

16 grudnia 2024 | 5 stron

## Citi Weekly

### Luźniejsza polityka na koniec roku

- Podczas grudniowego posiedzenia Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami zdecydował się na obniżkę stóp procentowych o 25 pb. Na podobny krok podczas zaplanowanego na 18 grudnia spotkania powinien zdecydować się amerykański Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC).
- Decydenci w strefie euro oprócz obniżki stóp procentowych usunęli z komunikatu stwierdzenie mówiące, że polityka pieniężna powinna pozostawać restrykcyjna tak długo jak będzie to potrzebne, aby osiągnąć 2% cel inflacyjny w średnim terminie. EBC nie zasygnalizował jednak potrzeby mocniejszego złagodzenia dotychczas restrykcyjnej polityki, co w naszym odczuciu oznacza, że przynajmniej w krótkim terminie będą kontynuowane obniżki po 25 pb.
- Brak bardziej zdecydowanej komunikacji w strefie euro może być zastanawiający biorąc pod uwagę projekcje makroekonomiczne przedstawione przez EBC. W założeniach analityków EBC zarówno inflacja łączna, jak i bazowa utrzymują się blisko 2% celu w horyzoncie prognozy do 2027 roku. Założenia banku centralnego wskazują na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2026 roku do 1,4% z 1,1% w 2025, co jednak stanowi optymistyczne założenie wobec rynkowego konsensusu zakładającego wzrost o zaledwie 0,1 pp do 1,2% w 2026.
- W tym tygodniu posiedzenie FOMC będzie wieńczyło napięty kalendarz banków centralnych w końcówce roku. Biorąc pod uwagę ostatnie dane z rynku pracy oraz o inflacji, oczekujemy, że stopa funduszy federalnych zostanie obniżona o 25 pb do przedziału 4,25%-4,50%. Taki ruch byłby zgodny z bieżącą wyceną rynkową na podstawie notowań instrumentów pochodnych.
- Zakładamy, że w przyszłym roku zarówno EBC jak i FOMC będą kontynuować cykl obniżek stóp procentowych. Rynkowe wyceny wskazują obecnie, że w strefie euro stopy zostaną obniżone o kolejne 150 pb, natomiast w USA zmiana (zakładając, że grudniowa obniżka dojdzie do skutku) miałyby wynieść zaledwie 50 pb. Nasz scenariusz dotyczący działań EBC jest zbieżny z rynkowymi oczekiwaniami, gdyż bilans ryzyk jest naszym zdaniem przesunięty w negatywną stronę. Z kolei ze strony FOMC widzimy pole do obniżek nawet w skali 125 pb. Dalsze poluzowanie sytuacji na rynku pracy w połączeniu z zejściem inflacji w stronę 2% powinno tworzyć środowisko, w którym obniżki stóp procentowych będą możliwe. Czynnikiem, który może ograniczać rynkowe oczekiwania na obniżki jest niepewność dotycząca polityki handlowej USA.

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Arkadiusz Trzciolek, CFA**

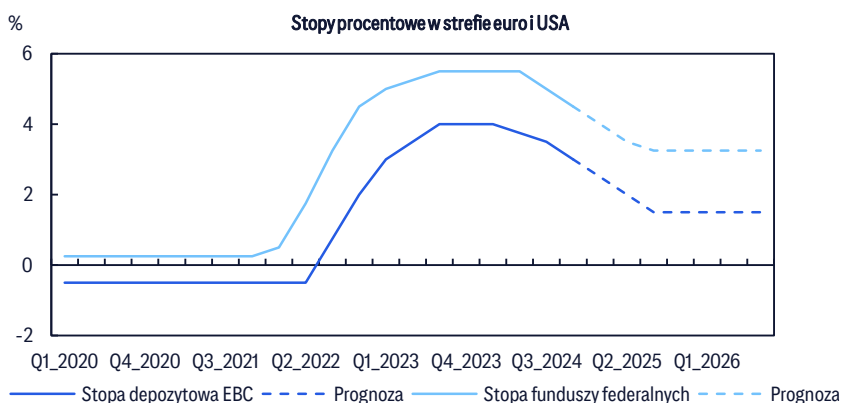
+48-22-657-7750

arkadiusz.trzciolek@citi.com

**Aleksandra Siuzdak**

aleksandra.siuzdak@citi.com

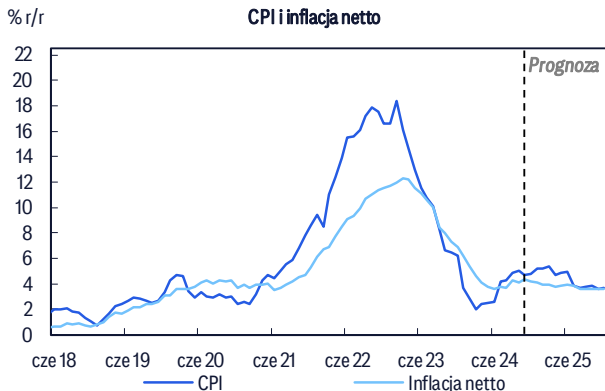
**Wykres 1. EBC obniżył stopy o 25pb, a w tym tygodniu na podobny krok może zdecydować się Fed**



Źródło: prognozy Citi, EBC, Fed

## Tydzień w wykresach

Wykres 2. Inflacja chwilowo poniżej 5%

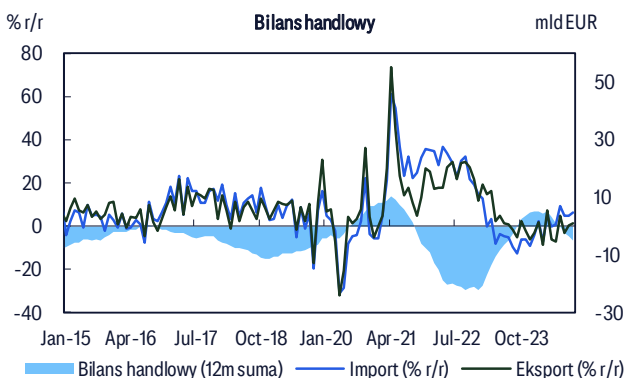


Źródło: Citi Handlowy, GUS, NBP

- Inflacja w listopadzie spadła do 4,7% r/r wobec 5% r/r w październiku. Nieco wyższy odczyt od wstępnego (rewizja w górę o 0,1 pp) niewiele zmienia w kontekście naszych oczekiwań co do dalszej trajektorii inflacji. Spodziewamy się, że wskaźnik CPI osiągnie szczyt nieco powyżej 5% w marcu 2025 roku, a następnie zacznie się obniżać, zbliżając się do 3,5% w końcówce przyszłego roku.

- Jeżeli chodzi o inflację bazową, dane wskazują na jej uporczywie podwyższony poziom – z naszych szacunków wynika, że w listopadzie wyniosła 4,2% r/r, a w odsezonowanym ujęciu prawie 0,4% m/m (średnia trzymiesięczna). Do wysokiej inflacji bazowej niezmiennie przyczynia się wzrost cen usług (7,2% r/r w listopadzie), wspierany przez wciąż silną dynamikę płac.

Wykres 3. Na C/A tym razem nadwyżka



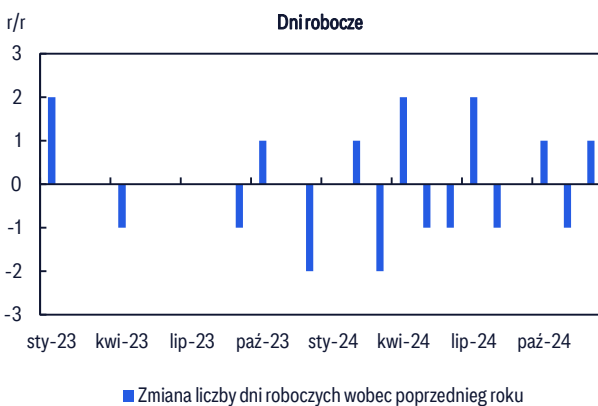
Źródło: Citi Handlowy, NBP

- W październiku saldo na rachunku obrotów bieżących (C/A) było dodatnie i wyniosło 1064 mln EUR wobec -1434 mln EUR we wrześniu. Odczyt ten okazał się wyższy od naszych oczekiwań (+602 mln EUR) oraz konsensusu rynkowego (-200 mln EUR).

- Rachunek obrotów towarowych wciąż pozostaje w deficycie - wartość eksportu wzrosła zaledwie o 1,5% r/r, natomiast wartość importu zwiększyła się o 6,6% r/r (wobec odpowiednio 0,5% i 5,1% r/r we wrześniu), przekładając się na deficyt handlowy na poziomie 740 mln EUR.

- Według NBP, dynamika obrotów towarowych pozostaje osłabiona z powodu niskiej aktywności w zarówno w krajowej gospodarce jak i u głównych partnerów handlowych Polski.

Wykres 4. Kalendarz wpływa negatywnie na roczne dynamiki



Źródło: Citi Handlowy

- Listopadowe dane o aktywności gospodarczej w Polsce, które zostaną opublikowane w bieżącym tygodniu, będą obciążone negatywnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych niż w roku ubiegłym. Powyższy efekt będzie szczególnie widoczny w przypadku produkcji przemysłowej. Oczekujemy jej spadku o 2% r/r wobec wzrostu o 4,7% w październiku. Ponadto, dane dotyczące gospodarek głównych partnerów handlowych Polski nie wskazują na zwiększenie popytu na dobra przemysłowe.

- W przypadku sprzedaży detalicznej zakładamy tylko niewielkie obniżenie tempa wzrostu do 1,1% r/r z 1,3% w październiku. Widzimy pole do dalszego odreagowania sprzedaży po słabym wyniku we wrześniu. Jeżeli chodzi o płace, naszym zdaniem wyhamowały one do 9,4% r/r (z 10,2% w październiku), co byłoby zgodne z obserwowanym w ostatnich miesiącach trendem. Ponadto wypłaty „barbórek” w górnictwie prawdopodobnie przypadły w większości na grudzień.

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>16 gru</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	XI	4,2	--	4,1
15:45	USA	PMI dla usług - odczyt wstępny	pkt	XII	55,1	--	56,1
15:45	USA	PMI dla przemysłu - odczyt wstępny	pkt	XII	49,4	--	49,7
<b>17 gru</b> <b>WTOREK</b>							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	XII	86	85,6	85,7
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XII	7,0	6,4	7,4
14:00	HU	Decyzja MNB	%	XII	6,5	6,5	6,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	0,5	0,5	0,4
<b>18 gru</b> <b>ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP - odczyt finalny	% r/r	XI	2,3	2,3	2,0
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	mln	XI	1,338	1,345	1,311
14:30	USA	Pozwolenia na budowę domów	mln	XI	1,427	1,428	1,416
20:00	USA	Decyzja Fed	%	XII	4,25-4,5	4,25-4,5	4,5-4,75
<b>19 gru</b> <b>CZWARTEK</b>							
10:00	PL	Płace	% r/r	XI	9,4	--	10,2
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	XI	-11,6	--	-9,6
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-2	--	4,7
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XI	-0,5	--	-0,5
10:00	PL	Inflacja PPI	% r/r	XI	--	--	-5,2
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII	--	--	-5,5
14:30	CZ	Decyzja CNB	%	XII	4	4	4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	230	--	242
14:30	USA	PKB - odczyt finalny	% kw/kw	Q3	--	2,8	2,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XI	4,10	4,10	3,96
<b>20 gru</b> <b>PIĄTEK</b>							
08:00	DE	Inflacja PPI	% r/r	XI	-0,4	-0,3	-1,1
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	1,1	--	1,3
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	XI	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Deflator bazowy PCE	% m/m	XI	0,2	0,2	0,3
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	XI	0,5	0,4	0,6
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	XI	0,5	0,5	0,4
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów - odczyt wstępny	pkt	XII	-13,7	-14	-13,7
16:00	USA	Indeks Uniwersytetu Michigan - finalny	pkt	XII	--	74	71,8

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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	590	596	600	682	690	809	899	936
Nominalny PKB (mld PLN)	2127	2288	2338	2631	3067	3396	3594	3871
PKB per capita (USD)	15348	15528	15761	17990	18268	21487	23952	25020
Populacja (mln)	38,4	38,4	38,1	37,9	37,8	37,6	37,5	37,4
Stopa bezrobocia (%)	5,8	5,2	6,8	5,8	5,2	5,1	4,9	5,0
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,9	4,4	-2,0	6,9	5,3	0,1	2,5	3,8
Inwestycje (% r/r)	12,6	6,2	-2,3	1,5	1,7	12,6	0,8	7,9
Spożycie ogółem (% r/r)	4,4	4,1	-1,5	5,9	4,0	0,7	4,0	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,4	3,5	-3,6	6,2	5,0	-0,3	3,0	3,5
Eksport (% r/r)	6,8	5,3	-1,1	12,3	7,4	3,7	1,2	4,3
Import (% r/r)	7,5	3,2	-2,4	16,3	6,8	-1,5	3,5	5,1
<b>Ceny, pieniądz i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	1,1	3,4	2,4	8,6	16,6	6,2	4,8	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3	11,5	3,6	4,4
Płace nominalne (% r/r)	7,1	6,5	4,7	8,8	13,0	11,9	11,0	8,4
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,7	4,7	5,3	1,2	-0,3	3,3	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	0,10	1,75	6,75	5,75	5,75	4,75
WIBOR3M (% koniec okresu)	1,72	1,71	0,21	2,51	7,02	5,88	5,88	4,76
Rentowność obligacji 10-letnich	2,81	2,07	1,25	3,71	6,88	5,25	5,40	4,90
USD/PLN (Koniec okresu)	3,76	3,79	3,77	4,04	4,39	3,94	4,16	4,11
USD/PLN (Średnia)	3,61	3,84	3,89	3,86	4,45	4,20	4,00	4,14
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,30	4,26	4,61	4,60	4,69	4,35	4,30	4,32
EUR/PLN (Średnia)	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69	4,54	4,30	4,32
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-13,4	-1,6	16,9	-10,1	-17,6	13,7	3,4	-2,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,3	-0,3	2,8	-1,5	-2,6	1,7	0,4	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-6,1	-5,5	9,2	-10,4	-26,9	7,3	1,7	-2,2
Eksport	254,0	276,1	287,6	368,4	357,0	390,7	402,3	427,1
Import	260,1	281,6	278,4	378,8	383,9	383,5	400,6	429,3
Saldo usług	25,9	30,2	29,9	37,5	40,4	46,4	47,3	48,5
Saldo dochodów	-22,6	-27,9	-26,0	-36,6	-28,7	-36,9	-42,0	-44,5
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-0,2	-0,7	-6,9	-1,8	-3,5	-5,3	-5,8	-6,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	1,2	0,6	-5,6	-0,7	-1,9	-3,0	-3,4	-3,4
Dług publiczny (polska metodologia)	46,3	43,3	47,6	43,7	39,4	38,9	43,3	47,6

Źródło: Dane GUS, NBP, Reuters; Prognozy Citi Handlowy

## Biuro Głównego Ekonomisty

### Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej  
+48 (22) 692-9633  
[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

### Arkadiusz Trzciółek, CFA

Starszy Ekonomista  
+48 (22) 657-7750  
[arkadiusz.trzciolok@citi.com](mailto:arkadiusz.trzciolok@citi.com)

### Aleksandra Siuzdak

Stażystka  
[aleksandra.siuzdak@citi.com](mailto:aleksandra.siuzdak@citi.com)

## Citi Handlowy

Senatorska 16, 00-923 Warszawa, Polska

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[poland.research@citi.com](mailto: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 jedynego 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 tożsamy 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,