

CitiWeekly

Inflacja bazowa wytraca impet

■ Według wstępnego szacunku GUS inflacja ustabilizowała się w lipcu na poziomie z czerwca 15,5% r/r, zgodnym z rynkowymi oczekiwaniami. Lipcowy odczyt był nieco poniżej naszego szacunku 15,6% i był to drugi z rzędu miesiąc bez niespodzianki w górę. Według częściowych danych wzrost cen żywności był trochę mniejszy, a spadek cen paliw okazał się nieco płytszy niż zakładaliśmy.

■ Inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła do 9,2% r/r z 9,1%, a miesięczne zmiany sugerują, że inflacja bazowa powoli wytraca impet. Z danych GUS wynika, że miesięczny wzrost inflacji bazowej wyniósł 0,5% m/m (dane nie pozbawione sezonowości). Rynek pracy pozostaje mocny, a mimo wejścia gospodarki w recesję stopa bezrobocia wciąż spada (4,9% w czerwcu). Jednak ostatni raport NBP o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na pogarszanie się rentowności firm, co wynika z wzrostów cen surowców, kosztów pracy, ale możliwe, że także z mniejszych możliwości przenoszenia kosztów na konsumentów.

■ Oczekujemy lokalnego szczytu inflacji we wrześniu, ale po niewielkim spadku inflacja osiągnie szczyt dopiero w I kw. w związku z prawdopodobnymi znacznymi podwyżkami cen energii na początku 2023 r. Według PAP koncerny energetyczne złożyły wnioski do URE o podwyżkę cen prądu o 6% jeszcze w 2022 r. Z kolei prasowe doniesienia sugerują wnioski o podwyżki w 2023 r. rzędu 100-300% obejmujące prąd, gaz i ciepło biorąc pod uwagę sytuację na rynku energii z ostatnich miesięcy. Nawet jeśli założymy znacznie mniejsze wzrosty, będą one prawdopodobnie wystarczająco wysokie aby przełożyć się na wyższy odczyt inflacji jeszcze w tym roku i szczyt w okolicach 17-18% w I kw. 23 r. Choć złoty może wciąż tracić w najbliższym czasie, to inflacja w strefie euro może być już blisko szczytu, co powinno ograniczać inflację importowaną.

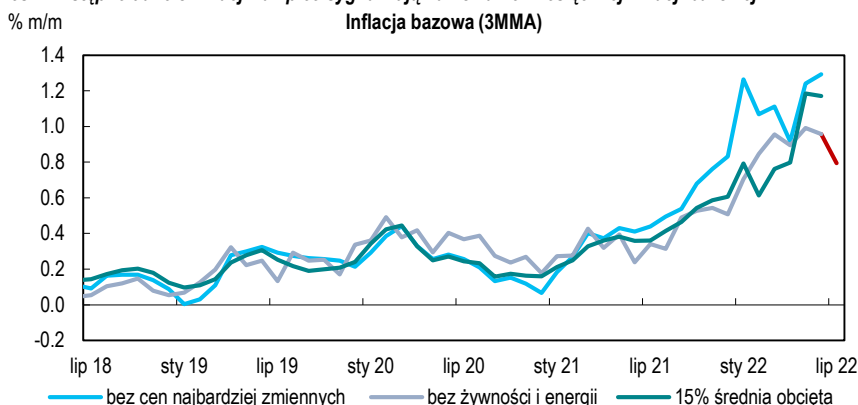
■ Choć dalsze wzrosty cen surowców i łagodna polityka fiskalna dają przestrzeń do pewnego wzrostu inflacji netto, to stopniowe pogarszanie się sytuacji na rynku pracy m.in., wobec głębokiej recesji w Europie, będzie jednak oddziaływać w kierunku niższej inflacji bazowej. Spodziewamy się szczytu inflacji bazowej w okolicach 9,4-9,5% w najbliższych miesiącach i stopniowego spadku w 2023 r. do 7,4% z 8,4% w tym roku oraz do 5,1% w 2024 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,88	4,93	5,74	0,99	7,00	1,30	3,45
III KW 23	4,75	4,44	5,46	1,07	7,50	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 13.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Wstępne dane o inflacji za lipiec sygnalizują hamowanie miesięcznej inflacji bazowej



Źródło: GUS, NBP, 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. Sytuacja fiskalna wciąż zaskakująco dobra

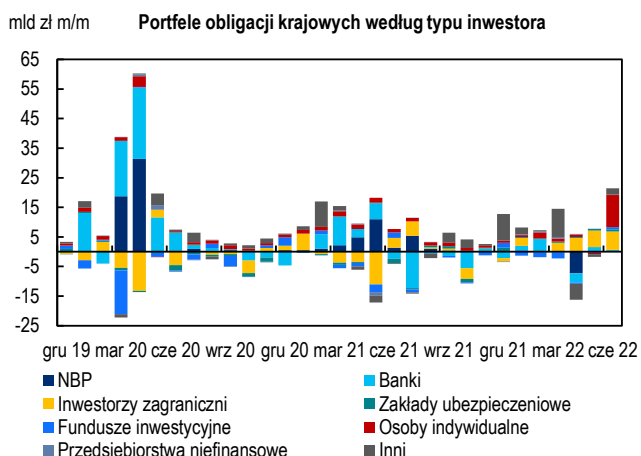
	Skumulowany deficyt budżetowy (mld zł)	Dochody z podatków pośrednich (%) r/r	CIT (% r/r)	PIT (% r/r)	Wydatki
maj 21	9.4	37.0	-27.4	9.2	-0.6
cze 21	28.0	31.5	50.8	-4.3	7.3
lip 21	35.3	6.0	55.8	12.0	-2.0
sie 21	43.4	8.2	79.1	9.2	12.6
wrz 21	47.6	8.3	10.6	12.7	-0.8
paź 21	51.9	10.0	30.8	7.9	9.3
lis 21	50.4	13.0	26.3	13.5	19.3
gru 21	-26.4	-0.9	45.2	24.3	10.1
sty 22	22.3	38.1	51.8	53.1	7.2
lut 22	11.3	20.2	30.0	-1.9	21.2
mar 22	-0.3	18.8	29.4	-70.6	16.8
kwi 22	9.2	26.9	33.2	13.2	15.1
maj 22	12.1	25.7	57.8	19.8	14.1
cze 22	27.7	20.0	54.3	12.1	12.2

Nadwyżka budżetowa po czerwcu wzrosła do 27,7 mld zł z 12,1 mld zł. Na tak dobry wynik złożył się przede wszystkim mocny wzrost przychodów CIT (54,3% r/r) i wciąż dynamiczny wzrost PIT (12,1% r/r) przy spadku dochodów z podatków pośrednich (-15,2% r/r), choć te od początku roku wciąż rosną o 10% r/r (w ujęciu skumulowanym). W czerwcu zaksięgowano również transfer zysku NBP, choć niepodatkowe dochody nieznacznie spadły r/r. Wzrost wydatków spowolnił do 12,2% r/r.

Budżet pozostaje w bardzo dobrej kondycji, a saldo po czerwcu było jedynie minimalnie słabsze od rekordowego wyniku z 21 r. Częściowo to efekt przesunięcia wydatków poza budżet, ale w dużej mierze to efekt bardzo dobrych wyników firm i sytuacji na rynku pracy. Druga połowa roku prawdopodobnie przyniesie pogorszenie, choć planowane dotacje do węgla czy inne programy osłonowe wobec rosnących cen energii prawdopodobnie będą uwzględnione poza budżetem.

Źródło: NBP, Citi Handlowy, Dane budżetowe skumulowane od początku roku

Wykres 3. Osoby prywatne głównymi kupującymi na rynku obligacji krajowych, rośnie udział zagranicy



Według resortu finansów na koniec czerwca tegoroczne potrzeby pożyczkowe (223 mld zł) zostały sfinansowane w 94%, a poduszka płynnościowa wyniosła 140 mld zł. Na ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów sprzedał kolejne 7 mld zł obligacji.

Dane Ministerstwa Finansów pokazywały utrzymanie wysokiego popytu ze strony inwestorów zagranicznych w czerwcu, którzy zwiększyli swoje portfele obligacji krajowych o 6,2 mld zł, w tym głównie inwestorzy z Japonii, Irlandii i fundusze hedgingowe. Warto również zwrócić uwagę, że głównym nabywcą obligacji skarbowych były osoby prywatne, które kupiły obligacje za ok. 11 mld zł. Oczekujemy utrzymania podobnej tendencji w kolejnych miesiącach, przy jednocześnie ograniczonej emisji obligacji hurtowych na rzecz detalicznych.

Sądzimy, że większym wyzwaniem będzie finansowanie w 2023 i 2024 roku, głównie ze względu na deficyt i spowolnienie gospodarcze.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 4. Fed podwyższył stopy o 75 pb, głęboka recesja w strefie euro

PKB (% r/r)	Nowa prognoza			Poprzednia prognoza		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Niemcy	0,8	-2	2	1,3	1	3
Francja	2,2	0,7	2,2	2,3	1,5	2,4
Włochy	2,9	-0,9	1,4	3,1	0,3	2,1
Hiszpania	4,1	0,5	1,8	4	1,6	2,1
Strefa euro	2,2	-1	2,2	2,5	0,8	2,8

Fed podwyższył stopy procentowe o 75 pb, ale też zasygnalizował większą elastyczność przy dalszych ruchach. Rynek zinterpretował tę decyzję gołębio, ale ekonomiści Citi oceniają przemówienie prezesa Powella jako spójne z dalszymi podwyżkami. Choć PKB w II kw. zaskoczył negatywnie, to mocny wzrost indeksu kosztów pracy wspiera scenariusz Citi zakładający podwyżkę stopy Fed docelowo do ~4,5%.

Mimo lepszych danych o PKB za II kw. w strefie euro, bardzo słabe dane o nastrojach gospodarczych, słaby niemiecki Ifo, wzrost ryzyka racjonowania gazu w Europie i założenie kontynuacji wojny na Ukrainie stały za rewizją prognoz Citi dla strefy euro. Zakładają one obecnie spadek PKB w 2023 r. o 1%, w tym o 2% dla Niemiec.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 sie PONIEDZIAŁEK							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	--	57
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	43,6	44,4
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	47,8	49
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VII	--	49,2	49,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VII	49,6	49,6	49,6
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VII	52,3	52,9	53
2 sie WTOREK							
09:30	CH	ISM dla przemysłu	pkt	VII	55,0	55,6	59,1
3 sie ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VII	--	--	49,2
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VII	50,6	50,6	53
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,1	0	0,2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VI	--	1,2	1,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	53,5	53,7	55,3
4 sie CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VI	0,3	-0,4	0,1
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	VII	1,5	1,75	1,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	270	255	256
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	VI	-77,8	-81,5	-95,5
5 sie PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,3	-0,4	0,2
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VII	3,6	3,6	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VII	300	260	372

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	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	13,5
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	7,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,69
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,75
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

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.