

CitiWeekly

Żądania płacowe nie odpuszczają

■ Ostatni zestaw publikacji z polskiej gospodarki daje niejednoznaczny obraz. Długo wyczekiwane dane o PKB rozczarowały pokazując, że gospodarka „skurczyła się” w II kwartale o 2,3% kw/kw. Na szczegółowe rozbicie tego wskaźnika trzeba będzie poczekać do końca sierpnia, jednak skala spadku aktywności, wykraczająca poza to, na co wskazywały dane miesięczne, może oznaczać, że w tym przypadku dużą rolę odegrały zmiany zapasów. Jeżeli tak rzeczywiście było i w II kwartale odnotowano po prostu odwrócenie tendencji wzrostowej zapasów z początku roku, wydźwięk danych nie jest tak niekorzystny jak można byłoby sądzić.

■ Na tę mniej pesymistyczną interpretację wskazują również informacje o lipcowej produkcji przemysłowej. Co prawda wyhamowała ona w porównaniu z poprzednim miesiącem (do 7,6%), jednak skala spowolnienia nie odbiegała od oczekiwań i może być wyjaśniona różnicą w liczbie dni roboczych. W sumie dotychczasowy zestaw danych potwierdza, że gospodarka hamuje i twarde lądowanie (które zresztą [sygnalizowaliśmy](#) już w kwietniu) stopniowo się materializuje. Nie oznacza to jednak, że kolejne kwartały będą aż tak słabe jak II kwartał. Naszym zdaniem, jeżeli nawet PKB w III kw. ponownie spadnie, będzie to znacznie mniejsza zmiana niż w II kw.

■ Nadzieje na szybki spadek inflacji w związku ze spowolnieniem gospodarczym mogą okazać się płonne. Po dwóch miesiącach nieco słabszych wyników płace wyraźnie przyspieszyły do 15,8% r/r. Wynik ten był o trzy odchylenia standardowe wyższy od prognoz (12,9% według ankiety Parkietu), więc trudno nad nim przejść do porządku dziennego. Sam GUS sygnalizuje, że na wzrost płac miała wpływ wypłata premii, nagród oraz „inflacyjne” korekty wynagrodzeń. Na lipcowe dane mogły więc złożyć się „jednorazowe” czynniki, jednak sam fakt, że występują one w takiej skali sugeruje, że sytuacja na rynku pracy pozostaje bardzo napięta.

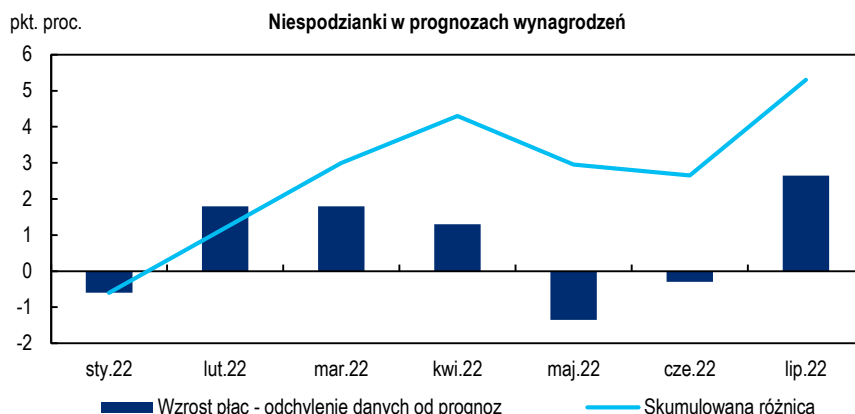
■ Z punktu widzenia polityki pieniężnej zarówno zwolennicy, jak i przeciwnicy podwyżek znajdują argumenty dla siebie. Z jednej strony sprowadzenie inflacji do celu może wymagać dodatkowego istotnego zacieśnienia polityki pieniężnej. Z drugiej strony RPP wydaje się poświęcać coraz więcej uwagi perspektywom PKB niż celowi inflacyjnemu. Dlatego przyjmujemy, że cykl podwyżek może skończyć się wcześniej niż dotychczas zakładaliśmy, a stopy mogą wzrosnąć jeszcze w tym roku o 25-50 pb (vs. 100 pb). Ceną za to szybsze zakończenie cyklu może być wolniejszy powrót inflacji do celu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,79	4,84	4,94	0,99	7,00	1,30	3,45
III KW 23	4,68	4,37	4,59	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 16.08. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Zaskakująco silny wzrost płac w lipcu kompensuje z nadadkiem „rozczarowania” z maja i czerwca



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

Źródło: NBP, Citi Handlowy

www.citihandlowy.pl
Bank Handlowy w Warszawie S.A.

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Budżet państwa z coraz większą nadwyżką

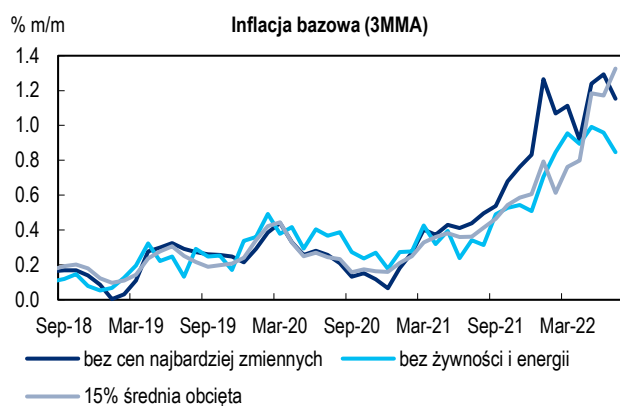
	Skumulowane saldo budżetu (mld zł)	Dochody z podatków pośrednich (% r/r)	CIT (% r/r)	PIT (% r/r)
maj 21	9,4	37,0	-27,4	9,2
cze 21	28,0	31,5	50,8	-4,3
lip 21	35,3	6,0	55,8	12,0
sie 21	43,4	8,2	79,1	9,2
wrz 21	47,6	8,3	10,6	12,7
paź 21	51,9	10,0	30,8	7,9
lis 21	50,4	13,0	26,3	13,5
gru 21	-26,4	-0,9	45,2	24,3
sty 22	22,3	38,1	51,8	53,1
lut 22	11,3	14,1	30,0	-1,9
mar 22	-0,3	-3,3	29,4	-70,6
kwi 22	9,2	0,3	33,2	13,2
maj 22	12,1	22,2	57,8	19,8
cze 22	27,7	-15,2	54,3	12,1
lip 22	34,7	9,3	60,7	6,6

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

■ Z wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów wynika, że skumulowana nadwyżka budżetu państwa w okresie styczeń-lipiec 2022 r. wyniosła 34,7 mld zł. W samym lipcu dochody budżetu państwa z tytułu podatków pośrednich wzrosły w ujęciu rok-do-roku o 9,3%, z tytułu podatku CIT o 60,7%, a podatku PIT o 6,6%. Dobra kondycja finansów publicznych w pierwszych siedmiu miesiącach bieżącego roku, wynikająca częściowo z silnego wzrostu cen i wynagrodzeń, pozwoliła zatem na realizację planu dochodowego w 63,7%.

■ Jak jednak można przeczytać w komunikacie Ministerstwa Finansów, saldo budżetu państwa w drugiej połowie roku może ulec pogorszeniu za sprawą dodatku węglowego oraz wsparcia finansowego dla posiadaczy innych niż węgiel źródeł ciepła.

Wykres 3. Inflacja bazowa wciąż rośnie, ale traci impet



■ Z danych NBP wynika, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii, których łączna waga w koszyku inflacyjnym przekracza 40%, wyniosła w lipcu 9,3% r/r, wobec 9,1% r/r miesiąc wcześniej. Odczyt ten okazał się więc nieznacznie wyższy od oczekiwań ekonomistów (9,2%).

■ Tempo wzrostu czterech głównych miar inflacji bazowej, w ujęciu miesiąc-do-miesiąca (po odsezonowaniu) wciąż pozostaje na wysokim poziomie, jednakże w porównaniu z początkiem roku inflacja bazowa nieco wytraciła swój impet. Co więcej, napływające dane o spowalnianiu polskiej gospodarki, a co za tym idzie o spadku popytu krajowego, powinny z czasem hamować dalszy wzrost inflacji bazowej, na którą w mniejszym stopniu wpływają fluktuacje cen surowców i energii.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Niejednoznaczne sygnały z rynku pracy, ale sytuacja wciąż dobra



■ W lipcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,2% m/m i przyspieszyło do 2,3% r/r, wobec 2,2% w czerwcu. Wynik ten był lepszy od oczekiwań rynkowych (2,1%), choć różnica była na tyle niewielka, że trudno na jej podstawie wyciągać daleko idące wnioski.

■ W tym tygodniu poznamy dane o stopie bezrobocia, która najprawdopodobniej ustabilizowała się na najniższym poziomie w historii. Rynek pracy jest zwykle opóźniony wobec innych danych o aktywności, a póki co przedsiębiorstwa w wielu sektorach nie są skłonne do zwolnień. Zakładamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą stopniowy wzrost stopy bezrobocia wraz z narastaniem zjawisk recesyjnych.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 sie PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	2.7	2.0	3.2
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VII	6.4	5.9	5.9
23 sie WTOREK							
10:00	PL	Wyniki finansowe przedsiębiorstw	% r/r	II kw.			
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt	VIII	50.5	50.5	51.2
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VIII	49.2	49.0	49.8
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	VII	--	5.9	6.5
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VIII	--	51.9	52.2
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	VIII	--	50.0	47.3
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VII	560	585	590
24 sie ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VII	4.9	4.8	4.9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VII	1.3	0.7	2.0
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	tys.	VII	--	--	-8.6
16:00	USA	Indeks rozpoczęte sprzedaży domów	pkt	VII	--	--	91
25 sie CZWARTEK							
		Symposium Jackson Hole			--	--	--
10:00	DE	Indeks Ifo (oczekiwania)	pkt	VIII	79	79.0	80.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	255	252	250
26 sie PIĄTEK							
		Wystąpienie Powella w Jackson Hole			--	--	--
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VII	0.5	0.4	1.1
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VII	0.7	0.6	0.6
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VII	-0.1	0.1	1.0
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VIII	--	55.5	55.1

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	7,69*
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.

*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 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.