

CitiWeekly

Houston, mamy problem (inflacyjny)

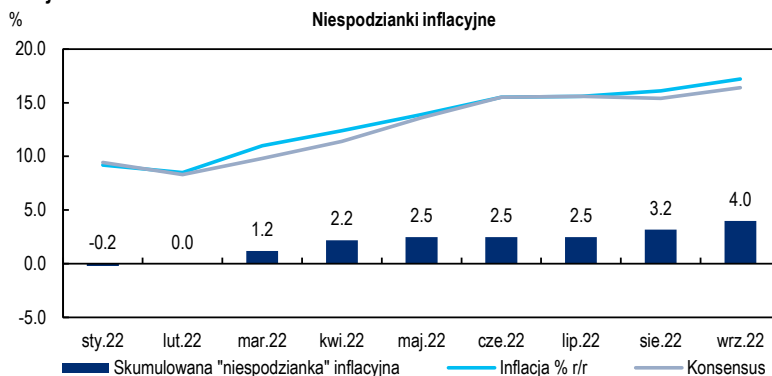
- Jeszcze niedawno przedstawiciele NBP sygnalizowali zamiar szybkiego zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych, jednak ostatnie dane mogą mimo wszystko skłaniać do ponownego przemyślenia tej strategii. Przemawia za tym zarówno wysoka inflacja, jak i coraz widoczniejsza presja na osłabienie złotego.
- Problem inflacyjny nie tylko nie słabnie, lecz wręcz staje się coraz poważniejszy. Piątkowe dane pokazały, że we wrześniu wskaźnik CPI wzrósł do 17,2%, przebijając nawet najbardziej pesymistyczne oczekiwania. Sam fakt wystąpienia dużej niespodzianki nie jest dla nas szokujący, ponieważ przy obecnym bardzo wysokim poziomie inflacji skala niespodzianek siłą rzeczy musi być większa niż w „spokojniejszych” czasach. Bardziej niepokojące jest to, że od początku roku inflacja systematycznie zaskakuje w jedną stronę, tj. w górę. Gdyby „negatywne” niespodzianki zdarzały się równie często jak „pozytywne”, byłibyśmy bardziej spokojni o perspektywę inflacji.
- Po drugie, obecnie niespodzianki dotyczą nie tylko (obiektywnie trudnych do przewidzenia) cen energii i żywności, lecz również inflacji bazowej. Widać, że dotychczasowe szoki energetyczne utrwaliły się i rozlewają się na inne kategorie koszyka CPI. Wreszcie po trzecie, cykl podwyżek trwa już rok, a miesięczne wzrosty inflacji bazowej na razie nie osłabły istotnie, a nowe dane wręcz pokazały ich ponowne przyspieszenie. Najprawdopodobniej oznacza to, że ostatnie poluzowanie polityki fiskalnej (obniżka PIT od lipca) oraz wakacje kredytowe (od sierpnia) niwelują wpływ wcześniejszych podwyżek stóp.
- Co do kolejnych miesięcy, szybkiego spadku inflacji nie ułatwi również ostatnia fala osłabienia złotego, szczególnie, że ten trend wydaje się mieć trwalszy charakter. W ostatnich tygodniach postrzeganie polskiej gospodarki przez inwestorów zmieniło się na niekorzyść, głównie ze względu na zmiany w rachunku obrotów bieżących, wyższą inflację oraz wyższy deficyt fiskalny.
- Kumulacja negatywnych czynników sprawia, że - w naszej ocenie - nie jest to dobry moment na ogłaszanie końca cyklu podwyżek stóp procentowych. Biorąc to pod uwagę, spodziewamy się, że na śródownym posiedzeniu RPP zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp procentowych o 25 pb. Niemniej aby uspokoić nastroje rynkowe i zmniejszyć ryzyko dalszego osłabienia złotego, komunikat po posiedzeniu i ton konferencji prezesa NBP powinny mieć zdecydowanie bardziej jędrny ton niż to miało miejsce we wrześniu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,72	4,72	5,43	1,00	7,00	1,75	3,30
IV KW 23	4,63	4,33	5,45	1,07	6,00	2,15	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 16.09. Pozostałe prognozy z 21.09.2022 r.

Wykres 1. Inflacja nie przestaje zaskakiwać – wszystkie niespodzianki od lutego były po stronie większej od prognoz inflacji



Źródło: GUS, Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

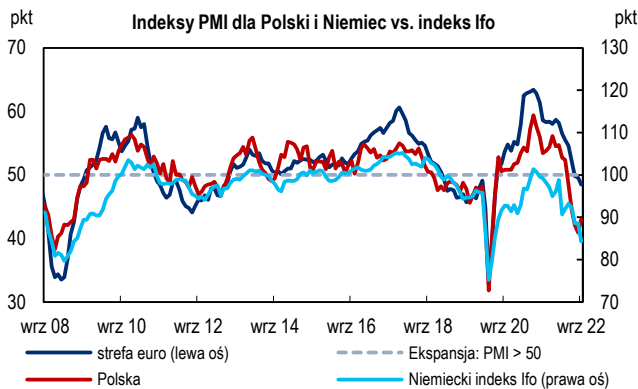
Maciej Bącal

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Niewielkie odreagowanie PMI

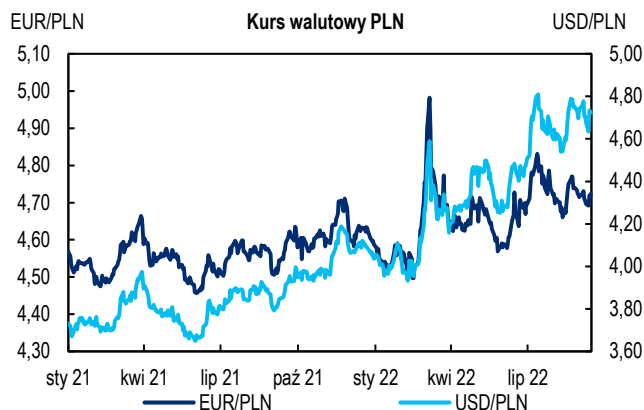


Indeks PMI nieoczekiwanie wzrósł we wrześniu do 43 pkt z 40,9 pkt w sierpniu. Na niewielką poprawę indeksu złożyło się odreagowanie indeksu produkcji i nowych zamówień, choć pozostały bardzo niskie wskazując na mocny spadek aktywności. Z drugiej strony przyspieszyło tempo redukcji miejsc pracy, a firmy kontynuowały ograniczanie zapasów. Według raportu producenci wciąż podwyższają ceny wyrobów ze względu na wysokie ceny energii, słabego złota i niedobory podaży, ale we wrześniu ceny rosły najwolniej od początku ubiegłego roku.

Dane PMI są spójne ze stopniowym hamowaniem aktywności gospodarczej i choć od pewnego czasu nie są mocno skorelowane ze zmianami PKB to wskazują na spowolnienie, szczególnie w przetwórstwie. Dane o PMI są spójne z oczekiwanym przez nas spowolnieniem spadku PKB w III i IV kw. do ok. -0,4 pkt proc. kw/kw.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Waluty rynków wschodzących w odwrocie



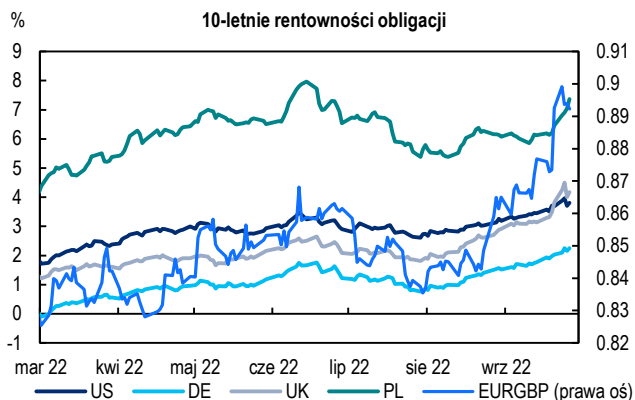
Miniony tydzień ubiegł pod znakiem sporej niepewności na rynku walutowym. Wzrost napięcia geopolitycznego w regionie oraz doniesienia o wyciekach gazu z rurociągów Nord Stream spowodowały, że PLN przebił historyczną barierę 5,00 wobec USD.

Słabo radziły sobie pozostałe waluty regionu, w tym szczególnie węgierski forint, którego wyprzedaż została wzmocniona zapowiedzią banku centralnego o końcu cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

Wzrost awersji do ryzyka na rynkach globalnych, obawy o stabilność finansów publicznych oraz oczekiwania co do dalszych podwyżek stóp procentowych mogą powodować, że banki centralne w EM będą zmuszone do opóźnienia końca cyklu podwyżek, aby powstrzymać odpływ kapitału zagranicznego.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Wzrosty rentowności i interwencja Banku Anglii



Od ponad tygodnia trwa trend wzrostowy rentowności obligacji na krajowym rynku, za sprawą wzrostu stawek swap jak i spreadów kredytowych. Jest to pokłosie lepszych od oczekiwań danych, rosnącej inflacji, wciąż spadającej stopy bezrobocia, słabnącego złota oraz ruchu na rynkach bazowych czy wielu rynkach europejskich.

Oczekiwane osłabienie sytuacji fiskalnej i wysoka inflacja mogą utrzymywać podwyższone rentowności krajowego długu do czasu głębszego pogorszenia danych o aktywności i spadku inflacji.

Na rynkach bazowych najważniejszym wydarzeniem tygodnia była decyzja Banku Anglii, który zdecydował się na interwencję na rynku obligacji aby zmniejszyć napięcia płynnościowe i ograniczyć narastające ryzyko dla stabilności sektora finansowego.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
03 paź PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	40,1	40,9
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	48,3	49,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IX	48,5	48,5	49,6
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	51,8	51,5
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	51,4	52,4	52,8
05 paź ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	X	7,00	7,00	6,75
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IX	--	45,4	47,7
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IX	48,9	48,9	49,8
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IX	--	200	132
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	VIII	-67	-68,3	-70,7
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	IX	--	49,2	43,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	57,3	56,2	56,9
06 paź CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	0,7	-0,7	-1,1
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	-0,5	-0,4	0,3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	197	--	193
07 paź PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	-0,9	-0,5	-0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	3,6	3,7	3,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	265	250	315

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	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3,017
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17,474
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	3,7
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	17,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,8	13,0
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	7,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,72
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48
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	-33,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-5,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,2
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	334,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	359,3
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,4
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	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,5	43,8	41,1

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 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.