

CitiWeekly

Inflacja nie daje o sobie zapomnieć

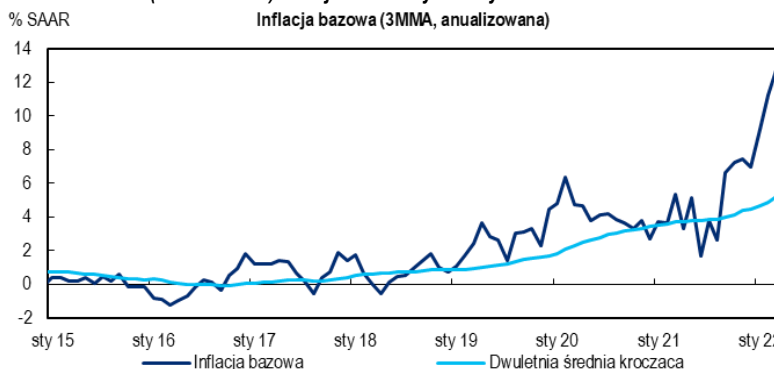
- W marcu ceny konsumpcyjne wzrosły o 10,9% w porównaniu z analogicznym miesiącem 2021 r., przebijając w ten sposób zarówno nasze jak i „rynkowe” oczekiwania. Systematyczne niespodzianki inflacyjne skłaniają do refleksji. Główne pytanie dotyczy tego, jak to możliwe, że CPI miesiąc po miesiącu zaskakuje w górę.
- Modele którymi dysponują ekonomiści (w tym również my) były budowane na podstawie danych z okresu charakteryzującego się bardzo niską inflacją. W naturalny sposób mogą one mieć skłonność do niedoszacowywania obecnych wzrostów cen. Niemniej mając świadomość tego faktu, większość prognoz koryguje swoje prognozy w górę w stosunku do tego co pokazują modele. Oczywiście nie możemy mieć pewności, że robią to wszyscy, ale z jakiegoś powodu konsensus prognoz jest od miesiący wyższy niż sugerowałyby prognozy modelowe.
- Skoro prognozujący (słusznie) starają się uwzględnić ryzyko niespodzianki, a mimo to rzeczywista inflacja zaskakuje w górę, trzeba rozważyć również inne możliwości. Dotychczas większość prognoz – również te z projekcji NBP – zakładała, że mamy po prostu do czynienia z bardzo silnym szokiem podaży. Oznaczałoby to, że inflacja może przez dwa lata być podwyższona, ale uda się uniknąć jej utrwalenia na wysokim poziomie i ostatecznie CPI zacznie się obniżać.
- Najwyższy czas, aby zastanowić się, czy takie podejście ma sens. W świetle z danych z ostatnich miesięcy wcale nie można wykluczyć, że spirala cenowo-płacowa nabiera na sile a inflacja zaczyna się utrzymywać na podwyższonym poziomie. To co nas niepokoi, to nie tyle inflacja wynikająca z drożących paliw i energii, lecz dynamiczny wzrost w pozostałych kategoriach. Gdyby wzrosty cen z ostatnich trzech miesięcy się utrzymały w przyszłości, inflacja nie uwzględniająca żywności i energii wyniosłaby 13% (wykres 1). Wzrost tak mierzonej inflacji jest widoczny co najmniej od połowy ubiegłego roku i jak na razie nie ma oznak jej wyhamowania.
- Na razie brakuje danych pozwalających jednoznacznie ocenić czy szok cenowy z ostatnich miesięcy się utrwalił i rzeczywiście weszliśmy w okres stale wysokiej inflacji. Jako papierak lakmusowy będziemy traktować dynamikę płac w kolejnych miesiącach. Jeżeli wynagrodzenia w II kw. będą wciąż rosły w tempie szybszym od inflacji może to być znak dla RPP, że otoczenie inflacyjne bardzo się zmieniło, a cykl podwyżek stóp procentowych dojdzie znacznie dalej niż dotychczas sugerowali przedstawiciele NBP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 22	4,70	4,35	5,66	1,08	5,00	0,25	1,99
II KW 23	4,60	4,14	5,48	1,11	4,50	0,35	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX i stopy NBP z dnia 1.04. Pozostałe prognozy z 17.03.2022 r

Wykres 1. Od niemal roku (anualizowana) inflacja bazowa systematycznie rośnie



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

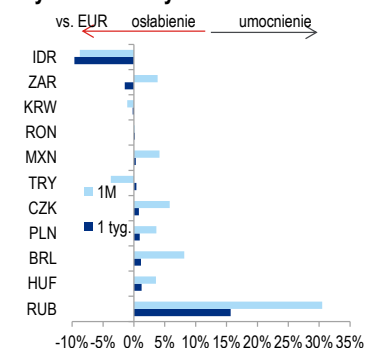
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

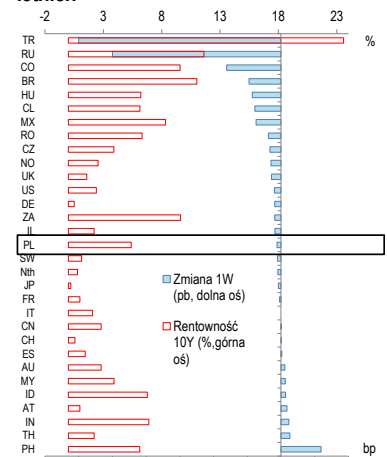
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 1.4.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



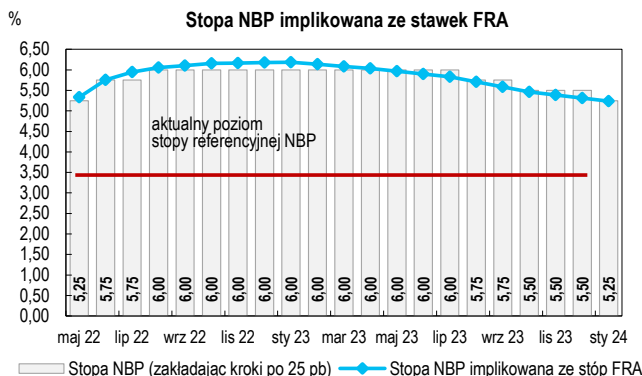
Według stanu na dzień 1.4.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. RPP podwyższy stopy o 50 bp lub więcej



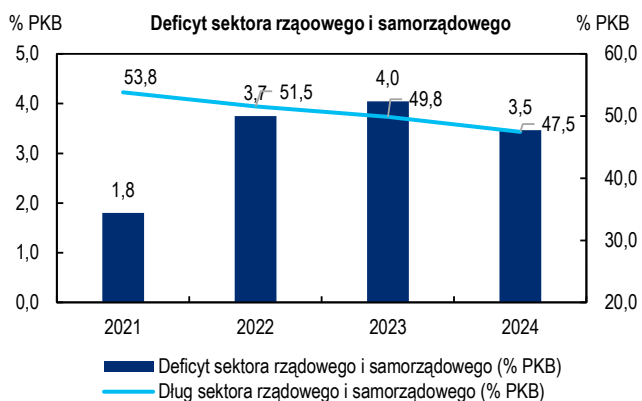
■ Na śródownym posiedzeniu RPP będzie musiała przyrzeć się nowym danym o inflacji. Naszym zdaniem Rada po raz kolejny podniesie stopy procentowe, a dyskusja raczej będzie dotyczyła tego czy wystarczy podwyżka o 50pb, czy też będzie potrzebna większego ruchu.

■ W świetle ostatnich danych szanse na podwyżkę o 75pb istotnie wzrosły.

■ Docelowy poziom stopy procentowej będzie uzależniony od napływających danych. Biorąc pod uwagę obecny stan wiedzy podwyżki do 5,5% to na razie plan minimum. Gdyby pomimo szoku inflacyjnego płace rosły w tempie zapewniającym realny wzrost wynagrodzeń, byłibyśmy skłonni podnieść docelową prognozę poziomu stóp procentowych do ok. 6.5-7%.

Źródło: NBP, Thomson Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Deficyt fiskalny wzrośnie z niższego poziomu

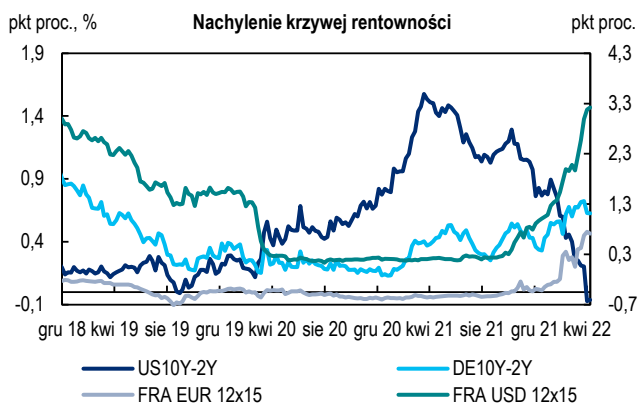


■ Według danych GUS deficyt sektora rządowego i samorządowego obniżył się w 2021 r. do 1,8% PKB ze zrewidowanych w dół 6,9% w 2020 r. i był znacznie poniżej rządowych przewidywań (ok. 3% PKB). To wyznacza niski punkt startowy na 2022 r., w którym spodziewamy się wzrostu deficytu o ok. 1,5-2 pkt proc., biorąc pod uwagę obniżki podatków i zwiększone wydatki.

■ Według Ministerstwa Finansów po lutym zrealizowano ok. 61% potrzeb pożyczkowych planowanych na ten rok. MF zaplanował 20-35 mld zł emisji obligacji skarbowych w II kw., a wobec wyższego deficytu możliwe, że rząd ponownie zwiększy emisje w ramach Funduszu Covid. Wsparciem dla procesu finansowania będą także zgromadzone depozyty MF (spadek do ok. 89 mld zł ze 109,2 mld zł w lutym). Dane MF za luty pokazały dalszy spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu, a odwrócenie negatywnej tendencji może wymagać dalszego wzrostu rentowności.

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognozy Citi Handlowy

Wykres 6. Oczekiwane szybsze podwyżki stóp w USA, coraz wyższa inflacja także w strefie euro



■ Zatrudnienie w USA wzrosło w marcu o 431 tys., a stopa bezrobocia spadła do 3,6%. Bardzo dobre dane oraz jastrzębie komentarze członków Fed wskazujące na ograniczone obawy o wzrost gospodarczy prawdopodobnie będą prowadzić do dalszego szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA. Spodziewamy się podwyżek po 50 pb na czterech kolejnych posiedzeniach Fed, a stopa Fed Funds może osiągnąć 3% na koniec tego roku i 3,5-3,75% w 2023 r.

■ Podobnie jak w regionie, inflacja zaskoczyła w górę także w strefie euro, osiągając w marcu 7,5% r/r. Mimo, że wojna w Ukrainie oznacza większe zagrożenie dla wzrostu w Europie niż USA, inflacja pozostaje większym zmartwieniem dla EBC. Bazowy scenariusz zakłada, że EBC zdecyduje się na dwie podwyżki stóp na przełomie roku, wcześniej kończąc skup aktywów.

Źródło: Thomson Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 kwi	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Eksport	% m/m	II	-0,8	1,5	-3,0
10:30	EUR	Indeks nastrojów Sentix	pkt	II	-9	-9,7	-7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	II	--	-0,5	1,4
5 kwi	WTOREK						
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	III	--	54,6	54,6
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	III	54,6	54,8	55,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	II	--	-88,5	-89,7
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	58,8	58,6	56,5
6 kwi	ŚRODA						
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	II	-2,7	-0,2	1,8
11:00	EUR	PPI	% r/r	II	33,6	31,7	30,6
	PL	Decyzja RPP	%	IV	4,0	4,0	3,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,4	0,6	0,2
7 kwi	CZWARTEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-0,4	-0,1	2,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	195	200	202
8 kwi	PIĄTEK						
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	III	8,7	--	8,3
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	II	--	2,1	2,1

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	2.962
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.484
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	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	-1,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,0
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	8,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	10,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	9,5
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	5,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	5,79
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	5,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,21
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,22
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,63
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,65
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,8	-3,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,6	-2,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	39,1

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 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.