

Citi Weekly

Nadchodzą obniżki stóp procentowych w strefie euro

- Podczas styczniowego posiedzenia Europejski Bank Centralny nie zdecydował się na zmiany stóp procentowych, w związku z czym stawka referencyjna wciąż wynosi 4,50% a depozytowa 4,00%. Pomimo braku zapowiedzi na temat terminu rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w strefie euro, po pierwszym tegorocznym spotkaniu ciężko nie odnieść wrażenia, że ten moment zbliża się wielkimi krokami.
- W komunikacie po decyzji podano, że EBC nadal uważa, że bieżący poziom stóp procentowych powinien wspierać osiągnięcie 2% celu inflacyjnego. Podczas konferencji prasowej Ch. Lagarde sugerowała, że jest jeszcze zbyt wcześnie na dyskusję o obniżkach stóp procentowych. Jednocześnie prezes EBC podkreśliła, że nie zmienia swojej opinii od czasu Forum Ekonomicznego w Davos, kiedy to sugerowała, że *latem* mogłoby dojść do obniżek stóp.
- W naszym odczuciu przerwanie konferencji prasowej było jednak zdecydowanie bardziej gołębnie niż mogłoby to sugerować komunikat EBC oraz brak dyskusji o łagodzeniu polityki pieniężnej wewnątrz Rady Prezesów. Taką ocenę wydają się potwierdzać notowania na rynku stóp procentowych, gdzie wzrosły oczekiwania na obniżkę stóp już w kwietniu, a do końca czerwca wycenione są stopy niższe niż obecnie o blisko 50 pb.
- W odniesieniu do inflacji prezes Lagarde powiedziała, że w zasadzie wszystkie wskaźniki wskazują na osłabienie trendów inflacyjnych. Ponadto dane inflacyjne w ostatnim czasie okazywały się niższe zarówno od oczekiwań EBC, jak i rynkowej mediany. Istotną rolę w decyzjach EBC miały odgrywać dane o zmianach płac w strefie euro, jednak oficjalne kwartalne szacunki znane są z dużym opóźnieniem. W czwartek prezes EBC sugerowała, że duży nacisk kładziony jest na monitorowanie wynagrodzeń w czasie rzeczywistym. Naszym zdaniem oznacza to, że decydenci nie będą koniecznie czekali z obniżkami na potwierdzenie normalizacji sytuacji na rynku pracy w oficjalnych danych.
- Uważamy, że łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro rozpocznie się w czerwcu, jednak ryzyka skierowane są w stronę jeszcze wcześniejszego startu cyklu. W przypadku niższych od prognoz odczytów inflacyjnych obniżka stóp już w kwietniu jest według nas możliwa. Zakładamy, że marcowe posiedzenie nie przyniesie początku łagodzenia polityki EBC i raczej zostanie wykorzystane na przygotowanie rynku na działania w kolejnych miesiącach.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciolek, CFA

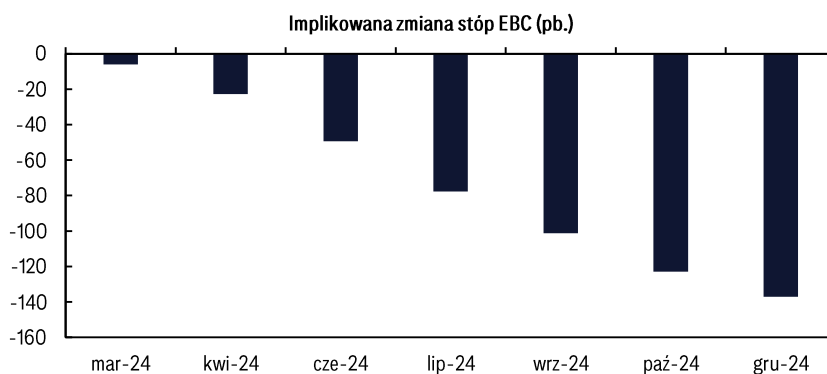
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroczka

zuzanna.mroczka@citi.com

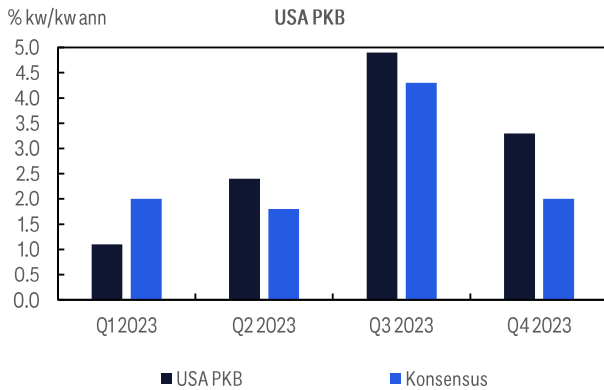
Wykres 1. Rynkowa wycena wskazuje na obniżki stóp procentowych w strefie euro już w pierwszej połowie tego roku



Źródło: Citi Handlowy, Refinitiv

Tydzień w wykresach

Wykres 2. W Stanach wzrost gospodarczy po raz kolejny zaskoczył pozytywnie

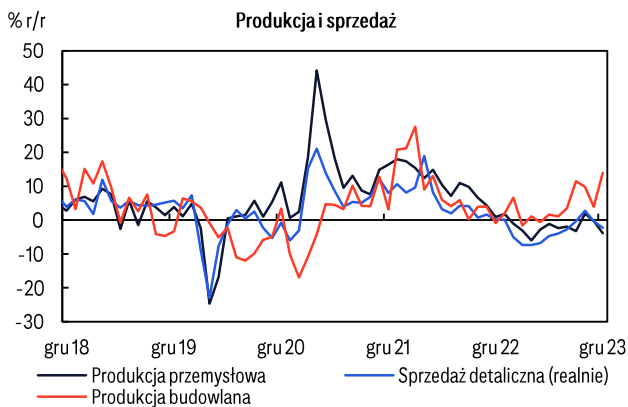


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Dane o amerykańskim PKB po raz kolejny okazały się pozytywnym zaskoczeniem. Amerykańska gospodarka w Q4 2023 wzrosła o 3,3% kw/kw (w ujęciu zannualizowanym) wobec oczekiwań na poziomie 2%.

- Dane z USA wskazują, że scenariusz twardego lądowania może się nie zrealizować, jednak warto zaznaczyć, że szczegóły odczytu PKB napawają tylko umiarkowanym optymizmem. Zaskoczenie w relacji do konsensusu wynikało przede wszystkim z większej kontrybucji ze strony wydatków publicznych, zapasów oraz eksportu netto. Wkład konsumpcji prywatnej był bliski oczekiwaniom rynkowym, a to według nas będzie czynnikiem odzwierciedlający trendy w aktywności gospodarczej. Łagodniejsze warunki finansowe (wynikające głównie z niższych stóp procentowych) mogą nie wystarczyć, aby zniwelować wpływ pogorszenia sytuacji na rynku pracy na popyt konsumpcyjny.

Wykres 3. Mieszane dane o aktywności w Polsce



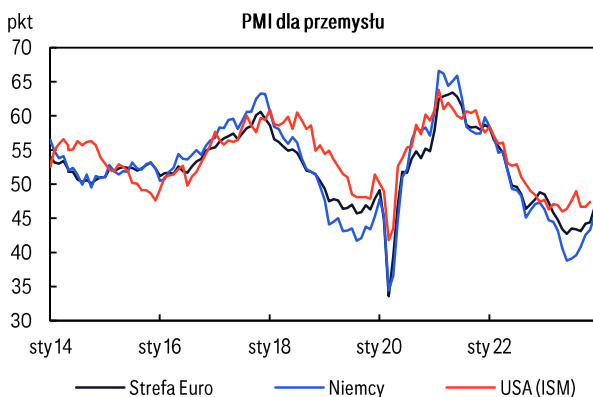
Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy

- Grudniowe dane dotyczące aktywności gospodarczej w kraju okazały się mieszane. Zdecydowanie pozytywną niespodzianką były odczyty dotyczące produkcji. Produkcja przemysłowa zmniejszyła się zaledwie o 3,9% r/r wobec oczekiwanego spadku o 5%, a produkcja budowlano-montażowa wzrosła aż o 14% r/r.

- Rozczarowujący okazał się wzrost wynagrodzeń o zaledwie 9,6% r/r, który przerwał passę dwucyfrowego wzrostu na koniec roku. By jednak móc ocenić, czy żądania płacowe rzeczywiście są słabną, wolimy poczekać na publikacje za styczeń i luty.

- Poniżej oczekiwań wypadła również sprzedaż detaliczna, która obniżyła się o 2,3% r/r (konsensus: +1,5%). Odczyt ten okazał się niemałym zaskoczeniem biorąc pod uwagę rosnące płace realne. Spodziewamy się jednak, że odbicie konsumpcji prywatnej uwidoczni się w danych na początku 2024 r.

Wykres 4. Recesyjna strefa euro



Źródło: S&P Global, Citi Handlowy

- W środę poznaliśmy dane dotyczące wstępnych wskaźników PMI. W strefie euro pozytywnym zaskoczeniem okazał się indeks przemysłowy, który wzrósł z 44,4 pkt. w grudniu do 46,6 pkt. w styczniu (wobec oczekiwań na poziomie 44,6). Nieco gorzej mają się usługi, których indeks spadł z 48,8 do 48,4 pkt. Oba odczyty nadal znajdują się poniżej poziomu 50 pkt, czyli punktu neutralnego, zatem nawet pomimo poprawy indeksu przemysłowego nie ma powodów do przedwczesnej radości.

- Znacznie lepiej sytuacja prezentuje się w Stanach Zjednoczonych, dla których styczeń był miesiącem poprawy wskaźników. Oba indeksy na ten moment znajdują się już powyżej wcześniej wspomnianej granicy. Indeks usługowy wzrósł z 51,4 pkt w grudniu do 52,9 pkt w styczniu, a przemysłowy z 47,9 pkt do 50,3 pkt.

Kalendarz ekonomiczny

| Godz. Publikacji | Kraj | Informacja | Jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|------------------------|------|--|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| 30 sty WTOREK | | | | | | | |
| 9:00 | CZ | PKB - wstępny odczyt | % r/r | 4Q | -- | -- | -0,8 |
| 10:00 | DE | PKB - wstępny odczyt | % kw/kw | 4Q | -- | -0,3 | -0,1 |
| 11:00 | EUR | PKB - wstępny odczyt | % kw/kw | 4Q | -0,2 | -0,1 | -0,1 |
| 14:00 | HU | Decyzja MNB | % | I | 9,75 | -- | 10,75 |
| 15:00 | USA | Liczba otwartych stanowisk pracy JOLTS | mln | XII | 8,825 | -- | 8,790 |
| 16:00 | USA | Zaufanie konsumentów | pkt | I | 116,1 | 111,6 | 110,7 |
| 31 sty ŚRODA | | | | | | | |
| 8:00 | DE | Sprzedaż detaliczna | % m/m | XII | -2,1 | 0,6 | -2,5 |
| 8:30 | HU | Inflacja PPI | % r/r | XII | -- | -- | -6,6 |
| 10:00 | PL | PKB w ujęciu rocznym | % r/r | 2023 | 0,6 | -- | 5,1 |
| 14:00 | DE | Inflacja CPI - odczyt wstępny | % r/r | I | 2,8 | 3,0 | 3,7 |
| 20:00 | USA | Decyzja Fed | % | I | 5,50 | 5,50 | 5,50 |
| 01 lut CZWARTEK | | | | | | | |
| 9:00 | PL | PMI dla przemysłu | pkt | I | -- | -- | 47,4 |
| 9:00 | HU | PMI dla przemysłu | pkt | I | -- | -- | 52,8 |
| 9:30 | CZ | PMI dla przemysłu | pkt | I | -- | -- | 41,8 |
| 9:55 | DE | PMI dla przemysłu - finalny | pkt | I | -- | 45,4 | 45,4 |
| 10:00 | EUR | PMI dla przemysłu - finalny | pkt | I | 46,6 | 46,6 | 46,6 |
| 11:00 | EUR | Inflacja HICP - odczyt wstępny | % r/r | I | 2,6 | 2,7 | 2,9 |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg. | 216 | -- | 214 |
| 15:45 | USA | PMI dla przemysłu - finalny | pkt | I | -- | -- | 50,3 |
| 16:00 | USA | ISM dla przemysłu | pkt | I | 47,0 | 47,3 | 47,4 |
| 02 lut PIĄTEK | | | | | | | |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem | tys. | I | 240 | 168 | 216 |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia | % | I | 3,9 | 3,8 | 3,7 |
| 14:30 | USA | Płaca godzinowa | % m/m | I | 0,3 | 0,3 | 0,4 |
| 16:00 | USA | Zamówienia fabryczne | % m/m | XII | -- | 0,5 | 2,6 |
| 16:00 | USA | Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny | pkt | I | -- | 78,8 | 78,8 |

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

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Najważniejsze wskaźniki | | | | | | | | |
| Nominalny PKB (mld USD) | 590 | 596 | 600 | 682 | 692 | 802 | 870 | 971 |
| Nominalny PKB (mld PLN) | 2,127 | 2,288 | 2,338 | 2,631 | 3,078 | 3,372 | 3,617 | 3,905 |
| PKB per capita (USD) | 15,348 | 15,528 | 15,689 | 17,908 | 18,170 | 21,083 | 22,896 | 25,546 |
| Populacja (mln) | 38,4 | 38,4 | 38,3 | 38,1 | 38,1 | 38,1 | 38,0 | 38,0 |
| Stopa bezrobocia (%) | 5,8 | 5,2 | 6,3 | 5,4 | 5,2 | 5,2 | 5,4 | 5,3 |
| Aktywność ekonomiczna | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (% r/r) | 5,9 | 4,4 | -2,0 | 6,9 | 5,1 | 0,6 | 3,5 | 3,3 |
| Inwestycje (% r/r) | 12,6 | 6,2 | -2,3 | 1,2 | 5,0 | 8,1 | 2,1 | 5,8 |
| Spożycie ogółem (% r/r) | 4,4 | 4,1 | -1,5 | 5,8 | 2,0 | 1,3 | 5,1 | 2,9 |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r) | 4,4 | 3,5 | -3,6 | 6,2 | 3,3 | 0,1 | 5,6 | 3,0 |
| Eksport (% r/r) | 6,8 | 5,3 | -1,1 | 12,3 | 6,2 | -4,0 | 1,0 | 6,8 |
| Import (% r/r) | 7,5 | 3,2 | -2,4 | 16,1 | 6,2 | -11,7 | 1,5 | 6,6 |
| Ceny, pieniądź i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | 1,1 | 3,4 | 2,4 | 8,6 | 16,6 | 6,2 | 5,1 | 4,8 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 1,6 | 2,3 | 3,4 | 5,1 | 14,3 | 11,5 | 4,3 | 5,6 |
| Płace nominalne (% r/r) | 7,1 | 6,5 | 4,7 | 8,8 | 13,0 | 12,1 | 10,5 | 6,2 |
| Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r) | 7,4 | 4,7 | 4,7 | 5,3 | 1,2 | 2,5 | 5,0 | 5,0 |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 1,50 | 1,50 | 0,10 | 1,75 | 6,75 | 5,75 | 5,25 | 4,00 |
| WIBOR3M (% koniec okresu) | 1,72 | 1,71 | 0,21 | 2,51 | 7,02 | 5,88 | 5,26 | 4,13 |
| Rentowność obligacji 10-letnich | 2,81 | 2,07 | 1,25 | 3,71 | 6,88 | 5,24 | 5,10 | 5,00 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 3,76 | 3,79 | 3,77 | 4,04 | 4,38 | 3,93 | 4,25 | 3,81 |
| USD/PLN (Średnia) | 3,61 | 3,84 | 3,89 | 3,86 | 4,45 | 4,20 | 4,16 | 4,02 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 4,30 | 4,26 | 4,61 | 4,60 | 4,69 | 4,34 | 4,47 | 4,55 |
| EUR/PLN (Średnia) | 4,26 | 4,30 | 4,44 | 4,57 | 4,69 | 4,54 | 4,42 | 4,51 |
| Bilans płatniczy (mld USD) | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | -11,4 | -1,4 | 14,6 | -8,8 | -16,6 | 14,5 | -2,0 | -6,2 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -1,9 | -0,2 | 2,4 | -1,3 | -2,4 | 1,8 | -0,2 | -0,6 |
| Saldo handlu zagranicznego | -6,1 | -4,9 | 7,9 | -9,1 | -25,6 | 10,2 | -1,7 | -3,7 |
| Eksport | 254,0 | 246,6 | 251,3 | 311,7 | 339,5 | 366,8 | 378,0 | 410,6 |
| Import | 260,1 | 251,5 | 243,4 | 320,7 | 365,1 | 356,6 | 379,6 | 414,4 |
| Saldo usług | 25,9 | 26,9 | 26,2 | 31,7 | 38,5 | 40,8 | 40,6 | 42,5 |
| Saldo dochodów | -22,6 | -24,9 | -22,8 | -30,9 | -27,2 | -33,5 | -37,4 | -40,6 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -0,2 | -0,7 | -6,9 | -1,8 | -3,7 | -5,6 | -5,8 | -5,1 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicz. | 1,2 | 0,6 | -5,6 | -0,7 | -2,1 | -3,7 | -3,4 | -2,3 |
| Dług publiczny (polska metodologia) | 46,3 | 43,3 | 47,6 | 43,7 | 39,3 | 40,9 | 43,0 | 43,9 |

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 Trzciołek, CFA

Starszy Ekonomista

+48 (22) 657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

Zuzanna Mroccka

Stażystka

zuzanna.mroccka@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymaniem 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 tożsamych 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.