

CitiWeekly

Tydzień z Radą

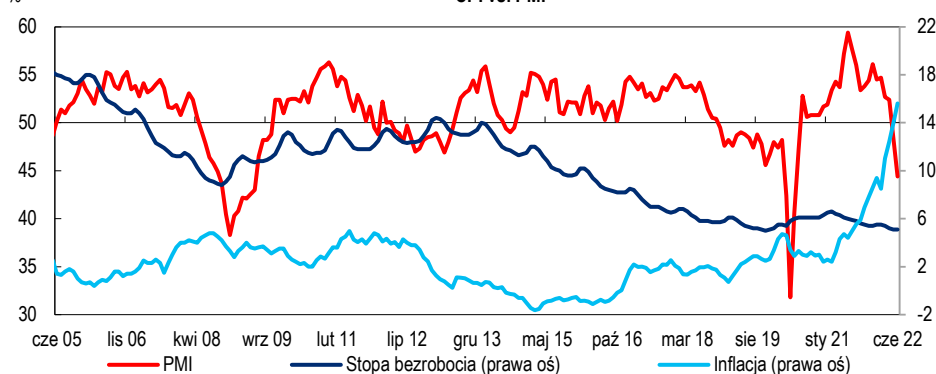
- W tym tygodniu nasza uwaga będzie się koncentrować na czwartkowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Cykl podwyżek stóp procentowych trwa od października, ale coraz więcej prognoz zakłada, że może on dobiec końca już w najbliższym czasie. Pretekstem do takich oczekiwań były choćby wypowiedzi prezesa Głapińskiego, który w czerwcu zasignalizował możliwość zakończenia cyklu.
- Spodziewamy się, że tym razem Rada Polityki Pieniężnej podwyższy stopę referencyjną o 50 pb. do 6,5%, choć widzimy też szansę na 75 pb. Konsensus prognoz kształtuje się na poziomie 75 pb, ale pojawiają się również głosy sugerujące większą skalę podwyżek.
- Pewnym argumentem za zmniejszeniem tempa podwyżek mogą być ostatnie dane z polskiej gospodarki. W ubiegłym tygodniu wskaźnik PMI dla przetwórstwa przemysłowego spadł do 44,4 punktów, tym samym oddalając się jeszcze bardziej od granicy 50 pb, która oddziela wzrosty od recesji w przemyśle. Indeks PMI był w ostatnich latach raczej słabym wskaźnikiem przyszłych zmian w dynamice PKB, ale dla wielu uczestników rynku, obserwatorów polskiej gospodarki i członków RPP może on wciąż stanowić istotny punkt odniesienia.
- Paradoksalnie gołębi członkowie RPP mogą również próbować odwoływać się do danych o inflacji. Co prawda czerwcową inflacja wzrosła aż o 1,7 pkt. do 15,6% r/r, ale dane te nie zaskoczyły już tak bardzo jak w poprzednich miesiącach. Wnioskując po komentarzach rynkowych pojawiających się po publikacji danych o CPI, sam brak dużego zaskoczenia wydaje się być interpretowany jako pozytywny sygnał. Mieszanka nadziei na ustabilizowanie inflacji oraz jednoczesnych obaw przed recesją (PMI) powinna wzmocnić gołębią frakcję w RPP.
- Chociaż niektórzy członkowie Rady mogą chcieć wkrótce zakończyć cykl podwyżek, w obecnych warunkach mogłaby to być ryzykowna decyzja. Jak pisaliśmy szerzej w naszym ostatnim raporcie miesięcznym, proces obniżania inflacji bazowej jest zazwyczaj długotrwały, a wyśrubowane oczekiwania inflacyjne na pewno go nie ułatwiają. Naszym zdaniem RPP może wyhamować tempo podwyżek, zmniejszając skalę pojedynczych podwyżek do 50 pb, a potem i 25 pb (wobec 75-100 pb wcześniej), ale za to cykl będzie zapewne rozciągnięty również na jesień i ostatecznie stopa referencyjna może sięgnąć 7,5%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,73	4,68	5,56	1,03	7,00	1,60	3,45
III KW 23	4,61	4,35	5,36	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 15.06. Pozostałe prognozy z 23.06.2022 r.

Wykres 1. Inflacja ponownie wzrosła bardziej niż oczekiwano do 15,6% r/r i choć PMI spadł w recesyjne rejony, to stopa bezrobocia pozostaje blisko rekordowo niskich poziomów, wg NBP poniżej stopy naturalnej



Źródło: GUS, Thomson Reuters, 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
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

1

2

4

5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Wciąż dobre wyniki budżetu centralnego, ale oczekujemy wzrostu deficytu

	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

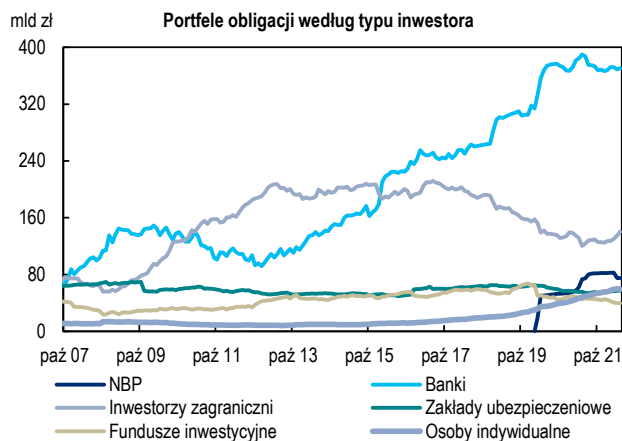
Po maju budżet centralny zanotował skumulowaną nadwyżkę na poziomie 12,1 mld zł wobec 9,2 mld zł po kwietniu. Złożył się na to mimo wprowadzenia tarcz antyinflacyjnych wciąż dobry wynik w dochodach pośrednich, wspierany przez wzrosty cen i wciąż wysokie realne wzrosty sprzedaży. Dochody CIT i PIT rosły, wspierane przez wysokie zyski i dobrą sytuację na rynku pracy.

Wydatki budżetowe rosną wyraźnie wraz z przyspieszeniem w subwencjach ogólnych i dotacjach dla samorządów.

Wynik budżetu w pierwszych miesiącach roku był lepszy niż w 2021 r. i odzwierciedla dobrą koniunkturę oraz wysoki poziom inflacji. Jednak wobec oczekiwanego wyraźnego hamowania aktywności w II poł. roku, obniżki PIT i potencjalnych wydatków przed wyborami w przyszłym roku, zakładamy stopniowy wzrost deficytu do ok. 3,6% PKB w całym roku i ok. 6% w przyszłym roku.

Źródło: prognozy Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 3. Większy popyt na dług ze strony inwestorów zagranicznych



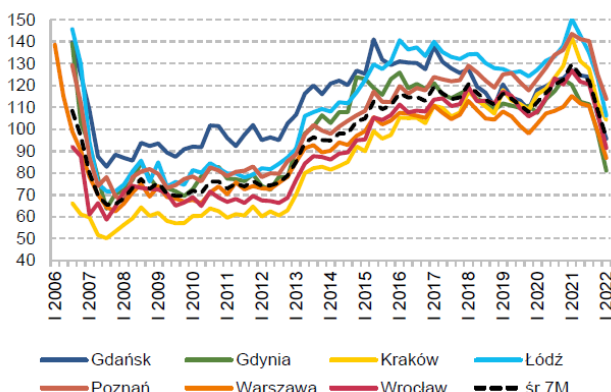
Zdaniem resortu finansów realizacja potrzeb pożyczkowych wyniosła po maju ok 84% (planowane 223 mld zł), a stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł aż 138 mld zł.

Finansowanie potrzeb pożyczkowych poprzez zakupy rynkowych obligacji skarbowych zapewniają w tym roku inwestorzy zagraniczni i osoby prywatne. Dane MF za kwiecień i maj potwierdziły odwrócenie spadkowego trendu zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku, który trwał od 2016 r., co wynika z wysokiego dysparytetu stóp wobec rynków bazowych oraz słabego złotego. Osoby prywatne kupują także obligacje detaliczne (ok. 16 mld zł za I-V), których sprzedaż prawdopodobnie jeszcze wzrośnie.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 4. Rynek nieruchomości w odwrocie

Szacunek kredytowej dostępności mieszkania średniej dla 7M



Najnowszy raport NBP pokazał dalszy wzrost cen mieszkań w I kwartale tego roku, co było związane z szybkim wzrostem kosztów budowy i zysków deweloperów, przy słabnącym popycie i rosnącej podaży. W I kwartale obserwowano drastyczny spadek kredytowej dostępności mieszkaniowej, co wynikało m.in. ze wzrostu stóp procentowych. Wobec dalszego znacznego wzrostu stóp w II kw. dostęp do kredytu mieszkaniowego zapewne obniżył się jeszcze bardziej. Ponadto, popyt na mieszkania może się obniżyć w związku z relatywnym wzrostem rentowności obligacji skarbowych w porównaniu z potencjalną stopą zwrotu z inwestycji w nieruchomości.

Utrzymywane przez deweloperów zapasy drogich materiałów mogą utrudniać obniżki cen na rynku pierwotnym, ale możliwe są większe spadki na rynku wtórnym w najbliższych kwartałach.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 lip	PONIEDZIAŁEK						
11:00	EUR	PPI	% r/r	V	39,0	--	37,2
5 lip	WTOREK						
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	VI	--	--	41,4
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VI	--	52,4	52,4
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VI	52,8	52,8	52,8
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	--	0,2	0,3
6 lip	ŚRODA						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	%	V	2,2	-0,5	-2,7
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0,6	0,4	-1,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	54,7	54,5	55,9
20:00	USA	Minutes FOMC					
7 lip	CZWARTEK						
	PL	Decyzja RPP	%	VII	6,50	6,75	6
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,5	0,4	0,7
13:30	EUR	Minutes EBC					
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VI	--	200	128
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	--	231
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	V	-83,4	-85,0	-104,3
8 lip	PIĄTEK						
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	11,5	--	10,7
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	3,5	3,6	3,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	290	270	390

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	690
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3.084
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	18.114
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	13,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	12,9
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	6,0
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	7,72
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,54
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,41
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	-28,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-4,1
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-22,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	323,3
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	345,8
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	28,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-27,8
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	41,4	37,8

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.