

CitiWeekly

Coraz wyższa inflacja i stopy

■ Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 50 pkt bazowych i zakładamy kontynuację zacieśniania polityki pieniężnej w podobnej skali w kolejnych miesiącach. RPP niemal nie zmieniła komunikatu w porównaniu z grudniem, sygnalizując, że kolejne ruchy będą nakierowane na obniżenie inflacji. W trakcie konferencji prasowej prezes Głapiński sygnalizował, że będzie rekomendował podwyżkę stóp na kolejnym posiedzeniu o 50 pb, gdyż taki ruch oznaczałby kontynuację dotychczasowej polityki RPP. Jego zdaniem zmiana o 75 pb mogłaby być zinterpretowana jako przyspieszenie cyklu, a 25 pb mogłoby być sygnałem o zbliżającym się końcu podwyżek. Dostrzegamy ryzyko nieco większej podwyżki stóp w lutym (o 75 pb) biorąc pod uwagę wyższą od oczekiwań inflację oraz pojawienie się dwóch nowych członków RPP, którzy mogą zmienić rozkład głosów na nieco bardziej jastrzębi.

■ Przyjmujemy, że stopa referencyjna osiągnie w tym roku 4,25% i zacznie się obniżać w 2023 r. wraz spadkiem inflacji. Wsparciem dla naszego scenariusza są komentarze prezesa NBP, który sygnalizował, że wciąż jest przestrzeń do podwyżek stóp procentowych, a stopa referencyjna NBP „bezpieczna” dla gospodarki, to 3%, a nawet 4% w przypadku utrzymania mocnego wzrostu PKB. Zakładamy, że stopa referencyjna przekroczy te poziomy biorąc pod uwagę dalszy spadek realnych stóp procentowych przy kolejnych niespodziankach inflacyjnych w górę, które podwyższają ścieżkę inflacji na kolejną miesiąc.

■ Według wstępnego szacunku GUS inflacja wzrosła w grudniu do 8,6% r/r z 7,8% wyraźnie przekraczając oczekiwania, co stwarza ryzyko dwucyfrowego wyniku w kolejnych miesiącach. Inflacja zaskoczyła w górę przede wszystkim za sprawą cen żywności, ale wyższa okazała się także inflacja netto. W styczniu dynamika CPI może osiągnąć wynik zbliżony do 10% r/r, a jeszcze wyższy poziom w połowie roku. W odpowiedzi na wzrost inflacji rząd planuje wprowadzenie kolejnej wersji tarczy antyinflacyjnej, która uwzględniałaby m.in. obniżenie VAT na paliwa z 23% do 8% na pół roku i VAT na żywność, co obniżałoby miesięczną ścieżkę inflacji o odpowiednio o 0,8pkt proc. i 1 pkt proc (w miesiącach w których obowiązywałyby niższe stawki). Choć takie zmiany wpłynęłyby na podstawowy wskaźnik inflacji, to nie miałyby wpływu na inflację bazową, która pozostanie na wysokim poziomie i w tym roku najprawdopodobniej wzrośnie do ponad 6% z 4% w 2021 r. za sprawą mocnego popytu

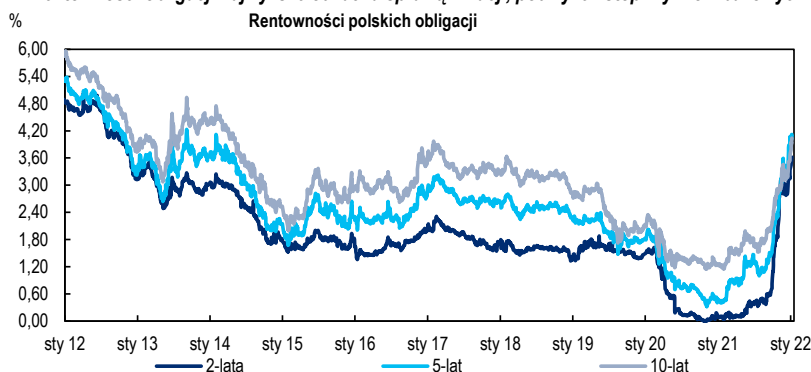
■ W obliczu rosnącej wysokiej inflacji sądzimy, że RPP będzie wciąż preferować nieco mocniejszego złotego, co może sprzyjać umocnieniu złotego w kolejnych miesiącach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,62	4,16	5,37	1,11	2,75	-0,50	-0,15	2,07
I KW 23	4,48	4,00	5,21	1,12	3,00	-0,50	0,05	2,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 09.12. Pozostałe prognozy z 29.11.2021 r

Wykres 1. Rentowności obligacji najwyższe od lat za sprawą inflacji, podwyżek stóp i rynków bazowych



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

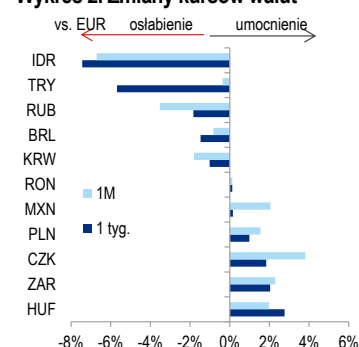
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

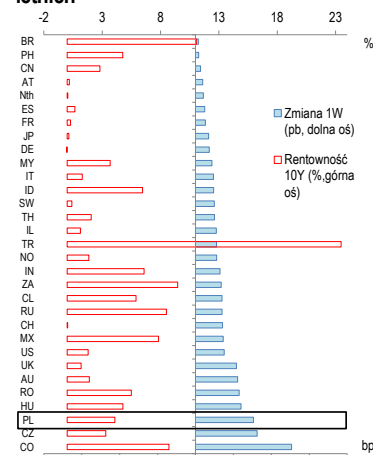
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.1.2022 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 7.1.2022 r.

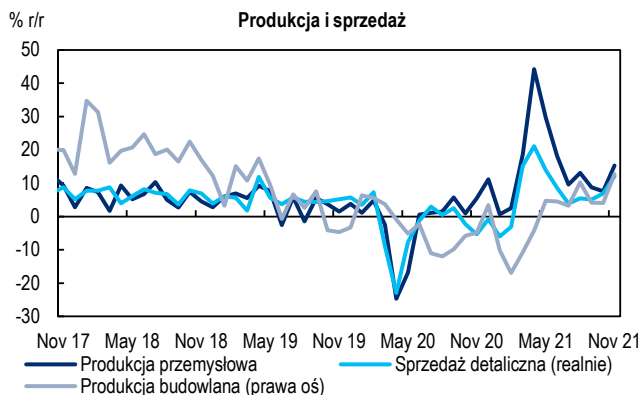
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Wysoka aktywność pod koniec 2021 r.

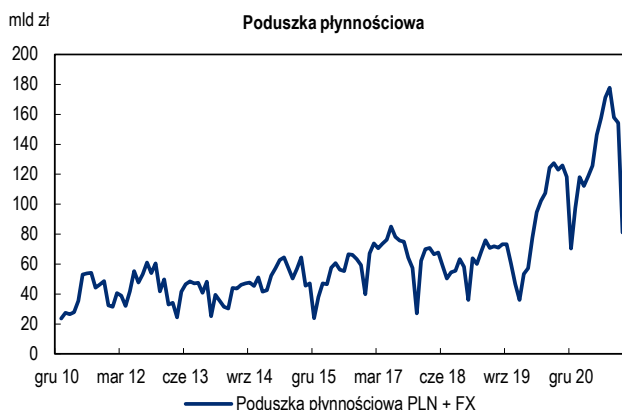


■ Dane o aktywności gospodarczej publikowane jeszcze w grudniu wyraźnie zaskoczyły w górę. Produkcja przemysłowa przyspieszyła aż do 15,2% r/r z 7,8% (+ 6,5% m/m po odsezonowaniu), a poprawa nastąpiła w większości kategorii. Produkcja budowlana wzrosła w listopadzie o 12,7% (vs. 4,2% miesiąc wcześniej). Z kolei sprzedaż detaliczna przyspieszyła do 12,1% r/r z 6,9% (+2,5% m/m). Jedynie w pewnym stopniu na tak mocne wyniki miał wpływ brak restrykcji względem 2020 r., a w dużym stopniu przyczynił się ogólny silny wzrost popytu w polskiej gospodarce.

■ W obliczu tak mocnych danych za listopad szacujemy, że wzrost gospodarczy w IV kwartale prawdopodobnie przyspieszył do 6,8% z 5,3%, a w całym roku osiągnął 5,7%. Oczekujemy za to, że w tym roku wzrost gospodarczy wyhamuje do 4,2% i poniżej 4% w latach 2023-2024, choć luka popytowa w gospodarce pozostanie dodatnia.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 4. Zaawansowane prefinansowanie potrzeb pożyczkowych i niska podaż w I kw.

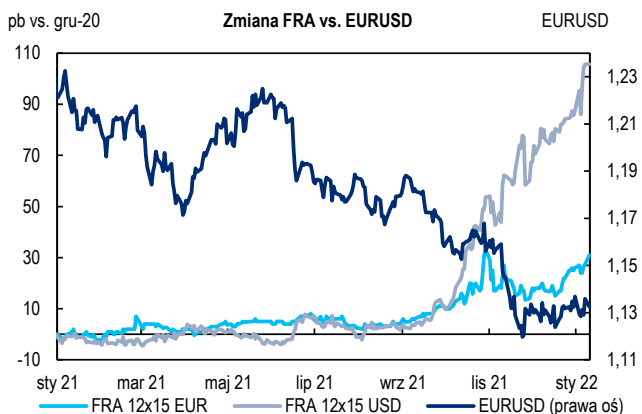


■ Według danych Ministerstwa Finansów za grudzień, zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu nie uległo istotnej zmianie przy niewielkim wzroście portfeli krajowych banków i łącznego zadłużenia skarbowego. W całym roku przyrost długu skarbowego został sfinansowany głównie przez NBP i gospodarstwa domowe. Brak planów NBP co do dalszego skupu obligacji może oddziaływać w kierunku wyższych rentowności.

■ Ministerstwo Finansów poinformowało, że prefinansowało ok. 40% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na 2022 r. na poziomie 212 mld zł. Było to możliwe dzięki dobrym wynikom budżetu i emisjom ubiegłorocznym. Brak emisji w grudniu, przy pogorszeniu salda budżetu do ok. -35 mld zł z +50 mld zł na koniec listopada, doprowadził do zmniejszenia poduszki płynnościowej resortu finansów do ok. 80 mld zł ze 150 mld zł. Mimo to wysokie prefinansowanie sprawiło, że podaż obligacji na I kw. (16-26 mld zł) jest stosunkowo niewielka.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 5. Cztery podwyżki stóp w USA w tym roku, a początek cyklu już w marcu



■ Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w grudniu mniej niż oczekiwano, jedynie o 199 tys. wobec oczekiwanych 400-450 tys., ale dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w górę o ok. 140 tys. Stopa bezrobocia spadła do 3,9% z 4,2%, a wynagrodzenia wzrosły aż o 0,6% m/m, co oznacza, że większość członków Fed może stwierdzić, że został spełniony warunek pełnego zatrudnienia. W rezultacie zakładamy obecnie, że Fed przyspieszy cykl podwyżek i rozpocznie go w marcu, a w całym roku podwyższy stopy czterokrotnie.

■ W tym tygodniu w centrum uwagi na rynkach zagranicznych będą dane o inflacji w USA i w regionie. Poznamy też ostatnie europejskie dane o PKB sprzed nasilenia fali epidemicznej oraz główne dane o aktywności w USA: sprzedaż detaliczną i produkcję przemysłową.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 sty	PONIEDZIAŁEK						
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XI	--	1,2	1,2
12 sty	ŚRODA						
02:30	CN	Inflacja	% r/r	XII	--	--	2,3
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XII	6,1	--	6
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,1	0,8	1,1
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	XII	0,4	0,4	0,8
13 sty	CZWARTEK						
12:00	PL	Aukcja zamiany					
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	--	-1400	-1791
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	210	213	207
14:30	USA	PPI	% m/m	XII	0,3	0,4	0,8
14 sty	PIĄTEK						
08:30	HU	Tygodniowa stopa depozytowa	%	tyg.	4,0	4,0	4,0
08:00	UK	PKB	% r/r	XI	0,5	0,4	0,3
09:00	DE	PKB	% r/r	2021	2,8	2,7	-5,0
10:00	PL	CPI	% r/r	XII	8,6	8,6	7,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0,4	-0,1	0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0,4	0,3	0,5
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	I	69,1	70,0	70,6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

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	598	647	679
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.579	2.847
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	16.969	17.822
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	6,2	5,7	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,0	5,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,8	4,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,8	5,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	6,9
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,9	9,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,4
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	8,9
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,9
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	1,75	4,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,70	4,47
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,70	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,50
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,56	4,56
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,0	0,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	4,9	6,8
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	331,9	355,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	327,0	349,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,8	27,7
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-31,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	160,0	175,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,9	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,8	-2,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,9	40,7

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 specyficznych 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.