

CitiWeekly

Moment próby

- Najbardziej wyczekiwany krajowymi danymi w ostatnich tygodniach była inflacja za sierpień, a zainteresowanie budziło głównie to, czy okaże się ona niższa od 10%. Ostatecznie wzrost cen pozostał na poziomach dwucyfrowych i wyniósł 10,1%, podczas gdy prognozy ekonomistów kształtowały się na poziomie 9,9% (nasz szacunek: 10,15%).
- Szczegóły stojące za tym wynikiem trudno uznać za zaskakujące. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, za spadkiem inflacji stały przede wszystkim ceny żywności i energii, co było głównie zasługą bardzo wysokiej bazy odniesienia. Również inflacja bazowa obniżyła się, ale w ujęciu miesięcznym – po odsezonowaniu - wzrost cen oscylował w okolicach 0,5-0,6% m/m i był wciąż dwu-trzykrotnie wyższy niż poziom spójny z celem banku centralnego. W sumie nic nowego - dezinflacja trwa, ale na razie wzrosty cen pozostają nieakceptowanie wysokie.
- Z punktu widzenia ekonomii nie ma nic szczególnego w tym, czy inflacja ukształtuje się powyżej, czy poniżej 10%. Mimo to sierpniowe dane przyciągały uwagę obserwatorów, głównie dlatego, że w ostatnich miesiącach prezes NBP wskazywał spadek inflacji do poziomów jednocyfrowych jako warunek, który otworzy przestrzeń do cięć stóp procentowych. Podchodząc dosłownie do wcześniejszych zapowiedzi, warunek sformułowany przez przedstawicieli banku centralnego nie został jeszcze spełniony. W związku z tym RPP, kierująca się swoimi zapowiedziami, „powinna” na zaplanowanym na środę posiedzeniu utrzymać stopy bez zmian.
- Biorąc pod uwagę wciąż dwucyfrowy poziom inflacji w sierpniu, w naszym podstawowym scenariuszu faktycznie zakładamy, że tym razem stopy procentowe pozostaną bez zmian. Niemniej uważamy, że wrześniowe posiedzenie jest jednym z tych stosunkowo rzadkich posiedzeń, kiedy ryzyko zmiany stóp jest bliskie 50-50. Wiele sygnałów płynących ze strony RPP sugeruje, że Rada chce szybko rozpocząć cykl obniżek, a dostępne prognozy sugerują, że CPI spadnie do około 9% (lub poniżej tego poziomu) już za miesiąc.
- Dla wzrostu gospodarczego i inflacji nie ma większego znaczenia, czy do pierwszej obniżki dojdzie we wrześniu, czy październiku. Niemniej dla wielu obserwatorów decyzja Rady będzie ważnym i ciekawym wydarzeniem. Pokaże ona na ile RPP zależy na wzmocnieniu swojej wiarygodności i przekonaniu uczestników rynku aby przywiązywali wagę do przyszłych zapowiedzi RPP.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Arkadiusz Trzciotek, CFA

+48-22-657-7750
arkadiusz.trzciotek@citi.com

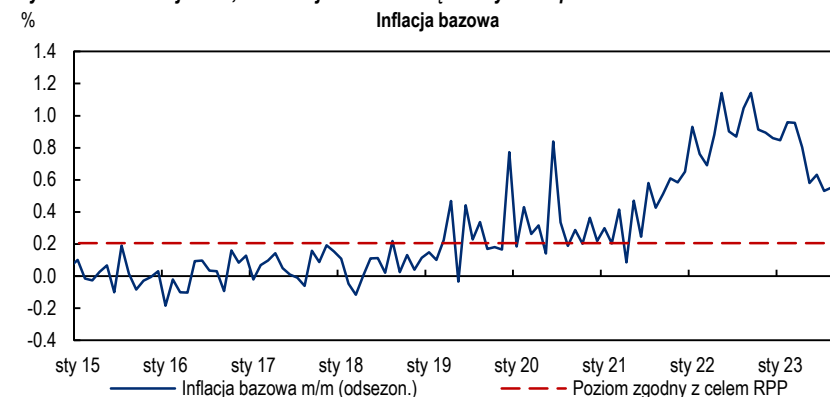
Zuzanna Mroccka

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 23	4,50	4,09	5,23	1,10	6,75	2,45	3,85
III KW 24	4,53	3,91	5,15	1,16	5,50	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. Dezinflacja trwa, ale inflacja bazowa wciąż na wysokim poziomie.



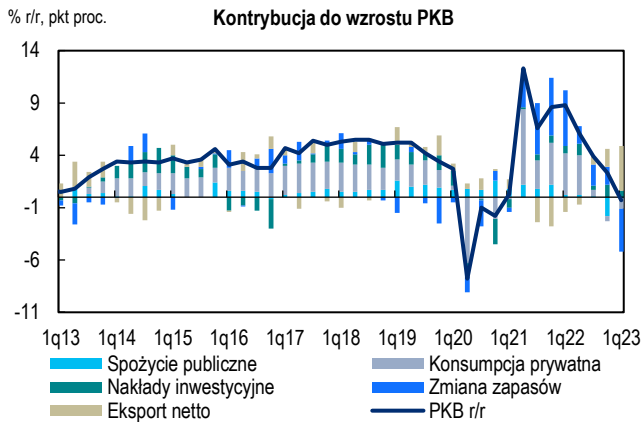
Źródło: MF, szacunki Citi Handlowy

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. PKB niżej niż wstępny odczyt



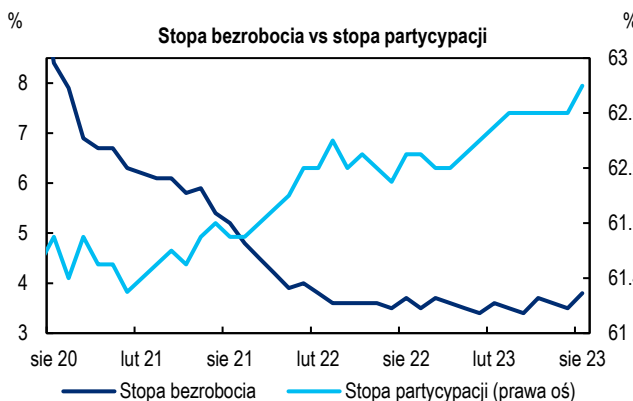
■ Produkt Krajowy Brutto w II kwartale 2023 r. zmniejszył się realnie o 0,6% r/r, wobec wzrostu o 1,6% r/r kwartał wcześniej. Wynik został lekko zrewidowany w stosunku do -0,5% we wstępnym odczycie.

■ Szczegółowe rozbięcie danych wskazuje, że przyczyną zmniejszenia się PKB był spadek popytu krajowego o 4,1% r/r, na co złożyła się słabość zarówno spożycia, jak i akumulacji. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zmniejszyło się o 2,7% r/r. Pozytywnym aspektem okazały się jednak inwestycje, które wzrosły 7,9% r/r wobec 5,5% r/r kwartał wcześniej.

■ W ujęciu kwartalnym, PKB wyrównany sezonowo zmniejszył się o 2,2% kw/kw wobec wstępnego odczytu na poziomie -3,7% kw/kw. GUS dokonał również rewizji danych za poprzednie kwartały przez co charakteryzują się one obecnie nieco mniejszą zmiennością.

Źródło: Haver, GUS, Citi Handlowy

Wykres 3. Słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy

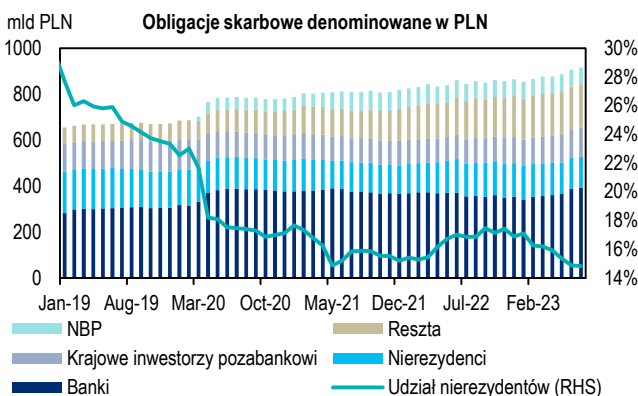


■ W piątek poznaliśmy dane z amerykańskiego rynku pracy za sierpień. Dość wysoka okazała się stopa bezrobocia, która wyniosła 3,8% (czyli powyżej konsensusu i wartości z lipca na poziomie 3,5%) przy wyższej niż miesiąc wcześniej stopie aktywności (wzrost z 62,6% do 62,8%). Niższy niż konsensus okazał się również wzrost wynagrodzeń godzinowych, który wyniósł 0,2% m/m. Z kolei liczba nowych miejsc pracy była powyżej oczekiwań i wyniosła 187 tys., wobec 157 tys. miesiąc wcześniej (przed korektą 187 tys.).

■ Odczyty za sierpień mogą być początkiem [normalizacji](#) na amerykańskim rynku pracy. Po opublikowaniu danych, oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez Fed zmniejszyły się i obecnie kontrakty pochodne na listopad sugerują wzrost stóp o 9 pb, wobec 12 pb przed piątkową publikacją.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Wykres 4. Nierezydenci umiarkowanie zainteresowani polskimi obligacjami



■ W lipcu nierezydenci nieznacznie zwiększyli swoje złotowe portfele obligacji skarbowych (o 1,1 mld PLN), jednak ich udział w instrumentach dłużnych emitowanych przez Skarb Państwa spadł do 14,8% z 14,9% w czerwcu.

■ Jak wskazywaliśmy w [analizie zaangażowania nierezydentów](#) w obligacjach krajów Europy Środkowo-Wschodniej, inwestorzy zagraniczni preferują emisje polskich obligacji denominowanych w walutach obcych nad złotowymi. Ostatnie dane wpisują się w ten trend.

■ W przyszłym roku aktywność inwestorów zagranicznych będzie kluczowa dla finansowania deficytu w związku z silnym [wzrostem potrzeb pożyczkowych](#) do 420 mld PLN brutto. Ministerstwo Finansów zamierza zwiększyć emisje zarówno papierów denominowanych w złotym jak i walutach obcych.

Źródło: Haver, Citi Handlowy, Ministerstwo Finansów

Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
05 wrz WTOREK							
09:55	DE	PMI dla usług (finalny)	pkt	VIII	--	47,3	47,3
10:00	EUR	PMI dla usług (finalny)	pkt	VIII	48,3	48,3	48,3
16:00	USA	Zamówienia na dobra trwałe (finalny)	% m/m	VII	--	-5,2	-5,2
06 wrz ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	IX	6,75	6,5	6,75
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	-4,5	-4,0	7,0
08:30	HU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	-7,6	--	-8,3
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	1,7	--	0,9
15:45	USA	PMI dla usług (finalny)	pkt	VIII	--	51,2	51,0
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	53,0	52,5	52,7
07 wrz CZWARTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,3	-0,6	-1,5
08:30	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	-7,0	--	-3,8
09:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	-2,7	--	-4,1
11:00	EUR	Rewizja PKB	% kw/kw	2Q	0,3	0,3	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	235	234	228
08 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Inflacja CPI - finalny odczyt	% r/r	VIII	6,1	6,1	6,2
08:30	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	16,4	--	17,6

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	6,7	5,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,7	5,7
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	4,51	4,53
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 Trzciołek, 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 twórcą 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.