eksportu ponownie mogła stać się dodatnia i po dwóch miesiącach spadków wreszcie wyniosła 0,8% r/r. Import prawdopodobnie również zanotował drobną poprawę, ale dynamika wciąż pozostała ujemna, wynosząc -7,8% r/r (wobec dwucyfrowych spadków we wrześniu i sierpniu). W związku z tym sądzimy, że bilans handlowy uległ niewielkiej poprawie z 0,801 mld EUR we wrześniu do 0,892 mld EUR w październiku.

Źródło: NBP, Haver, Citi Handlowy

Wykres 3. Na obniżki w strefie euro trzeba będzie poczekać



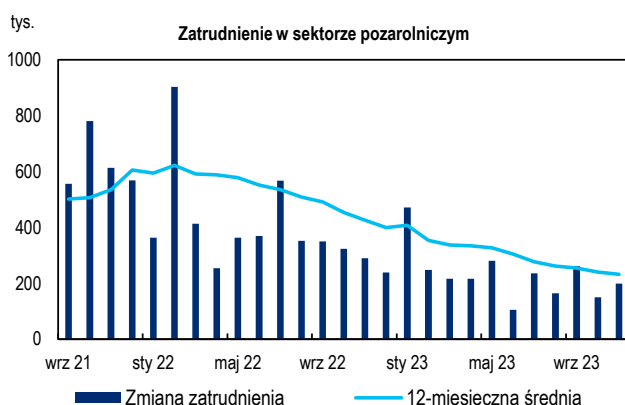
■ Europejski Bank Centralny prawdopodobnie poczeka z obniżkami stóp procentowych, aż powrót inflacji do celu stanie się pewny.

■ Zakładamy, że opóźni to rozpoczęcie cyklu obniżek stóp aż do czerwca, ale wówczas powrót do neutralnej stopy procentowej, której poziom szacujemy na 2%, zostałby szybko zakończony do końca 2025 roku. Połowa cięć miałaby miejsce jeszcze w drugiej połowie przyszłego roku o łącznie 100 punktów bazowych, sprowadzając stopę depozytową do poziomu 3%.

■ Jednakże głównymi determinantami momentu rozpoczęcia obniżek stóp przez EBC będą prawdopodobnie jego własne projekcje, które wskażą osiągnięcie celu inflacyjnego co najmniej do końca horyzontu prognozy. W tym sensie już nadchodzące grudniowe projekcje mogą kształtować rynkowe oczekiwania na dalsze decyzje EBC.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. W USA nadal gorąco na rynku pracy



■ W piątek poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy. W listopadzie liczba nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych wzrosła o 199 tys. wobec +150 tys. w październiku. Pomimo poprawy względem poprzedniego miesiąca wynik ten jest jednak wciąż poniżej 12-miesięcznej średniej wzrostu zatrudnienia na poziomie 233 tys.

■ Lepszy od oczekiwań okazał się wzrost wynagrodzeń godzinowych, wynosząc 0,4% m/m (wobec konsensusu rynkowego oraz prognozy Citi na poziomie 0,3% m/m). Równie pozytywnie zaskoczyła stopa bezrobocia, która obniżyła się z 3,9% w październiku do 3,7% w listopadzie. Wzrost zanotowała również stopa partycypacji, zwiększając się z poziomu 62,7% do 62,8%. Dane potwierdzają, że amerykański rynek pracy pozostaje rozgrzany, co przynajmniej częściowo łagodzi oczekiwania na szybkie obniżki stóp procentowych w USA. Najbliższe posiedzenie FOMC może dać wskazówki, kiedy mógłby nastąpić początek cyklu obniżek stóp procentowych w USA.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 gru WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XII	--	8,8	9,8
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	XI	0,1	0,1	0,0
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	XI	0,3	0,3	0,2
13 gru ŚRODA							
20:00	USA	Decyzja Fed	%	XII	5.25-5.5	5.25-5.5	5.25-5.5
14 gru CZWARTEK							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	X	2,446	1,618	0,394
14:15	EUR	Decyzja EBC (stopa depozytowa)	%	XII	4,00	4,00	4,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	222	220	220
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	-0,1	-0,1	-0,1
15 gru PIĄTEK							
3:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	7,0	5,7	4,6
3:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	13,0	12,5	7,6
9:30	DE	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	43,2	43,3	42,6
9:30	DE	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	49,2	50,2	49,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	44,6	44,9	44,2
10:00	EUR	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	48,9	49,1	48,7
10:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	XI	6,5	6,6	6,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-0,1	0,2	-0,6
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	49,2	49,5	49,4
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	50,6	50,8	50,8

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	800	866
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,983	2,127	2,288	2,338	2,631	3,078	3,364	3,610
PKB per capita (USD)	13,689	15,348	15,528	15,689	17,908	18,170	21,008	22,790
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	0,4	3,5
Inwestycje (% r/r)	1,6	12,6	6,2	-2,3	1,2	5,0	8,3	3,4
Konsumpcja (% r/r)	5,4	4,4	4,1	-1,5	5,8	2,0	0,9	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	6,3	4,4	3,5	-3,6	6,2	3,3	-0,4	4,8
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	6,4	4,4
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	4,3
Płace nominalne (% r/r)	5,9	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	12,1	10,5
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	5,75	5,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,84	5,27
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,55	5,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,47	3,76	3,79	3,77	4,04	4,38	3,87	4,30
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,30	4,51
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	0,8	-11,4	-1,4	14,6	-9,8	-20,6	1,6	-5,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	0,2	-1,9	-0,2	2,4	-1,4	-3,0	0,2	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	1,5	-6,1	-4,9	7,9	-9,0	-25,6	2,8	-2,3
Eksport	228,2	254,0	246,6	251,3	311,7	337,6	354,9	362,0
Import	226,6	260,1	251,5	243,4	320,7	363,2	352,1	364,2
Saldo usług	20,4	25,9	26,9	26,2	31,7	38,5	41,2	42,5
Saldo dochodów pierwotnych	-21,1	-22,6	-24,9	-22,8	-32,0	-31,3	-40,1	-43,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo sektora rządowego i samorządowego	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,7	-5,6	-5,8
Saldo pierwotne sektora	0,1	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-2,1	-3,7	-3,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,5	46,3	43,3	47,6	43,7	39,3	41,0	43,1

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.