

CitiWeekly

Prognozy PKB w dół, inflacja w górę

Nasz bazowy scenariusz zakłada obecnie, że inflacja przekroczy nie tylko 6%, ale też 7%. Ostatnie dane GUS pokazały rewizję wstępnego odczytu inflacji w górę do 5,9% r/r z 5,8%, a na przyspieszenie wpłynął przede wszystkim wzrost inflacji towarów do 5,6% z 5,1% przy stabilizacji inflacji usług na poziomie 6,6%. Wpływ na inflację towarów ma rosnąca importowana inflacja, a do tego efekt przeniesienia osłabienia złotego na ceny towarów może być wyższy w sytuacji utrzymywania słabego złotego przez długi czas przy dobrej sytuacji finansowej konsumentów i presji kosztowej firm. Wzrost cen towarów może odzwierciedlać problemy z podażą, ale także efekty drugiej rundy. Z kolei wysokie wzrosty cen usług w 2020 r. sprawiają, że za sprawą wysokiej bazy inflacja usług nie przyspiesza. Oczekujemy obecnie, że inflacja przekroczy 6% już w październiku, a w styczniu prawdopodobnie przekroczy 7% w związku z rosnącymi cenami ropy, podwyżkami cen gazu, energii elektrycznej i większymi niż w 2021 r. podwyżkami akcyzy na tytoń i alkohol. Według naszego scenariusza inflacja zacznie stopniowo spadać w kolejnych miesiącach osiągając 3,5% na koniec 2022 roku, ale średniorocznie osiągnie około 5% przy wzroście inflacji netto do 4,5% z 3,9% w tym roku.

Zrewidowaliśmy naszą prognozę PKB na ten rok do 5% (-0,2 pkt proc.) a na 2022 r. do 4,7% (-0,6 pkt proc.) za sprawą spowolnienia na świecie oraz prawdopodobnych opóźnień w napływie środków unijnych. Ostatnie dane z Niemiec pokazały znacznie słabsze wyniki produkcji przemysłowej, a indeks globalnych niespodzianek osiągnął najniższy poziom od maja 2020 r. Ponadto rosnące ceny energii wpływają na realny dochód gospodarstw domowych, a zaburzenia łańcucha dostaw ograniczają możliwości produkcyjne i zakupowe. Ponadto wzrost napięć z UE może prowadzić do opóźnienia napływu środków unijnych z funduszu odbudowy, co mogłoby odjąć ok. 0,1 pkt proc. od tegorocznego wzrostu i 0,2-0,3 pkt proc. od wyniku PKB w 2022 r. Mimo rewizji prognoz PKB w dół trudno jednak mówić o scenariuszu stagflacyjnym w przypadku Polski, biorąc pod uwagę, że PKB osiągnął poziom sprzed pandemii prawdopodobnie w II kw., a w 2022 r. luka popytowa może być dodatnia.

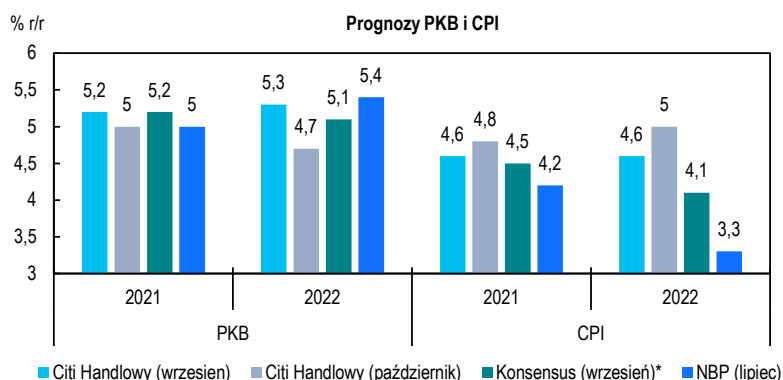
Choć gołębi ton prezesa NBP sugeruje, że RPP wstrzyma się z kolejną podwyżką stóp do przyszłego roku, to biorąc pod uwagę wysoki odczyt inflacji w październiku i nową projekcję inflacji NBP, nie zdziwiłoby nas, gdyby Rada zdecydowała się podwyższyć stopy już w listopadzie. Zakładamy, że ruch w październiku był początkiem cyklu, który może zaprowadzić stopę referencyjną nawet do poziomu 2,25% na początku 2023 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,65	4,04	5,34	1,15	0,50	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,53	4,04	5,27	1,12	2,00	-0,50	0,00	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 6.10. Pozostałe prognozy z 22.09.2021 r

Wykres 1. Prognozy PKB są stopniowo rewidowane w dół a inflacji w górę



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy, *Reuters, Bloomberg

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

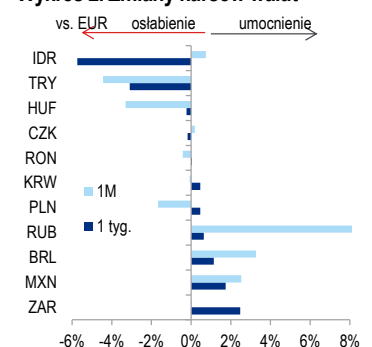
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

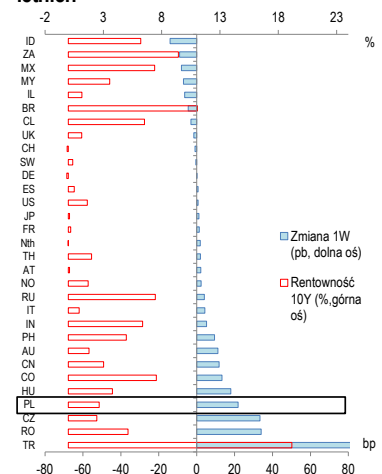
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 15.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



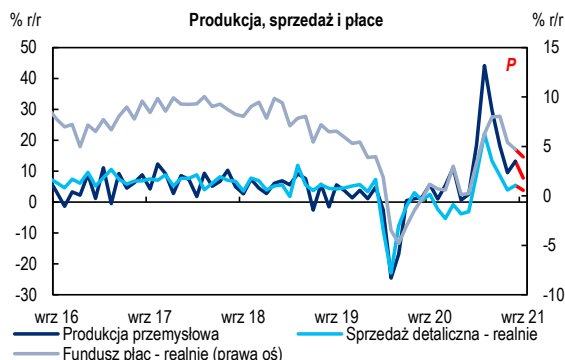
Według stanu na dzień 15.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

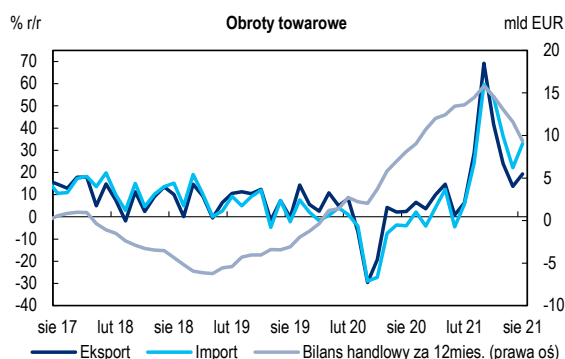
Wykres 4. Przyszły tydzień może pokazać spowolnienie we wrześniu



- W tym tygodniu ukaże się seria danych z polskiej gospodarki za wrzesień.
- Na początek poznamy dane z rynku pracy - oczekujemy spowolnienia wzrostu płac do 9,2% r/r (z 9,5%) oraz wzrostu zatrudnienia o 0,7% r/r (vs. 0,9%). Naszym zdaniem popyt na pracę pozostaje silny, co przy spadającej stopie bezrobocia przekłada się na wysoki wzrost płac.
- Spodziewamy się spowolnienia produkcji przemysłowej do 7,8% r/r (z 13,2%) w związku z ograniczoną podażą komponentów, a także niższej dynamiki produkcji budowlanej (8,6% r/r z 10,2%), która w najbliższych miesiącach może być wspierana wzrostem pozwoleń na budowę.
- Sprzedaż detaliczna zapewne spadnie do 3,8% r/r (z 5,4%) w związku ze słabszą sprzedażą samochodów oraz niższą aktywnością zakupową.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

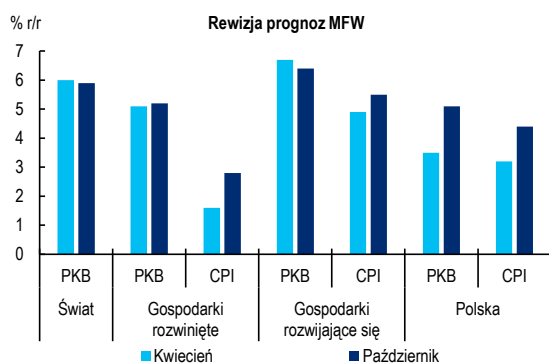
Wykres 5. Wyższy deficyt na rachunku bieżącym



- Deficyt obrotów bieżących zwiększył się w sierpniu do 1,7 mld EUR z 1,6 mld EUR i był wyższy od konsensusu na poziomie 1,2 mld EUR. Głównym powodem tej niespodzianki był słabszy bilans handlowy, gdzie na dynamikę eksportu negatywnie wpłynęły problemy z podażą komponentów, zwłaszcza w przemyśle motoryzacyjnym. Natomiast import był „zawyżony” przez rosnące ceny energii. Biorąc pod uwagę ostatnie rewizje danych o bilansie płatniczym przez NBP, 12-miesięczne skumulowane saldo obrotów bieżących osłabiło się w sierpniu do 0,9% PKB z 1,4% po lipcu.
- Naszym zdaniem sezonowa poprawa bilansu handlowego wesprze rachunek obrotów bieżących w pozostałej części roku, jednak w mniejszym stopniu niż początkowo zakładaliśmy. Oczekujemy, że saldo obrotów bieżących za cały rok osłabi się o ok. 0,7-0,8% PKB i będzie kontynuować trend spadkowy w 2022 r. Niemniej nie spodziewamy się powrotu do deficytu w najbliższych latach.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Wzrasta ryzyko dla globalnych perspektyw gospodarczych



- Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozę wzrostu światowego PKB w 2021 r. do 5,9 % (Citi: 5,8%). MFW podkreślił wpływ pandemii na globalne łańcuchy dostaw, zakłócenia po stronie podaży oraz rosnącą inflację.
- Inflacja bazowa w USA wzrosła we wrześniu o 0,24 % m/m, kontynuując trend wzrostowy. Zakładamy, że presja inflacyjna w USA może okazać się bardziej trwała niż przyjmuje rynek i Fed, a nasz scenariusz bazowy przewiduje pierwszą podwyżkę stóp w grudniu 2022 r.
- Protokół z ostatniego posiedzenia FOMC sugeruje, że ograniczenie skupu aktywów zostanie prawdopodobnie ogłoszone 3 listopada. W następstwie danych z rynku pracy (wysoki wzrost płac i słabsze zatrudnienie z powodów podażyowych) i trwałej presji na inflację bazową, oczekujemy, że *tapering* rozpocznie się w już w listopadzie.

Źródło: MFW, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 Oct PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IX	4,1	3,8	3,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-0,4	0,2	0,4
19 Oct WTOREK							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	0,7	0,6	0,9
10:00	PL	Płace	% r/r	IX	9,2	8,6	9,5
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	X	1,80	1,80	1,65
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	IX	1640	1620	1615
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IX	1730	1680	1721
20 Oct ŚRODA							
10:00	PL	PPI	% r/r	IX	--	10,0	9,5
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	7,8	8,2	13,2
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	IX	3,4	3,4	3,0
21 Oct CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	3,8	5,1	5,4
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IX	8,6	8,3	10,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	280	303	293
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt.	X	--	24,0	30,7
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	IX	6,10	6,05	5880
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt.	X	-5,5	-5,0	-4,0
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	IX	--	0,4	0,9
22 Oct PIĄTEK							
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt.	X	55,5	55,1	56,4
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt.	X	57,0	56,9	58,6
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt.	X	--	60,4	60,7
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt.	X	--	55,2	54,9

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	gru-20	15/10/2021	gru-21	mar-22	cze-22	wrz-22	gru-22	mar-23	cze-23	wrz-23
2L	0,10	0,94	1,70	2,00	2,20	2,40	2,60	2,45	2,30	2,30
3L	0,18	1,62	2,10	2,40	2,44	2,80	2,85	2,64	2,55	2,43
5L	0,47	1,86	2,45	2,72	2,78	3,13	3,18	2,97	2,88	2,76
10L	1,25	2,18	2,90	3,15	3,30	3,50	3,70	3,65	3,50	3,50

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	666	734
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2.324	2.569	2.824
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15.582	17.460	19.275
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	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,8	5,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-9,6	5,8	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,3	4,6	5,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	5,9
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	12,9	8,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	17,1	9,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,8	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,8	5,0
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,8	8,0	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	3,6	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,09	2,36
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	2,90	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	4,04	4,04
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	4,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,65	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,59
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	5,1	2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,8	0,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	8,9	10,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	325,2	385,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	316,3	374,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,5	30,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-28,1	-35,0
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	153,5	165,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-3,6	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	47,8	44,8	42,0

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.