

CitiWeekly

Podwyżki hamują

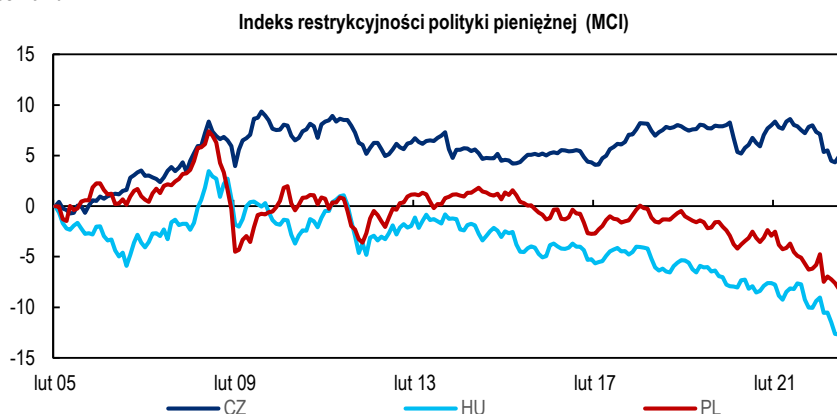
- Tym razem obyło się bez zaskoczeń. Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopę referencyjną o 25 pkt. bazowych do poziomu 6.75%. Decyzja była zgodna zarówno z naszymi, jak i rynkowymi oczekiwaniami, a sam komunikat władz monetarnych nie odbiegał istotnie od tego z lipca.
- Ostatnie decyzje potwierdzają, że RPP stopniowo wyhamowuje tempo w jakim podnoszone są stopy procentowe. Jeszcze w kwietniu stopa referencyjna wzrosła o 100 pb, w maju i czerwcu o 75 pb, w lipcu o 50 pb, a obecnie Rada porusza się już najmniejszymi standardowymi krokami. Zapytany o październikowe posiedzenie, prezes Głapiński stwierdził, że możliwe są dwie opcje – pozostawienie stóp procentowych bez zmian lub podwyżka o 25 pb. RPP najwidoczniej planuje kończyć cykl podwyżek, o ile napływające dane na to pozwolą.
- Chęć zakończenia cyklu podwyżek otwiera całą dyskusję na temat tego, czy obecny poziom stóp procentowych zapewnia wystarczającą restrykcyjność polityki pieniężnej aby obniżyć inflację. Ostatnia ankieta NBP przeprowadzona wśród ekonomistów wskazuje na długoterminowe (5-letnie) oczekiwania inflacyjne na poziomie 6,7%, co oznaczałoby realną stopę procentową na poziomie około 0%. Trudno uznać ten poziom za nadmiernie restrykcyjny. Również spoglądając na indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI (wykres 1), który oprócz stóp procentowych uwzględnia także realny kurs walutowy, trudno zauważyć oznaki zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Spodziewamy się, że RPP podniesie stopy jeszcze o 25 pb w listopadzie lub październiku, a następnie stopy pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2023 r. W dalszej części roku obniżki wydają się możliwe – a przynajmniej przedstawiciele NBP wydają się je rozważać.
- Obecny poziom stóp procentowych, choć niezbyt wysoki w ujęciu realnym, przyczynia się do znacznego osłabienia popytu na kredyt, a wysokie ceny energii zwiększają (i tak bardzo wysokie) ryzyko recesji. W sumie może to wystarczyć aby popchnąć inflację bazową w dół, ale niekoniecznie doprowadzi do jej szybkiego spadku. Naszym zdaniem zmiany policy-mix wskazują na to, że przez najbliższe lata wysoką inflację należy traktować jako w miarę stały element krajobrazu ekonomicznego w Polsce.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,79	4,84	4,94	0,99	6,75	1,30	3,45
III KW 23	4,68	4,37	4,59	1,07	6,25	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 16.08. Pozostałe prognozy z 22.07.2022 r.

Wykres 1. Indeks MCI sugeruje, że pomimo podwyżek stóp procentowych polityka pieniężna nie uległa zacieśnieniu



Źródło: 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

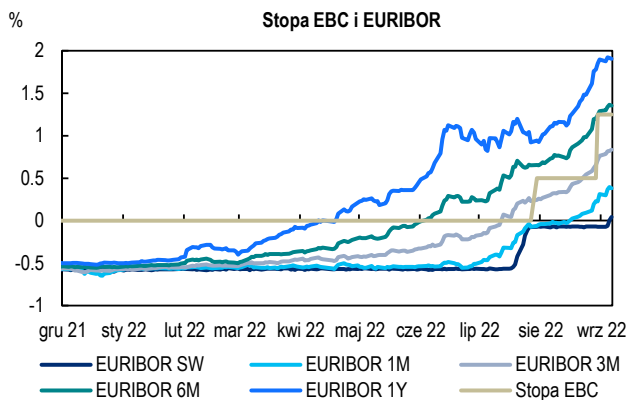
Maciej Bącal

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. EBC z największą podwyżką stóp procentowych w historii

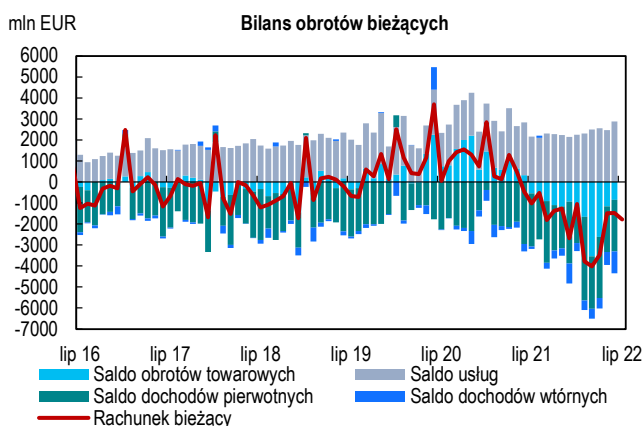


Źródło: GUS, Citi Handlowy

Zgodnie z oczekiwaniami władze EBC zdecydowały się na podniesienie stóp procentowych o 75 pb, co było bezprecedensową (w swojej skali) podwyżką w historii tej instytucji. Jako jastrzębie można uznać wypowiedzi Christine Lagarde, która stwierdziła, że docelowy poziom stóp procentowych jest wciąż „odległy”, a EBC może zdecydować się jeszcze na „kilka” podwyżek.

Zakładamy, że EBC podniesie stopy procentowe o 75 pb w październiku i 50 pb w grudniu, ale kontynuacja cyklu podwyżek na początku 2023 roku może być utrudniona ze względu na przewidywaną recesję. W dalszym ciągu sądzimy, że EBC nie zdecyduje się na zmniejszanie bilansu.

Wykres 3. Oczekiwany niewielki wzrost deficytu handlowego



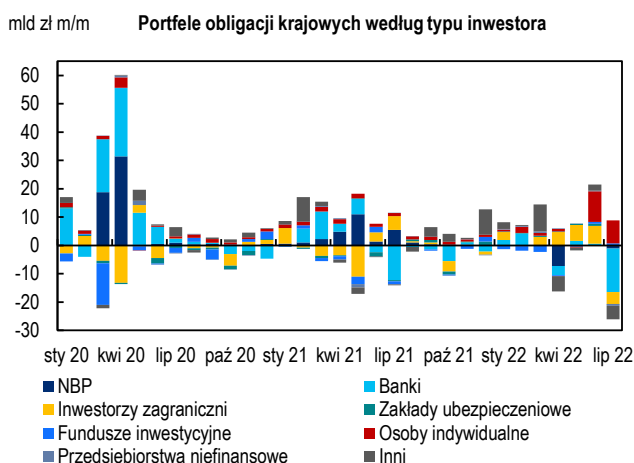
Źródło: NBP, Citi Handlowy

W najbliższy wtorek NBP opublikuje dane dotyczące bilansu płatniczego za lipiec. Spodziewamy się nieznacznego wzrostu deficytu obrotów bieżących do 1,79 mld € z 1,47 mld € miesiąc wcześniej.

Naszym zdaniem na wzrost salda obrotów towarowych powinien wpłynąć wzrost cen gazu na rynkach europejskich, który jednak po części powinien zostać zniwelowany spadkiem cen ropy. Czynnikiem ograniczającym rozszerzanie się deficytu handlowego powinien być wciąż sody eksport do Ukrainy. Ze względu na mniejszy napływ środków z Unii Europejskiej oczekujemy pogłębienia się deficytu salda dochodów pierwotnych.

Według naszych prognoz skumulowany deficyt na rachunku obrotów bieżących za 12M utrzymał się po lipcu na poziomie 3,9% PKB, a w kolejnych miesiącach może jeszcze rozszerzyć się do 4,4%.

Wykres 4. Osoby prywatne mogą pozostać głównym nabywcą obligacji w kolejnych miesiącach



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Ministerstwo Finansów poinformowało, że stan depozytów na koniec miesiąca wyniósł ok. 139 mld zł, a dług do wykupu wynosi 39,1 mld zł. Wysoki stan depozytów prawdopodobnie przyczyni się do mniejszych emisji długu w ostatnich miesiącach roku. Szacujemy ujemną emisję netto obligacji w ostatnim kwartale.

Ministerstwo Finansów w projekcie budżetu zrewidowało potrzeby pożyczkowe brutto zaplanowane na ten rok do 234,1 mld zł z 223 mld zł, co oznacza, że część finansowania przyszłorocznego (planowane potrzeby: 269 mld zł) mogła zostać przesunięta na rok bieżący.

Głównym kupującym na rynku długu w lipcu były, podobnie jak w czerwcu, osoby indywidualne. Po kilku miesiącach zakupów obligacji inwestorzy zagraniczni sprzedawali krajowy dług, z kolei spadek portfeli banków wynikał głównie z zapadalności. Przypuszczamy, że inwestorzy indywidualni pozostaną głównym kupującym obligacji w najbliższych miesiącach.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 wrz	PONIEDZIAŁEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VIII	17,7	--	17,5
13 wrz	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	-59,0	-60,0	-55,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	VII	-1779	-1851	-1468
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VIII	-0,1	-0,1	0
14 wrz	ŚRODA						
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	--	-0,1	-0,5
14:30	PL	PPI	% r/r	VIII	0,0	-0,1	-0,5
15 wrz	CZWARTEK						
10:00	PL	CPI	% r/r	VIII	16,1	16,1	16,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	225	222
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0,1	0,0	0,0
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	3,5	6,2
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IX	--	-15,3	-31,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	-0,2	-0,1	0,7
16 wrz	PIĄTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VIII	9,1	9,1	8,9
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VIII	9,8	--	9,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IX	4,7	4,6	4,8

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	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	15,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,0
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	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	6,50
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	-3,1
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	41,0

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.