

CitiWeekly

Zaskakująco gołębia RPP

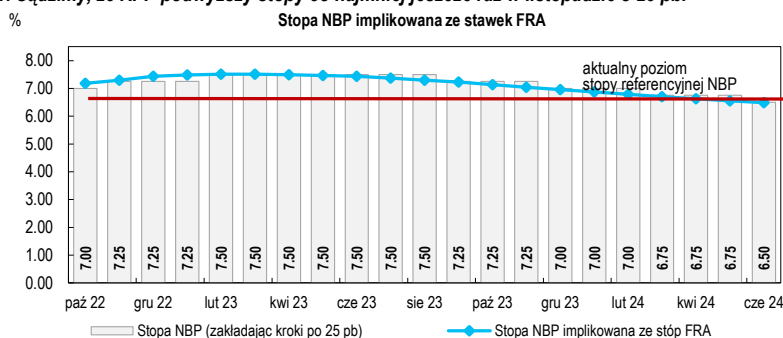
- RPP nieoczekiwanie utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie wobec oczekiwanej powszechnie podwyżki o 25 pb. Jednocześnie oficjalny komunikat opublikowany po posiedzeniu był bardziej gołębi niż we wrześniu, gdyż omijał stwierdzenie, że utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.
- Konferencja prasowa prezesa NBP potwierdza, że Rada chce wkrótce zakończyć cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Prezes Glapiński podkreślił ponownie, że inflacja jest napędzana głównie przez ceny energii i żywności, czyli czynniki niezależne od Rady, ale też argumentował, że oczekiwane spowolnienie gospodarcze doprowadzi do zmniejszenia presji inflacyjnych.
- Jednocześnie jednak zarówno komunikat RPP, jak i ton komentarzy prezesa Glapińskiego pozostawia naszym zdaniem otwartą drogę do dalszych podwyżek. W komunikacie Rada stwierdziła bowiem, że podjęcie działania w celu stabilizacji sytuacji makroekonomicznej w tym obniżenia ryzyka utrzymania się wysokiej inflacji. Z kolei prezes NBP powiedział, że Rada formalnie nie zakończyła cyklu, a przyjęła stanowisko wyczekiwania na rozwój sytuacji gospodarczej, przynajmniej do publikacji nowych projekcji PKB i inflacji w listopadzie. To z kolei sugeruje, że Rada może podwyższyć stopy w listopadzie, choć zakładamy, że będzie to jedynie niewielki ruch wieńczący cykl podwyżek.
- Rada wciąż nie wyklucza interwencji na rynku walutowym i choć są one możliwe w przypadku znaczącego skoku awersji do ryzyka, to sądzimy, że bank centralny jest raczej niechętny do aktywności na rynku. Próby interwencji z marca 2022 r. nie były zbyt skuteczne, a biorąc pod uwagę poziom rezerw walutowych w relacji do PKB i rozmiar rynku walutowego sądzimy, że interwencje mogą być przeprowadzane jedynie sporadycznie w wyjątkowych sytuacjach (inaczej niż w Czechach).
- Oczekujemy, że RPP podwyższy stopy o 25 pb w listopadzie, a gdy w 2023 r. inflacja zacznie w końcu spadać, RPP może być skłonna rozważyć obniżki stóp (w II poł. przyszłego roku). Taka strategia wydaje się jednak ryzykowna biorąc pod uwagę dynamikę płac, poziom inflacji bazowej ujemne stopy realne (ex post: -10,5%, ex ante: ok. -3,2%). Może ona, naszym zdaniem, prowadzić do dalszego osłabienia złotego, utrudniając jeszcze bardziej redukcję inflacji. Sądzymy, że RPP prawdopodobnie będzie chciała dostarczyć mniej podwyżek stóp niż wymaga tego obecna sytuacja makroekonomiczna, co z kolei oznacza dłuższy – nawet wieloletni – okres utrzymywania się podwyższonej inflacji i słabego złotego.

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 Bundów 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. Sądzymy, że RPP podwyższy stopy co najmniej jeszcze raz w listopadzie o 25 pb.



Źródło: NBP, Reuters, 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

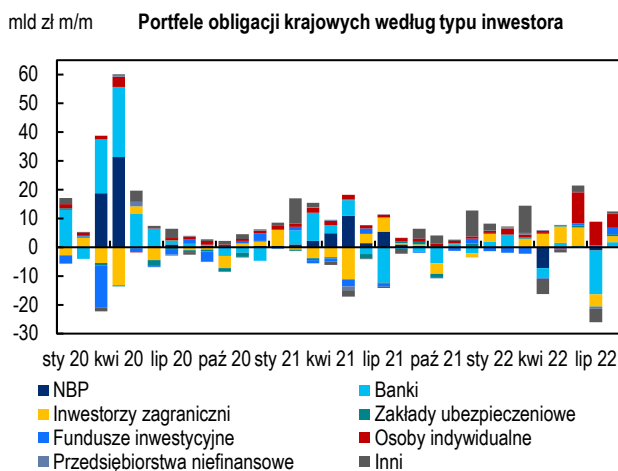
Maciej Bącal

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Programy osłonowe zwiększają potrzeby pożyczkowe rządu

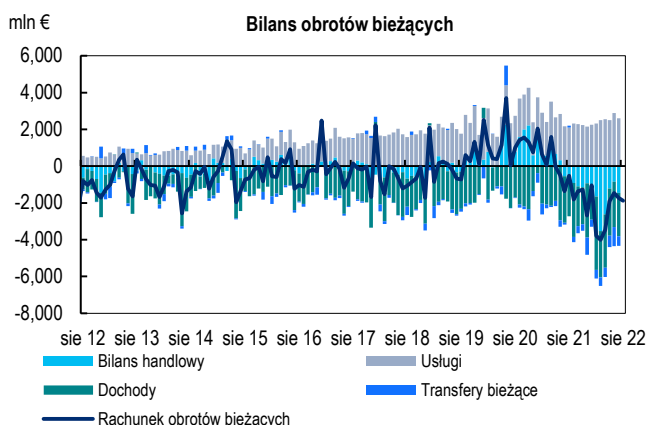


■ Parlament intensyfikuje prace nad projektami wsparcia dla odbiorców wrażliwych i przedsiębiorstw w związku z rosnącymi cenami energii. Choć programy osłonowe niewątpliwie przyczynią się do przejściowego obniżenia inflacji (nawet o ok. 2,5 pkt proc.), to mogą też oznaczać znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa ponad planowane 270 mld zł. Nawet jeśli finansowanie będzie miało miejsce poza budżetem, to skala dodatkowego finansowania może wywierać presję na rentowności.

■ W sierpniu trzeci miesiąc z rzędu największym nabywcą obligacji krajowych były osoby indywidualne. W sierpniu portfel polskich obligacji skarbowych nieznacznie zwiększyli też inwestorzy zagraniczni, fundusze inwestycyjne i banki. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach popyt na krajowy dług będzie utrzymywany głównie przez inwestorów indywidualnych i zagranicznych, a większe zakupy banków będą możliwe w 2023 r. w związku z dużymi zapadalnościami.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 3. Oczekiwane poszerzenie się salda obrotów bieżących



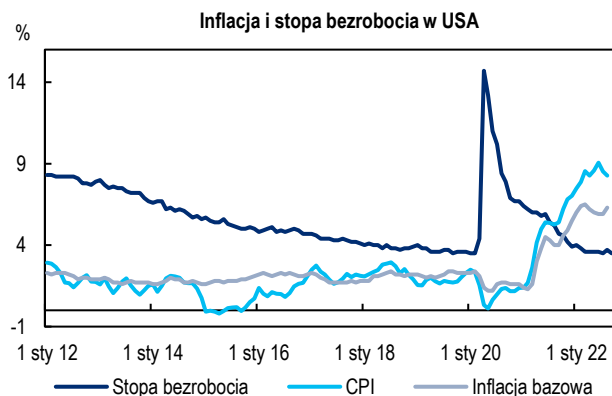
■ W piątek NBP opublikuje dane dotyczące bilansu płatniczego za sierpień. Spodziewamy się wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1,9 mld € z 1,7 mld € w lipcu.

■ Za sprawą solidnego wzrostu produkcji przemysłowej w sierpniu oczekujemy przyspieszenia dynamiki eksportu z 19,9% r/r do 25% r/r. Dynamika importu prawdopodobnie wzrosła do poziomu 30% r/r w obliczu rekordowych cen gazu. Czynnikiem ograniczającym wzrost wartości importu mogły być jednak spadek cen ropy oraz słabnący popyt. Spodziewany wyższy napływ funduszy unijnych powinien natomiast zmniejszyć deficyt w dochodach pierwotnych.

■ Naszym zdaniem skumulowany deficyt obrotów bieżących za dwanaście miesięcy poszerzył się w sierpniu do 4,1% PKB i w kolejnych miesiącach może zbliżyć się do poziomu 5%.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Wciąż optymistyczne dane z rynku pracy w USA



■ Amerykański rynek pracy w dalszym ciągu utrzymuje odporność na rosnące stopy procentowe. Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym we wrześniu wzrosło o 263 tys., a więc nieco powyżej konsensusu (250 tys.). Nieoczekiwanie z poziomu 3,7% do 3,5% obniżyła się stopa bezrobocia, przy spadku wskaźnika aktywności zawodowej. Wynagrodzenie godzinowe we wrześniu rosło w tempie 5% r/r, co oznacza utrzymanie realnego spadku wynagrodzeń.

■ Wrześniowe dane z rynku pracy w USA wskazują, że Fed najprawdopodobniej nie zmieni jastrzębiej retoryki i w dalszym ciągu będzie zacieśniał politykę pieniężną. Ekonomiści Citi oczekują wzrostu stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Fed w listopadzie o 75 pb i wzrostu stopy Fed docelowo do 4,75% (z ryzykiem w górę).

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 paź		PONIEDZIAŁEK					
	USA	Dzień Kolumba					
11 paź		WTOREK					
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IX	17,2	--	17,2
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IX	20,3	--	15,6
12 paź		ŚRODA					
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	--	14,4	4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	1,5	1,2	-2,3
14:30	USA	Inflacja PPI	% m/m	IX	0,3	0,2	-0,1
13 paź		CZWARTEK					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	175	225	219
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IX	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IX	0,5	0,4	0,6
14 paź		PIĄTEK					
03:30	CN	Inflacja	% r/r	IX	2,9	2,8	2,5
05:00	CN	Eksport	% r/r	IX	4	4	7,1
10:00	PL	CPI	% r/r	IX	17,2	17,2	16,1
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VIII	-1,882	-1500	-1,735
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0	0,2	0,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	X	58,2	59	58,6

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.