

CitiWeekly

Szokująca inflacja

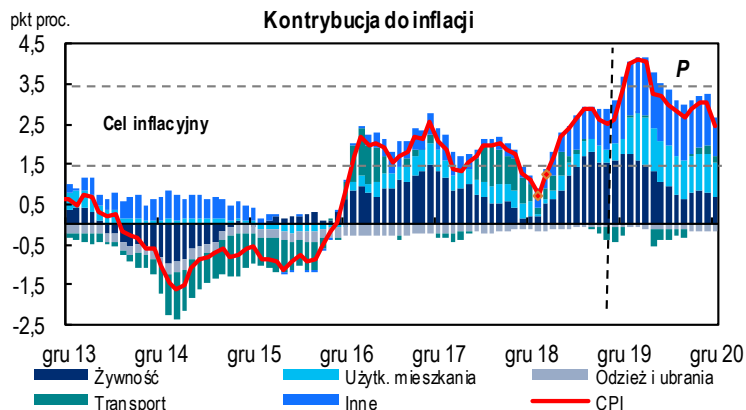
- Końcówka ubiegłego roku przyniosła znaczny wzrost inflacji. W grudniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 3,4% r/r, wobec 2,6% w listopadzie. Dane okazały się znacznie wyższe od naszych oraz rynkowych prognoz (2,8%), a skalę niespodzianki można bez przesady uznać za wyjątkowo dużą. Dla przykładu - w ciągu ostatnich dziesięciu lat inflacja tylko dwukrotnie zaskoczyła w podobnej skali, a ani razu niespodzianka nie była wyższa niż 0,6 pp.
- Na podstawie dostępnego (niestety na razie tylko szacunkowego) rozbitcia danych o CPI wiemy, że za wzrost inflacji częściowo odpowiada wyższa dynamika cen żywności. Niemniej jednocześnie odnotowano istotny wzrost inflacji bazowej, a więc inflacji obliczanej po wyeliminowaniu wpływu żywności oraz energii. Nasze szacunki sugerują, że inflacja bazowa w grudniu mogła wynieść około 3,2%, co byłoby najwyższym wynikiem od 2002 roku.
- Na podstawie dostępnych danych szacujemy, że w styczniu-lutym inflacja może wynieść około 4%, najprawdopodobniej przekraczając ten poziom. Brak pełnego rozbitcia danych o CPI uniemożliwia jednak ocenę na ile skokowy wzrost z grudnia może być kontynuowany w kolejnych miesiącach. Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że od II kwartału inflacja zacznie się obniżać, między innymi pod wpływem niższej dynamiki cen żywności oraz słabnącej presji popytowej. Niemniej w obliczu podwyżek płacy minimalnej oraz wzrostu cen ropy naftowej (na skutek rosnących napięć geopolitycznych) niepewność dotycząca przyszłej ścieżki inflacyjnej jest wyjątkowo wysoka.
- Wzrost inflacji z pewnością nie ucieszy członków Rady Polityki Pieniężnej, ale naszym zdaniem poprzeczka dla ewentualnych podwyżek stóp procentowych jest zawieszona bardzo wysoko. Spodziewamy się, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku. Mimo to z uwagą będziemy wsłuchiwać się w komentarze prezesa NBP oraz członków RPP podczas śródowej konferencji prasowej po styczniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,30	3,87	5,18	1,11	1,50	-0,50	1,72	-0,30	1,75
IV KW 20	4,26	3,67	5,01	1,16	1,50	-0,50	1,72	-0,30	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 25.11.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 13.12.2019 r.

Wykres 1. Inflacja najprawdopodobniej wzrośnie do ok. 4% w I kwartale.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

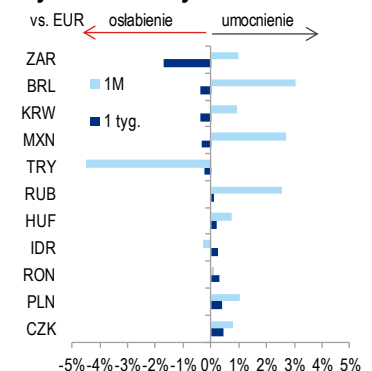
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



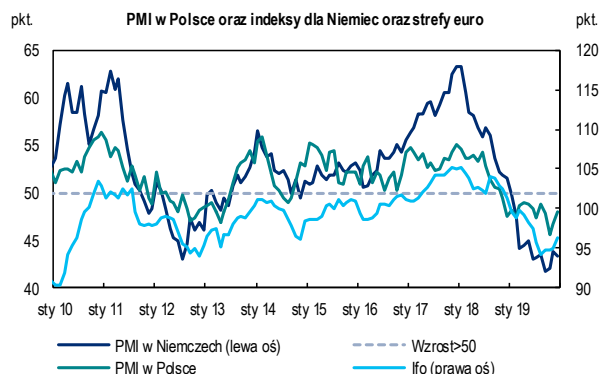
Według stanu na dzień 3.01.2020 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

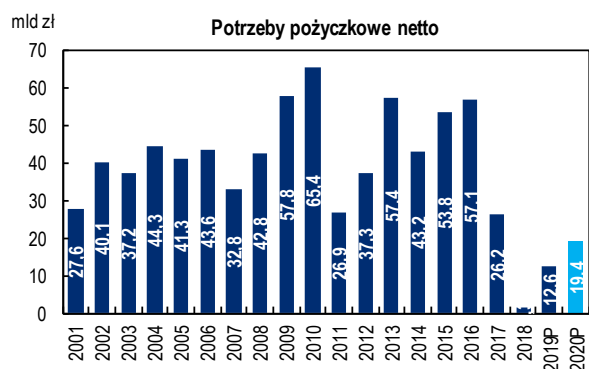
Wykres 3. PMI wzrósł bardziej niż oczekiwano, ale 14 miesiąc poniżej 50 pkt



- Indeks PMI dla przemysłu wzrósł w grudniu do 48 pkt z 46,7, co było wynikiem powyżej oczekiwań rynkowych (46,8) i naszej prognozy (47). Szczegóły raportu PMI wskazały na zmniejszenie spadku produkcji i nowych zamówień oraz poprawę prognoz przyszłej produkcji. Chociaż indeks pozostaje poniżej 50 pkt od czternastu miesięcy spowolnienie produkcji przemysłowej przyszło z opóźnieniem i nie jest tak głębokie jak wskazuje PMI. Ponadto pozytywne niespodzianki PMI w Polsce i w strefie euro sugerują, że indeksy koniunktury mają już za sobą dołek. Niemniej jednak oczekujemy słabszego wzrostu produkcji w 2020 r. niż w 2019 r. i spowolnienia wzrostu gospodarczego do 3,4% z 4,2-4,3%.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

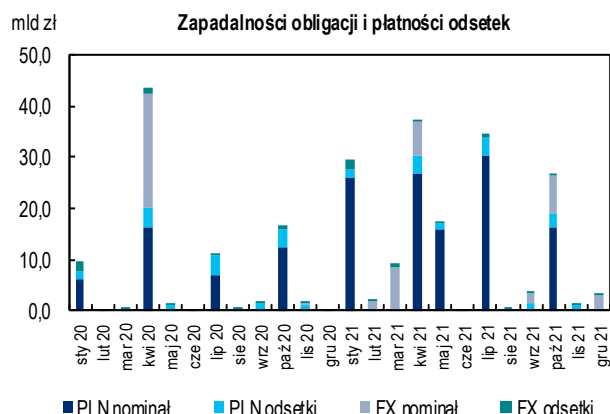
Wykres 4. Skorygowany budżet zakłada wyższe dochody i wydatki, wysoki transfer z NBP i wyższe potrzeby pożyczkowe



- Skorygowany projekt budżetu na 2020 r. przewiduje zbilansowany budżet przy wyższych dochodach i wydatkach od planowanych we wrześniu o ok. 5,8 mld zł. Na taki wynik złożą się niższe dochody z VAT (196,5 mld zł, 8% r/r) przy wyższym zysku NBP (7,1 mld zł - poprzedni projekt nie zakładał wpłaty NBP). Deficyt sektora rządowego i samorządowego ma wynieść ok. 1,2 % PKB.
- Według projektu planowane potrzeby pożyczkowe netto będą wyższe niż planowano we wrześniu o 4,1 mld zł i wyniosą 23,5 mld zł a tegoroczne potrzeby będą 2,5 mld zł niższe i wyniosą 12,6 mld zł.
- Na koniec roku MF miał sfinansowane ponad 40% potrzeb pożyczkowych. Oznacza to, że do końca roku resort finansów będzie musiał jeszcze wyemitować ok. XX mld zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 5. Oczekujemy dużej emisji netto w I kwartale



- Resort finansów zapowiedział podaż obligacji w I kwartale na poziomie 17-27 mld zł, z czego 6-14 mld zł już w styczniu. Jak sygnalizowaliśmy wcześniej w naszych raportach, resort finansów może jak co roku emitować dużo obligacji w I kwartale, aby odbudować stan depozytów (jedynie 20 mld zł na koniec grudnia) i przygotować się na duże zapadalności w kwietniu (14 mld zł, i 5,25 mld EUR). Przy dosyć niewielkich zapadalnościach w I kw. (ok. 5,5 mld zł) emisja netto będzie spora, co może wywierać presję na wzrost rentowności podobnie jak wzrost inflacji. Drugi kwartał będzie naszym zdaniem korzystniejszy dla długu przy spadającej inflacji i niższej emisji netto.
- W listopadzie inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje nominalne zaangażowanie na krajowym rynku obligacji o 1,3 mld zł. Obligacje sprzedawały banki centralne i fundusze z Japonii.

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 sty WTOREK							
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	XII	2,8	2,9	2,6
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	1,0	0,5	-0,6
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XII	1,3	1,3	1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XI	-43,4	-43,6	-47,2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	XI	--	-0,6	0,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	55,2	54,5	53,9
8 sty ŚRODA							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	0,2	-0,4
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XII	--	101,5	101,3
	PL	Decyzja RPP	%	I	1,5	1,5	1,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XII	--	165	67
9 sty CZWARTEK							
02:30	CN	Inflacja	% r/r	XII	--	--	4,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	0,7	-1,7
10 sty PIĄTEK							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	-4,2	-4,0	-3,0
09:00	CZ	PKB	% r/r	Q3	2,5	--	2,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XII	3,5	3,5	3,5
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII	175	163	266

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	580	635	700
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.241	2.366	2.502
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.101	16.577	18.272
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	5,5	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,3	3,4	3,4
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	7,0	0,0	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,2	4,2	3,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,2	4,3	3,4
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	3,3	4,3	5,2
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,4	4,5	4,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,5
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,2	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,8	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	0,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,10	1,90	2,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,87	3,67	3,51
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,76	3,61
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,30	4,26	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,28	4,26
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-0,8	-1,7	-2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	-0,3
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-3,2	-3,1	-1,5
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	254,5	266,7	305,0
Import	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	257,6	269,8	306,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	26,9	26,2	27,1
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-21,2	-21,5	-23,5
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-2,6	-2,4	-1,5	-0,4	-0,9	-1,2	-2,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,5	0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,9	44,3	43,1

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 Bank Handlowy w Warszawie S.A., wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do 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, nie stanowi „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 oraz 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamy bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym, Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranym bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. 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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.