

CitiWeekly

Kiedy koniec podwyżek stóp?

- Tym razem obyło się bez większych niespodzianek. W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną o 75 pb do 6,00%, a krok ten był zgodny z naszymi oczekiwaniami oraz konsensusem prognoz. Opublikowany komunikat również nie różnił się istotnie od komunikatów z poprzednich miesięcy, choć pewien powiew nowości pojawił się podczas konferencji prasowej, podczas której prezes Głapiński wyjaśniał motywy RPP.
- Po raz pierwszy RPP zasugerowała, że cykl podwyżek może dobiegać końca. Prezes Głapiński stwierdził między innymi, że „zbliżamy się stopniowo do zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych” oraz „na pewno jesteśmy bliżej końca niż początku”. W sumie powyższe deklaracje czytane dosłownie nie są niczym nowym – pierwsza z nich jest w oczywisty sposób zawsze prawdziwa (zakładając, że „strzałka czasu” jest skierowana w tę samą stronę), a druga oznacza tylko, że przestrzeń do kolejnych podwyżek jest mniejsza niż dotychczasowe 600 pb. Niemniej sam fakt, że prezes NBP zdecydował się wspomnieć o końcu cyklu ma znaczenie.
- W lipcu RPP otrzyma nową aktualizację projekcji makroekonomicznej, która będzie uwzględniała wpływ dotychczasowych podwyżek i ma szansę pokazać spadek inflacji w pobliżu celu pod koniec horyzontu projekcji. Przypuszczamy, że w lipcu RPP podniesie stopy procentowe o kolejne 50-75 pb, ale może przy tej okazji spróbować zasygnalizować przerwę w cyklu. Taka decyzja byłaby motywowana chęcią dokonania analizy wpływu dotychczasowych podwyżek oraz obawami spowolnienia gospodarczego.
- RPP może mieć nadzieję, że przerwa w cyklu podwyżek okaże się zarazem jego końcem. Naszym zdaniem nie jest to jednak wcale takie pewne. O ile spodziewamy się wyraźnego hamowania gospodarczego, ocierającego się o „twarde lądowanie”, nie jest jasne na ile doprowadzi ono do wystarczająco szybkiego spadku inflacji. Jak już sygnalizowaliśmy w przeszłości rosnąca inflacja wydaje się prowadzić do niemal automatycznego przyspieszenia płac, w pełni kompensującego podwyżki cen. Wykres poniżej pokazuje na przykład, że w ostatnich miesiącach płace reagują coraz silniej na zmiany inflacji. Jeżeli oczekiwania inflacyjne rzeczywiście dostosowały się trwale do wyższego poziomu, cykl podwyżek stóp musiałby trwać dłużej i nie skończyłby się na lipcowym ruchu.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

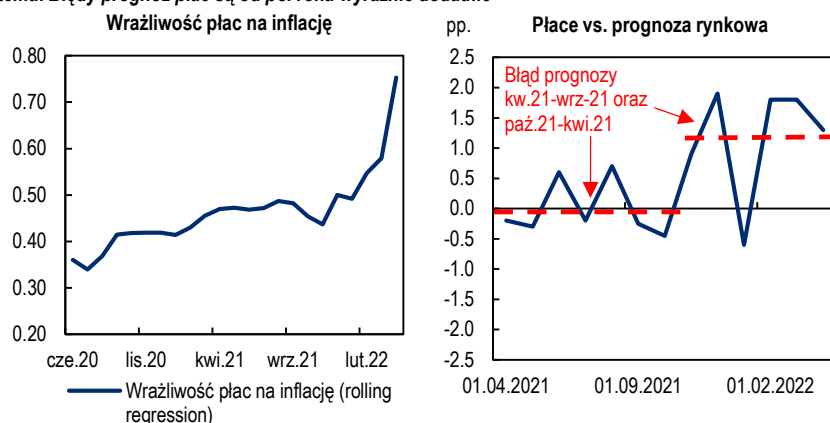
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,70	4,65	5,53	1,01	6,50	0,75	2,65
III KW 23	4,60	4,34	5,35	1,06	6,50	1,00	2,45

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 20.05. Pozostałe prognozy z 25.05.2022 r.

Wykres 1. Obecnie dynamika płac reaguje na wzrost inflacji niemal dwa razy silniej niż miało to miejsce dwa lata temu. Błędy prognoz płac są od pół roku wyraźnie dodatnie



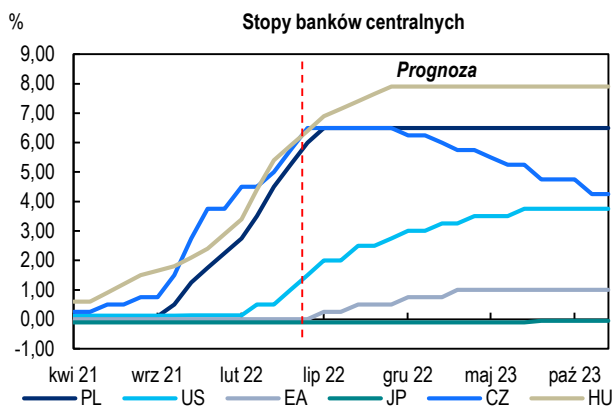
Źródło: Szacunki Citi Handlowy. Konsensus prognoz na podstawie ankiety Bloomberg

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Globalne banki centralne planują podwyżki stóp



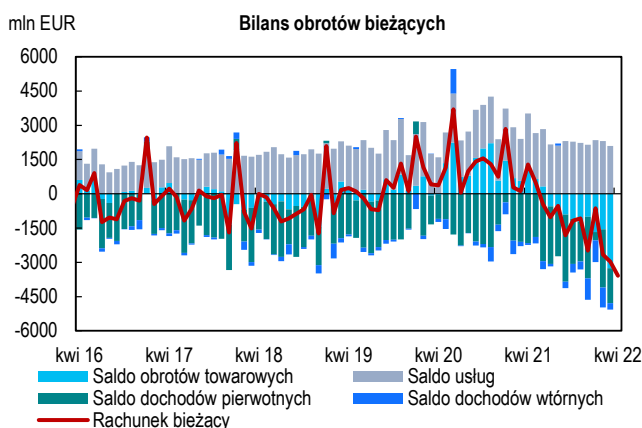
■ Na czerwcowym posiedzeniu EBC zapowiedział rozpoczęcie zacieśnienia polityki pieniężnej i pierwszą podwyżkę stóp w niewielkiej skali już na najbliższym posiedzeniu w lipcu. Niewykluczone, że po lipcowej podwyżce o 25 pb we wrześniu EBC zdecyduje się na ruch o 50 pb oraz dalsze podwyżki w kolejnych miesiącach.

■ Spodziewamy się podwyżki stopy Fed o 50 pb do 1,5% na posiedzeniu w tym tygodniu. W kolejnych miesiącach oczekujemy 2 podwyżek po 50 pb i wzrostu stopy Fed do 3% na koniec roku oraz 3,75% na koniec przyszłego roku. Wyższa od prognoz inflacja w USA stwarza ryzyko szybszego i większego zacieśnienia polityki pieniężnej.

■ Do rozpoczęcia podwyżek przygotowuje się także szwajcarski bank centralny. Spodziewamy się podwyżek stóp o 25 pb w tym tygodniu, a następnie dwóch kolejnych w podobnej skali we wrześniu i grudniu.

Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 3. Dalszy wzrost deficytu na rachunku bieżącym

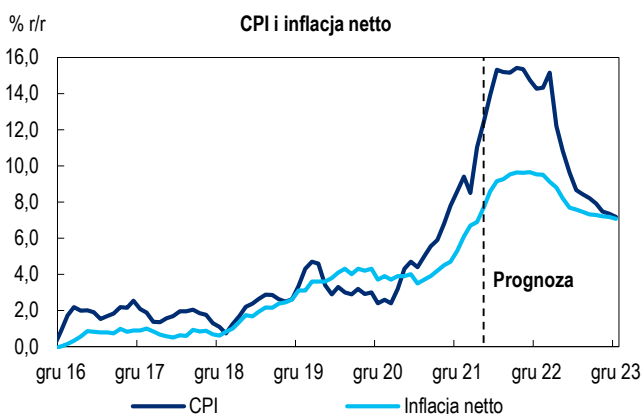


■ Spodziewamy się dalszego wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących w kwietniu do ok. -3,5 mld EUR oraz 12-miesięcznego skumulowanego salda do ok. 3% PKB. Do wyższego deficytu w kwietniu przyczynił się naszym zdaniem słabszy wzrost eksportu, co sygnalizuje wyhamowanie produkcji przemysłowej oraz dane o zamówieniach w przemyśle, a także wciąż wysoki import napędzany wzrostami cen surowców. Jednocześnie w kwietniu napłynęło do Polski mniej środków unijnych.

■ W kierunku wyższej dynamiki importu, wyższego niż zakładamy deficytu obrotów bieżących (2,9% PKB na koniec roku) oraz wyższej inflacji mogą oddziaływać wyższe ceny ropy.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 4. Dalszy wzrost inflacji netto, trudno oczekiwać zacieśnienia polityki fiskalnej



■ W tym tygodniu poznamy finalny odczyt inflacji z dokładną strukturą danych za maj. Szacujemy, że do wzrostu inflacji do 13,9% w sporym stopniu przyczynił się wzrost inflacji bazowej (do 8,6% r/r z 7,9%). Wzrost cen ropy i paliw obserwowane w ostatnich tygodniach mogą sprawić, że inflacja przekroczy w czerwcu 15%.

■ Z resortu finansów pojawiają się sugestie na temat większej wstrzeźliwości jeśli chodzi o zwiększanie wydatków publicznych wobec ich inflacjogenicznego charakteru. Minister finansów sugerowała zmniejszenie wydatków fiskalnych do 42,4% PKB do 2025 r. z 44,4% obecnie. Sądzymy, że trudno zakładać znaczne ograniczenie wydatków fiskalnych w najbliższych miesiącach w związku z okresem wyborczym, a wobec spowolnienia wzrostu może to oznaczać wzrost deficytu fiskalnego nawet do 6% PKB w 2023 r., co może wywierać presję zarówno na inflację, jak i skalę emisji długu oraz jego rentowności.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 cze	PONIEDZIAŁEK						
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	IV	-3582	-2732	-2972
14 cze	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	-26.0	-27,5	-34,3
14:30	USA	PPI	% m/m	V	0,	0,8	0,5
15 cze	ŚRODA						
10:00	PL	Inflacja	% r/r	V	13,9	13,9	12,4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	1.2	0,5	-1,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	-0,1	0,2	0,9
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	VI	--	4,5	-11,6
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	VI	1,25-1,5	1,25-1,5	0,75-1,00
16 cze	CZWARTEK						
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	VI	1.25	1,25	1,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	210	215	229
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	V	1700	1700	1724
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	V	1770	1787	1823
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VI	--	5,3	2,6
17 cze	PIĄTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	V	8.1	8,1	8,1
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	V	8,6	8,5	7,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,1	0,4	1,1
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	V	--	-0,4	-0,3

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	2.962
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.484
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	6,2	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	5,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	3,3
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,7
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	13,9
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	13,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	10,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	6,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	6,80
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,59
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,68
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,67
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
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	-3,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,7	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	39,1

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 jedynej 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.

Error! Unknown document property
name.
Error! Unknown document property
