

CitiWeekly

Niekonwencjonalnie w inflację

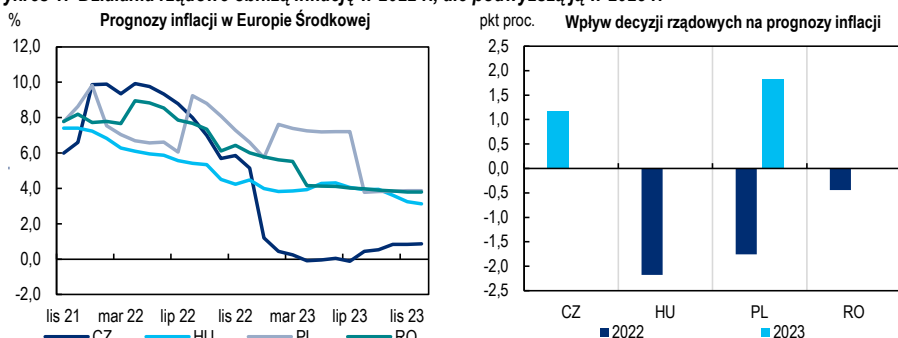
- Inflacja w Polsce osiągnęła w grudniu 8,6% r/r, co stanowi najwyższy poziom od 2000 r. Naszym zdaniem to nie koniec wzrostów, a w styczniu CPI może osiągnąć nawet 10% zanim zacznie się stopniowo obniżać. Wzrost inflacji w Polsce napędzają w ostatnich miesiącach ceny towarów (wzrost inflacji towarów do 9% r/r za sprawą cen energii i żywności, energii, mebli, samochodów), ale wysoko utrzymuje się także inflacja usług (7,6%). Inflacja netto zapewne wzrosła do około 5,2%.
- Problem wysokiej inflacji nie dotyczy tylko Polski. W Węgrzech ceny wzrosły w grudniu o 7,4%, przy wyższym od oczekiwań wzroście inflacji bazowej (6,4%). W Czechach inflacja przebiła oczekiwania i wzrosła do grudnia do 6,6% r/r, a już na początku roku może sięgnąć około 10%. Wzrosty cen regularnie zaskakują także w głównych rozwiniętych gospodarkach. W strefie euro inflacja HICP osiągnęła rekordowy poziom 5% i nie jest wykluczone, że może jeszcze wzrosnąć. Widzimy też ryzyko w górę dla inflacji w USA, która w grudniu osiągnęła najwyższy poziom od 39 lat (7% r/r).
- Bardzo wysoka inflacja skłoniła kraje w regionie do podjęcia niekonwencjonalnych działań, polegających na obniżkach podatków, zamrażaniu cen energii, a nawet bezpośredniej kontroli wybranych towarów. W Polsce niższe podatki na gaz, energię elektryczną, ciepło i żywność mogą obniżyć tegoroczną inflację średnio o 2 punkty procentowe, a niewykluczone, że o więcej jeżeli okres obowiązywania „tarczy” zostanie przedłużony. Podobny co do skali wpływ na inflację mają działania podjęte przez rząd węgierski. Z drugiej strony rozwiązania przyjęte w Rumuni i Czechach będą miały znacznie mniejszy wpływ (wykres 1).
- Niestandardowe działania rządowe pomogą obniżyć inflację CPI, ale inflacja bazowa w regionie nie spadnie szybko. Ponieważ część presji cenowej ma charakter trwały i jest związana z silnym popytem, jej trwałe obniżenie wymagałoby zacieśnienia polityki pieniężnej lub fiskalnej, a nie tylko zmian podatkowych. Biorąc to pod uwagę oczekujemy dalszego zacieśnienia polityki monetarnej we wszystkich krajach regionu.
- Naszym zdaniem w Polsce stopa referencyjna może w tym roku sięgnąć 4,25%, na Węgrzech stopa efektywna może wzrosnąć do około 5-5,5% a w Czechach do 4,75-5%. Z punktu widzenia rynkowego kluczowe jest to, że zacieśnieniu polityki pieniężnej w regionie towarzyszyć będzie perspektywa podwyżek stóp w USA – spodziewamy się pierwszej podwyżki w marcu i w sumie czterech podwyżek w całym roku z ryzykiem po stronie szybszego zacieśnienia.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,53	3,97	5,46	1,14	3,25	-0,50	-0,15	2,07
I KW 23	4,45	3,94	5,24	1,13	4,25	-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 12.01. Pozostałe prognozy z 29.11.2021 r

Wykres 1. Działania rządowe obniżą inflację w 2022 r., ale podwyższą ją w 2023 r.



Źródło: Haver, prognozy Citi Research, prognozy Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

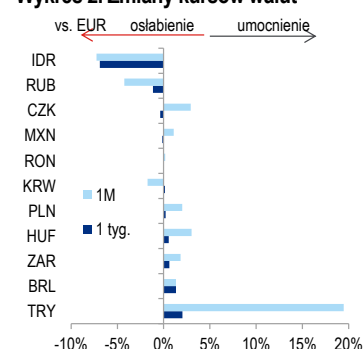
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

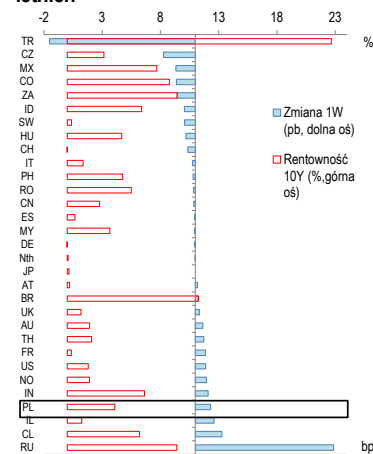
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 14.1.2022 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 14.1.2022 r.

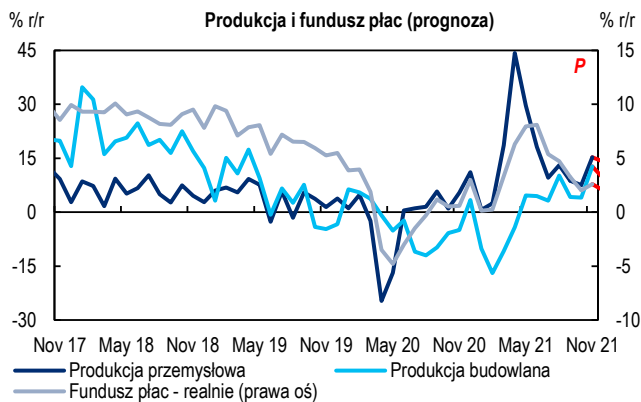
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

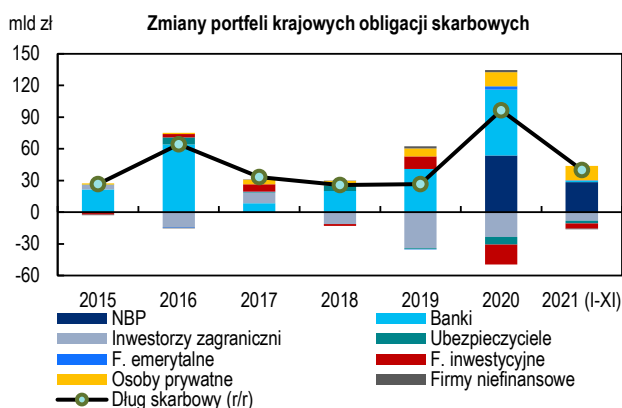
Wykres 3. Wysoka aktywność prawdopodobnie także w grudniu



- Po bardzo dobrych wynikach produkcji i pozytywnych niespodziankach w październiku i listopadzie spodziewamy się utrzymania korzystnych tendencji w grudniu. Oczekujemy jedynie niewielkiego spowolnienia produkcji przemysłowej do ok. 12% r/r i budowlanej do ok. 10% r/r przy wyższej liczbie dni roboczych.
- Oczekujemy również wysokiego wzrostu wynagrodzeń, który może osiągnąć 10% oraz stabilizacji dynamiki zatrudnienia na poziomie 0,7%. Dobre dane dla sektora przedsiębiorstw są wspierane przez utrzymujący się popyt na pracę, częściowo pod wpływem wysokiej aktywności w gospodarce, a częściowo wysokiej liczby osób znajdujących się na kwarantannie, co pokazuje m.in. raport PMI. Ponadto analizy NBP wskazują na powrót presji płacowej do poziomu przedpandemicznego.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

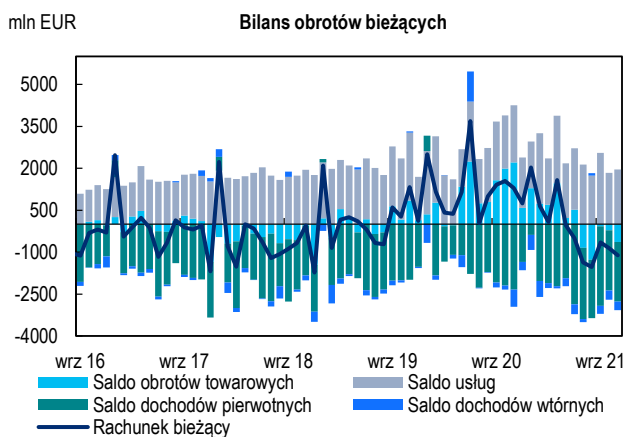
Wykres 4. Problemy z popytem na krajowy dług?



- Na pierwszej aukcji w tym roku Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości ok. 4 mld zł odkupując obligacje zapadające w tym roku (głównie PS0422: 1,9 mld zł i WZ1122: 1,2 mld zł). Po przetargu resort finansów poinformował, że zrealizował już 48% potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok na poziomie 223 mld zł.
- Spodziewamy się emisji krajowych obligacji w tym roku na poziomie 120 mld zł oraz ujemnej emisji obligacji zagranicznych netto (-16 mld zł). Największa emisja netto nastąpi w I kwartale (ok. 22 mld zł), a najniższa w III kw. (ok. -30 mld zł). Wobec odpływów z funduszy obligacyjnych, mniejszego popytu ze strony banków w ubiegłym roku i braku NBP na rynku, słabszy popyt na krajowe obligacje może przekładać się na relatywnie wyższe rentowności. Choć spread krajowych obligacji wobec rynków bazowych jest najwyższy od wielu lat nie jesteśmy pewni czy to wystarczy aby odwrócić spadkowy trend zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 5. Saldo w obrotach bieżących przestanie się pogarszać



- Deficyt obrotów bieżących wzrósł w listopadzie do -1,1 mld € z -0,9 mld €, ale był mniejszy niż oczekiwano. Ponadto dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w górę, w tym szczególnie eksport usług i towarów, a także import usług. Dynamika obrotów handlowych była większa niż zakładaliśmy, m.in. za sprawą wyższych cen, w tym szczególnie importu, który przyspieszył do 29% r/r z 21%, ale także eksportu, który przyspieszył do 14,2% r/r z 9,7%. Pogorszenia salda towarowego nie zrównoważyła poprawa salda usług i dochodów.
- Skumulowane za 12-miesięcy saldo obrotów bieżących pogorszyło się do ok. -0,2% PKB i spodziewamy się dalszego spadku do -0,4% na koniec roku. W tym roku zakładamy, że zmniejszające się zaburzenia w łańcuchach dostaw będą korzystnie wpływać na eksport, a spadek cen surowców w II poł. roku oraz spowolnienie konsumpcji ograniczy import i przełoży się na niewielką poprawę salda obrotów bieżących.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 sty	PONIEDZIAŁEK						
	USA	Dzień wolny - Dzień M. Luthera Kinga					
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XII	5,2	--	4,7
18 sty	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	I	32,0	32,7	29,9
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	I	--	28	31,9
19 sty	ŚRODA						
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	XII	1645	1650	1679
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	XII	1700	1701	1717
20 sty	CZWARTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	XII	5,0	5,0	5,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	215	230
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I	--	19	15,4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XII	6,51	6,49	6,46
21 sty	PIĄTEK						
10:00	PL	PPI	% r/r	XII	--	13,5	13,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	14	13	15,2
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XII	10,1	9	12,7
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	0,7	0,6	0,7
10:00	PL	Płace	% r/r	XII	10	9,1	9,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	I	-9,0	-9,0	-8,3
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	XII	--	0,8	1,1

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

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	4,2
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	6,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,5
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.