

CitiWeekly

Mniej podwyżek pomimo inflacji

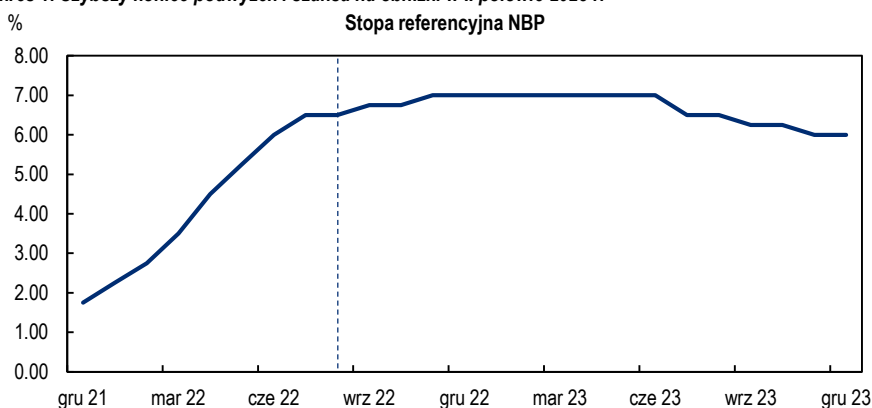
- Od przynajmniej dwóch miesięcy przedstawiciele Rady Polityki Pieniężnej, w tym szef banku centralnego, coraz głośniej mówią o zbliżającym się końcu cyklu podwyżek stóp procentowych. Perspektywa recesji w bieżącym roku, choć naszym zdaniem niezbyt zaskakująca, wydaje się wywierać duży wpływ na gotowość RPP do dalszych kroków. Dlatego nie czekając nawet na zaplanowane na ten tydzień dane o PKB zdecydowaliśmy się na korektę prognoz stóp procentowych, aby dostosować je do zmieniającej się retoryki Rady.
- Biorąc pod uwagę oznaki słabnącej aktywności gospodarczej, do końca roku spodziewamy się jeszcze dwóch podwyżek stóp procentowych - we wrześniu i listopadzie, po 25 pb każda. W ten sposób RPP zakończyłaby cykl zacieśnienia polityki pieniężnej ze stopą referencyjną na poziomie 7% (wobec 7,5% przed korektą).
- Taki poziom stopy NBP wydaje się niski, szczególnie w porównaniu z perspektywą pozostawania inflacji na poziomach dwucyfrowych przez kolejne dwanaście miesięcy. Niemniej wypowiedzi niektórych członków RPP sugerują, że są oni gotowi zaakceptować długi okres powrotu inflacji do celu, próbując jednocześnie uniknąć silnego wzrostu bezrobocia. Nie pozostaje nam nic innego, jak uwzględnić ten fakt w prognozach.
- Bazowy scenariusz zakłada, że po osiągnięciu 7% stopa referencyjna utrzyma się na tym poziomie przynajmniej do połowy 2023 r. W drugiej połowie przyszłego roku, jeżeli dynamika PKB pozostanie niska, Rada może wręcz rozpocząć cykl luzowania polityki pieniężnej. Byłby on jednak zdecydowanie wolniejszy niż dotychczasowy cykl podwyżek. W tym czasie inflacja zapewne byłaby już w trendzie spadkowym i choć byłaby wciąż bardzo wysoka, dla większości w RPP mogłaby to być wystarczająca podstawa do tego, aby poluzować politykę pieniężną.
- Jedną z konsekwencji niższej ścieżki stóp procentowych może być wydłużony okres podwyższonej inflacji. Według naszych szacunków inflacja CPI utrzyma się powyżej 5% do 2024 roku (włącznie). Po tak długim okresie wysoka inflacja będzie zapewne już utrwalona w oczekiwaniach inflacyjnych i procesach negocjacji płacowych, co tylko będzie dodatkowo utrudniać jej redukcję. W takim scenariuszu istotnym ryzykiem jest to, że złoty pozostanie słaby i nie wróci szybko do poziomów sprzed 2020 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,79	4,84	4,94	0,99	6,75	1,30	3,45
III KW 23	4,68	4,37	4,59	1,07	6,25	1,50	3,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.08. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Szybszy koniec podwyżek i szansa na obniżki w II połowie 2023 r.



Źródło: Dane NBP, prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

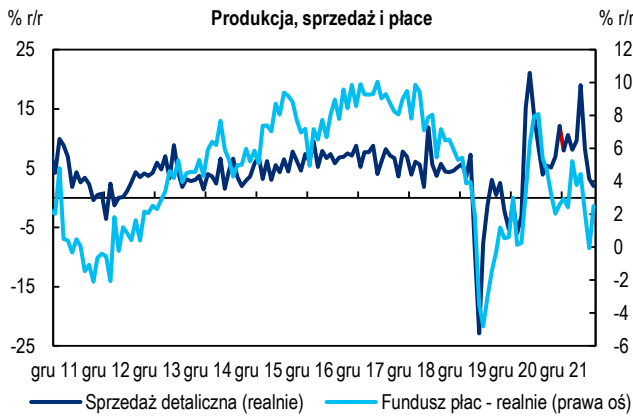
Maciej Bącał

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

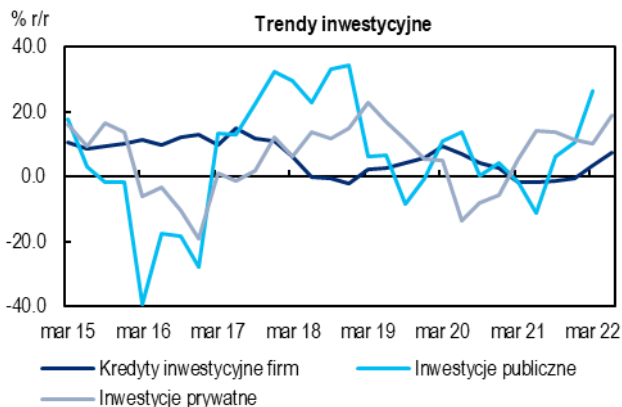
Wykres 2. Sprzedaż detaliczna i produkcja budowlano-montażowa ponownie słabsze od oczekiwań



- Sprzedaż detaliczna wyhamowała w lipcu do 2% r/r w porównaniu z 3,2% w czerwcu (-0,1% m/m po odsezonowaniu), plasując się nieco poniżej konsensusu rynkowego (2,3% r/r). Dane te wskazują na osłabianie się popytu krajowego, będącego efektem realnego spadku dochodów konsumentów.
- Ze szczegółowych danych GUS wynika, że gospodarstwa domowe redukują wydatki na dobra trwałe (samochody, meble, sprzęt RTV), podczas gdy utrzymuje się wciąż wysoki popyt na dobra pierwszej potrzeby (żywność, odzież, farmaceutyki). Biorąc pod uwagę zmianę PIT od lipca oraz uruchomienie wakacji kredytowych od sierpnia, można spodziewać się dalszego wzrostu wydatków w kolejnych miesiącach.
- Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w lipcu o 4,2% r/r i była o 0,5% niższa niż w czerwcu.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

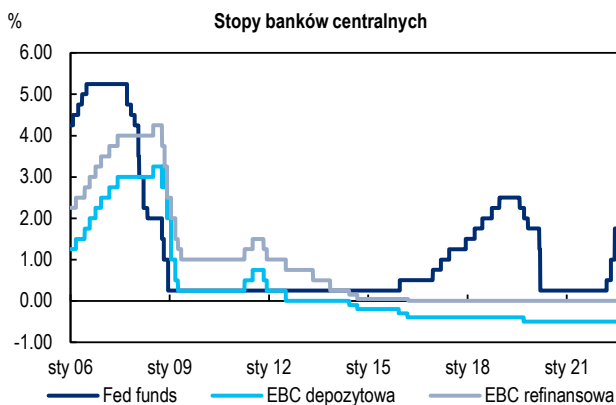
Wykres 3. Inwestycje w dużych i średnich firmach nie słabną pomimo niesprzyjającego otoczenia gospodarczego



- Dane GUS wskazują na przyspieszenie wzrostu nakładów inwestycyjnych w średnich i dużych przedsiębiorstwach w II kwartale do około 7% r/r, wobec 1,6% r/r kwartał wcześniej (zmiany realne). Dane te mogą sygnalizować, że inwestycje prywatne nie były kluczowym czynnikiem wpływającym na głęboki spadek PKB kwartał-do-kwartału w II kw.
- Zwiększoną aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw potwierdza również wzrost kredytów inwestycyjnych w drugim kwartale o 7,5% r/r (nominalnie). Ekspansja inwestycyjna firm może wynikać z rekordowych zysków oraz realizacji projektów związanych z poprawą efektywności energetycznej w obliczu wzrostów cen energii.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Fed wysłał jasny jastrzębi sygnał



- Długo wyczekiwane wystąpienie prezesa J. Powella podczas ubiegłotygodniowej konferencji ekonomicznej w Jackson Hole nie pozostawiło większych wątpliwości, że Fed jest gotowy do dalszego zdecydowanego zacieśnienia monetarnego. Wypowiedź ta praktycznie rozwiązała pojawiające się na rynku nadzieje na szybkie przejście FOMC do łagodniejszej retoryki (*pivot*). Podtrzymujemy oczekiwania, że Fed zdecyduje się we wrześniu na kolejną znaczną podwyżkę stóp (o 75 pb).
- Jastrzębie głosy płyną również z ECB. Isabel Schanbel zasugerowała, że w obecnym cyklu obniżanie inflacji może wiązać się z większym kosztem w postaci obniżonego PKB. Z kolei F. Villeroy stwierdził, że „nie powinno być wątpliwości”, co do gotowości banków centralnych do podnoszenia stóp procentowych.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 sie		WTOREK					
09:00	CZ	PKB	% r/r	II kw.	3.6	3.6	3.6
14:00	GER	Inflacja	% r/r	VIII	8.0	7.8	7.5
14:00	HU	Decyzja MNB	%	VIII	11.75	11.75	10.75
31 sie		ŚRODA					
03:30	CN	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	49.2	49.3	49
03:30	CN	PMI dla usług	% r/r	VIII	--	52.2	53.8
10:00	PL	Inflacja, wstępny odczyt	% r/r	VIII	15.2	15.4	15.6
10:00	PL	PKB	% r/r	II kw.	5.3	5.3	8.5
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	VIII	9.0	9.0	8.9
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VI	--	200	128
01 wrz		CZWARTEK					
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	53	57.8
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	41.5	41.6	42.1
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	% r/r	VIII	--	46.9	46.8
09:55	GER	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	49.8	49.8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	49.7	49.7	49.8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	250	243
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	--	51.3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	% r/r	VIII	50.8	52.1	52.8
02 wrz		PIĄTEK					
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VIII	3.4	3.5	3.5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VIII	285	300	528

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	674
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.090
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.680
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	4,0*
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-0,1*
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	2,2*
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	2,3*
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	-1,2*
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	3,4*
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	14,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,8	12,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,75
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,55
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,85
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,74
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-29,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,4
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-21,3
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	332,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	354,1
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,3
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,3
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-2,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	37,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

*Dane w trakcie rewizji

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@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 hipotezy i 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.