

CitiWeekly

Inflacja nie pozwala o sobie zapomnieć

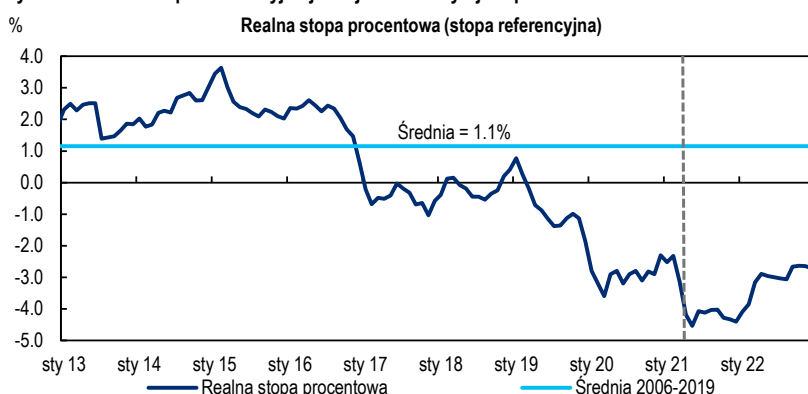
- Większość ekonomistów spodziewała się istotnego wzrostu inflacji w kwietniu, jednak ostateczny wynik przekroczył nawet najśmielsze prognozy. Ceny w minionym miesiącu wzrosły o 4,3% r/r, o ponad jeden punkt procentowy szybciej niż w marcu. Znaczny wzrost inflacji można częściowo przypisywać drożejącej żywności, jednak istotne podwyżki odnotowano również w innych kategoriach, a inflacja bazowa prawdopodobnie wyniosła około 3,8%.
- Od pewnego czasu w gospodarce utrzymują się warunki silnie sprzyjające wzrostowi cen. Znaczne osłabienie złotego na przełomie roku, napięta sytuacja na rynku pracy i jednocześnie zaburzenia w łańcuchach dostaw powinny przyczyniać się do odbicia CPI. Do tego dochodzi silniejsze od przewidywanego ożywienie gospodarcze. Dotychczas nie było jasne jak szybko powyższe czynniki znajdą odzwierciedlenie w danych inflacyjnych – czy będzie to okres mierzony w miesiącach, czy kwartałach. Niemniej najnowsze dane rozwiewają wątpliwości pokazując, że presja inflacyjna już się materializuje. Biorąc pod uwagę planowane otwarcie gospodarki (por. strona 2) można spodziewać się dalszego narastania presji cenowej, w miarę jak konsumenci zaczną realizować długo odkładane wydatki.
- Nasza zaktualizowana prognoza zakłada wzrost CPI do około 4,6% w maju, a w całym roku inflacja może wynieść średnio ~4%. Nie znamy jeszcze dokładnego rozbięcia danych za kwiecień, ale w świetle dostępnych informacji wydaje się, że ryzyko dla powyższej prognozy jest niesymetryczne i „przechylone” w kierunku jeszcze wyższej inflacji. Nie jest to może nasz scenariusz, ale trudno nie zauważyć, że ścieżka CPI niebezpiecznie zbliża się do poziomu 5%.
- Przyjmując bieżący poziom inflacji jako „naiwne” przybliżenie oczekiwań inflacyjnych, realne stopy procentowe w Polsce kształtują się na poziomie *minus* 4%. Biorąc pod uwagę luźną politykę monetarną i fiskalną, trudno liczyć na szybkie ograniczenie presji cenowej.
- W tym kontekście środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej oraz piątkowa (7.05) konferencja prezesa Głapińskiego będą najciekawszymi wydarzeniami najbliższych dni. W szczególności ciekawe będzie na ile władze monetarne zmienią swoją gołębią retorykę w reakcji na oznaki rosnącej inflacji. Naszym zdaniem zaostrożenie tonu RPP byłoby pożądaną zmianą, która pozwoliłaby ograniczyć wzrost obaw inflacyjnych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 21	4,53	3,84	5,27	1,18	0,10	-0,50	-0,30	1,81
II KW 22	4,43	3,82	5,27	1,16	0,10	-0,50	-0,05	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 8.04. Pozostałe prognozy z 21.04.2021 r

Wykres 1. Realna stopa referencyjna jest ujemna i oscyluje w pobliżu -4%



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

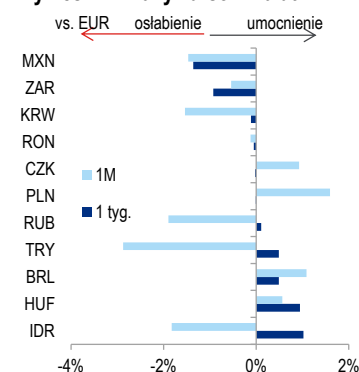
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 30.04.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 30.04.2021 r.

Źródło: Reuters.

Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

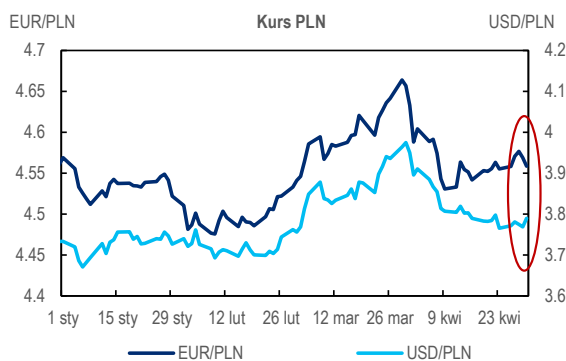
Wykres 4. Plan otwierania gospodarki

Zmiany w restrykcjach	
4 maja	Otwarcie galerii handlowych, sklepów budowlanych, meblowych; nauka stacjonarna dla klas 1-3 szkół podstawowych
8 maja	Hotele (50% obłożenie, bez restauracji i strefy spa)
15 maja	Restauracje (na zewnątrz), nauka hybrydowa dla klas 4-8 w szkołach podstawowych i dla szkół średnich
29 maja	Szkoły wracają do stacjonarnej nauki, otwarcie teatrów, kin, siłowni, restauracji (wewnątrz, 50% miejsc)

- W minionym tygodniu rząd przedstawił plan znoszenia antypandemicznych obostrzeń. Plan jest rozłożony w czasie (por. tabela obok), jednak w praktyce zakłada on, że pod koniec maja gospodarka ma powrócić do stanu *zbliżonego* do normalności.
- Od maja spodziewamy się ponownego znacznego wzrostu mobilności społecznej i zwiększonych wydatków gospodarstw domowych. Powinno to pozwolić na ponowne odbicie popytu konsumpcyjnego i na wzrost PKB o około 10% r/r w całym II kwartale (w znacznym stopniu spektakularny wynik w ujęciu rok-do-roku będzie zasługą niskiej bazy).
- Kluczowe znaczenie będzie miało to, czy „odmrażanie” doprowadzi do ponownego wzrostu transmisji wirusa i na tym w najbliższych tygodniach będzie koncentrować się nasza uwaga.

Źródło: KPRM, Citi Handlowy

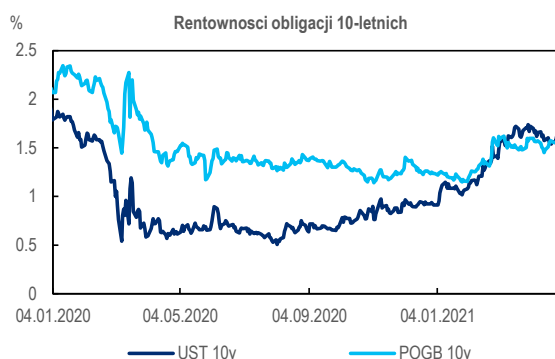
Wykres 5. Złoty bez większej reakcji na decyzje TSUE



- Ubiegłotygodniowa decyzja Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie kredytów frankowych nie przyniosła rozwiązań, które mogłyby w krótkim horyzoncie wpłynąć na rynek FX. Rynek „wyczekuje” na decyzję Sądu Najwyższego (11.05.), ale mamy wrażenie, że wśród inwestorów na rynku walutowym temat ten wywołuje już znacznie mniej emocji niż jeszcze w lutym lub marcu.
- Podtrzymujemy nasze zdanie, że NBP najprawdopodobniej ostatecznie zdecyduje się uczestniczyć w programie przewalutowania kredytów. Potwierdzają to m.in. informacje z opublikowanego w kwietniu sprawozdania finansowego NBP. W sprawozdaniu tym znalazła się bowiem wzmianka o transakcjach swapowych w CHF zawieranych przez NBP z bankami komercyjnymi.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. Perspektywy ożywienia w Stanach utrzymują rentowności UST na wysokim poziomie



- Fed konsekwentnie nie śpieszy się. W minionym tygodniu szef Fed Jerome Powell po raz kolejny zasygnalizował, że musi jeszcze minąć trochę czasu zanim wygaszanie skupu aktywów stanie się uzasadnione i FOMC zacznie o nim dyskutować.
- Biorąc pod uwagę prawdopodobnie dobre dane z rynku pracy w kwietniu, zakładamy, że Fed może zacząć rozmawiać o „taperingu” w czerwcu. Samo wygaszanie skupu aktywów to kwestia bardziej odległa. Przyjmujemy, że może się ono zacząć pod koniec tego roku, a na podwyżki stóp prawdopodobnie będzie trzeba poczekać do końca 2022 r.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 maj WTOREK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IV	--	55	54,3
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	III	-74,1	-74	-71,1
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	--	1,5	-0,8
5 maj ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IV	--	50,1	50,1
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IV	50,3	50,3	49,6
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IV	--	863	517
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IV	64,5	64,2	63,7
	PL	Decyzja RPP	%	V	0,1	0,1	0,1
6 maj CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	0,4	1,7	1,2
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	-0,2	1,5	3,0
	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	520	540	553
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	3620	3610	3660
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	V	0,1	0,1	0,1
7 maj PIĄTEK							
03:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	IV	--	--	54,3
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	--	2,3	-1,6
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	11,3	--	-2,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IV	1150	950	916
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IV	5,8	5,8	6,0

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	595	650	713
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.317	2.462	2.691
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.537	16.990	18.665
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	4,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,5	10,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	5,5	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,8	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,0	9,6
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-2,6	13,8	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	4,5	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,9	3,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,04
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,80	2,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,5	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	0,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,6	7,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	286,1	322,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	275,5	315,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	30,0	33,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-22,2	-30,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-5,4	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,4	-4,0	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,1	47,7	45,9

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 tożsamyh 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 wybranych 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.