

CitiWeekly

Gołębi ton, ale nie koniec cyklu

■ Referencyjna stopa procentowa, z którą powiązana jest wysokość WIBOR, a przez to również oprocentowanie kredytów, wzrosła w lipcu do 6,5%. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej o podwyżce stóp o 0,5 punktu proc. była co prawda zgodna z naszymi oczekiwaniami, ale jednocześnie okazała się mniejsza niż zakładał konsensus rynkowy (+0,75 pkt.). Niespodzianka była tym większa, że w tym samym dniu węgierski bank centralny dokonał podwyżki o całe 2 pkt. proc., co rozbudziło obawy o możliwość znacznego ruchu również w Polsce.

■ Podczas konferencji prasowej po lipcowej decyzji, prezes NBP podtrzymał swój łagodny ton i podobnie jak w czerwcu stwierdził, że cykl podwyżek zbliża się do końca. W jego ocenie, jeżeli w lecie inflacja odnotuje swój najwyższy poziom i zacznie się obniżać, RPP mogłaby już nie podnosić więcej stóp. Pogląd ten jest oparty na przewidywaniach pochodzących z projekcji RPP, zgodnie z którą inflacja powróci do celu RPP pod koniec 2024 roku.

■ Chociaż przesłanie ze strony szefa NBP wydaje się relatywnie łagodne, nie zamyka ono drzwi dla kolejnych podwyżek. Ponieważ projekcja zazwyczaj nie uwzględnia zmian prawnych, które nie przeszły pełnego procesu legislacyjnego, można przypuszczać, że nie uwzględnia ona „wakacji kredytowych”. Ponieważ jako, że są one odpowiednikiem istotnych obniżek stóp procentowych (o ~ 1.5 pkt. proc.), ich wejście w życie może wymagać od RPP dodatkowego zacieśnienia polityki pieniężnej w dalszej części roku. Bez tego zacieśnienia „efektywna stopa procentowa” wynosiłaby przez dwa lata znacznie mniej niż obecne 6,5%, a przez to powrót inflacji do celu byłby wątpliwy.

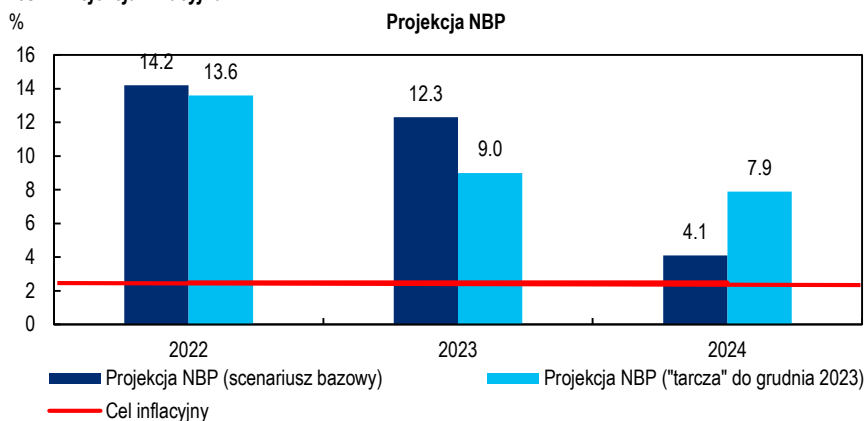
■ Ponadto, projekcja inflacyjna jest oparta na założeniu wygaśnięcia tarczy antyinflacyjnej w październiku br., skutkiem czego jest wysoki poziom CPI w 2023 roku i niski poziom w 2024 r. W związku z utrzymywaniem się wysokich cen energii oraz przyszłorocznymi wyborami parlamentarnymi, naszym zdaniem bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz w którym tarcza jest wydłużona do końca 2023 roku. Poluzowanie fiskalne w tej skali (oraz sam bezpośredni efekt zmian podatkowych na ceny) podtrzymałoby inflację w horyzoncie projekcji na nieakceptowalnie wysokim poziomie (wykres 1). Biorąc to wszystko pod uwagę podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz i spodziewamy się dodatkowych podwyżek stóp procentowych o około 1 pkt. proc. do 7,5% (+0,5 we wrześniu, +0,25 w październiku oraz +0,25 w listopadzie).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,73	4,68	5,56	1,03	7,00	1,60	3,45
III KW 23	4,61	4,35	5,36	1,07	7,50	1,50	3,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.06. Pozostałe prognozy z 23.06.2022 r.

Wykres 1. Projekcja inflacyjna NBP



Źródło: PAP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

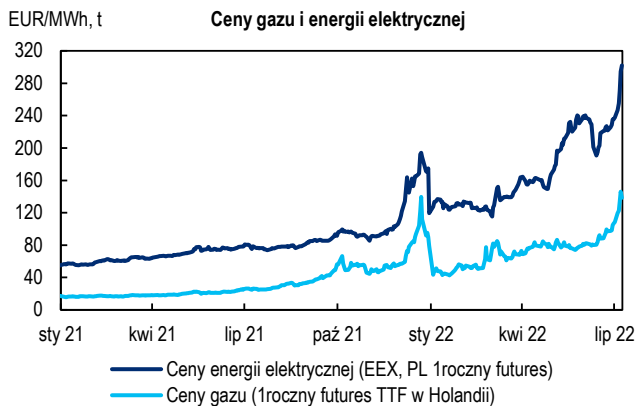
cezary.chrapek@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Ceny energii biją rekordy

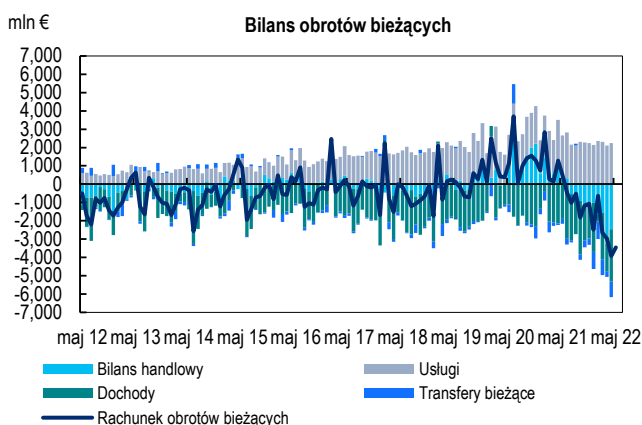


Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

■ Ubiegły tydzień stał pod znakiem wzrostów cen gazu oraz energii elektrycznej na rynku europejskim. W trakcie tygodnia ceny gazu i prądu na rynku hurtowym wzrosły o ok. 27%. Jeśli weźmiemy pod uwagę także wzrosty cen węgla na rynkach zagranicznych, możemy założyć, że w najbliższym czasie do URE trafią wnioski o duże podwyżki cen gazu, prądu i ciepła.

■ Ceny nośników energii mogą wzrosnąć w 2023 r. znacznie bardziej niż obecnie zakładamy, co mogłoby istotnie podwyższyć średnioroczną inflację w przyszłym roku (o ok. 1-3 pkt proc). Wzrost cen gazu może przełożyć się ponownie na wzrost cen nawozów i ceny żywności.

Wykres 3. Dalszy wzrost rocznego deficytu obrotów bieżących

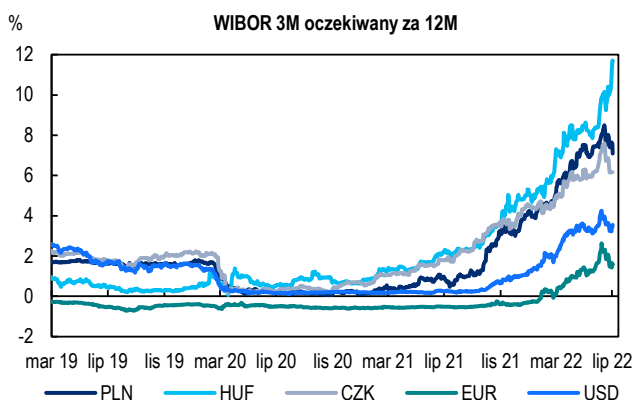


Źródło: NBP, Citi Handlowy

■ W tym tygodniu poznamy dane o bilansie płatniczym, które najprawdopodobniej pokażą niewielki spadek deficytu obrotów bieżących w maju do ok. 3,4 mld EUR. Mogły do tego doprowadzić poprawa eksportu (sygnalizowana przez dobrą produkcję przemysłową) i osłabienie importu (przejściowe spadki cen ropy). Niemniej skumulowany deficyt za 12 miesięcy prawdopodobnie wzrósł ponownie do ok. 3,6% PKB.

■ Spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu w kolejnych miesiącach nawet do 5% PKB, ale przy oczekiwanym spadku cen ropy pod koniec roku do 85\$ lub niżej i osłabieniu popytu krajowego deficyt mógłby się zmniejszyć do nieco ponad 4% PKB. W przypadku tak dużego wzrostu deficytu istotne z punktu widzenia stabilności złotego jest zapewnienie stabilnego źródła finansowania CA (środki unijne, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych).

Wykres 4. Wciąż dobre dane z USA, EBC szykuje się do podwyżek stóp, mocny ruch stóp na Węgrzech



Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy, stawki FRA12x15

■ Dane o zatrudnieniu w USA (+372tys.) okazały się lepsze od oczekiwań i mimo pewnych sygnałów osłabienia w tygodniowych danych o nowych bezrobotnych czy w indeksie ISM dla przemysłu sugerują one potrzebę dalszych podwyżek stóp. Spodziewamy się podwyżki o 75 pb w lipcu i docelowego poziomu stopy Fed na 4-4,25%.

■ Węgierski bank centralny podwyższył nieoczekiwanie stopy o 200 pb. Oczekujemy dalszych podwyżek w kolejnych miesiącach, docelowo do ok. 13%. Naszym zdaniem do ograniczenia inflacji niezbędne jest dalsze zacieśnienie monetarne i fiskalne, a wsparciem dla forinta może być większa skłonność węgierskiego rządu do kompromisu z Komisją Europejską.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 Jul		WTOREK					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	-41,0	-40,0	-28
13 Jul		ŚRODA					
05:00	CN	Eksport	% r/r	VI	--	--	16,9
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	--	--	16
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,2	0,3	0,4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	1,2	1,1	1
14 Jul		CZWARTEK					
	PL	Przetarg zamiany					
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	V	-3474	-3500	-3924
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	235	235
14:30	USA	PPI	% m/m	VI	0,6	0,8	0,8
15 Jul		PIĄTEK					
10:00	PL	CPI	% r/r	VI	15,6	15,6	15,6
10:00	EUR	HICP	% r/r	V	8,5	8,5	7,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	1,1	0,9	-0,3
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	VII	--	--	-1,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	0,0	0,1	0,2
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VII	49,1	50,0	50

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	690
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.084
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	18.114
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	5,4
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	13,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	12,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,72
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,54
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,41
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,72
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,68
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-28,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,1
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-22,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	323,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	345,8
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	28,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-27,8
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	41,4	37,8

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

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 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.