

CitiWeekly

Reflacyjna ścieżka

■ Inflacja wzrosła w styczniu do 2,7% z 2,4%, znacznie bardziej niż oczekiwał tego rynek, ale zgodnie z naszym szacunkiem. GUS opublikował jedynie wstępne rozbięcie danych, które pokazało wysoki, zgodny z naszym założeniem wzrost cen żywności i wyższy niż zakładaliśmy wzrost w kategorii transport (1,3%). Częściowe rozbięcie danych o CPI opublikowane przez GUS wskazuje na wzrost inflacji netto do 4% z 3,7% w grudniu. Pełne rozbięcie danych zostanie opublikowane w marcu przy okazji publikacji danych za luty oraz rewizji wag koszyka inflacyjnego.

■ Oczekujemy jedynie przejściowego spadku inflacji w lutym i marcu za sprawą efektów bazy oraz wzrostu w kolejnych miesiącach przy znacznie wyższej ścieżce CPI niż można było oczekiwać na początku pandemii. Ceny w styczniu były pod wpływem czynników administracyjnych, w tym m.in. podatku od sprzedaży detalicznej, podatku cukrowego, podatku od alkoholi w małych opakowaniach, tzw. „małpek”, wzrostu cen energii elektrycznej i opłat za wywóz śmieci, które podwyższą całą ścieżkę inflacji w tym roku. Choć w naszych prognozach zakładamy dość spore zmiany wag w koszyku inflacyjnym, to przyjmujemy, że finalnie będą miały one stosunkowo ograniczony wpływ na inflację. W kierunku wyższej inflacji w kolejnych kwartałach będzie działać także realizacja odłożonego popytu wynikającego z odłożonych w trakcie lockdownu oszczędności oraz utrzymanie pewnych ograniczeń podaży związanych z sanitarnymi obostrzeniami. Nasze prognozy sugerują, że inflacja przekroczy 3% w 2022 i 2023 r.

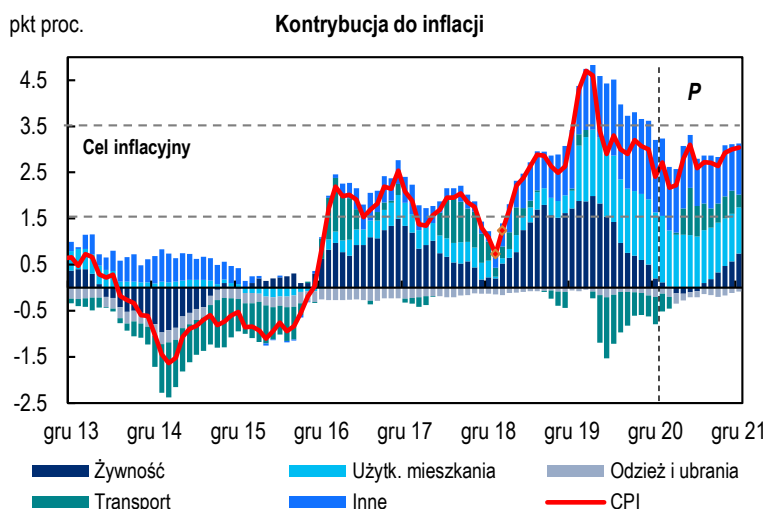
■ W scenariuszu reflacyjnym rynek może wyceniać w większym stopniu zacieśnianie polityki pieniężnej. Jednak zakładamy, że reakcja banku centralnego na ożywienie gospodarcze i wzrost inflacji będzie powolna. Zakładamy, że bank centralny będzie chciał wspierać wzrost i utrzymywać niskie stopy procentowe akceptując inflację powyżej celu inflacyjnego NBP, dopóki projekcje będą wskazywać na jej powrót do przedziału wahań 2,5%+/-1 pkt proc.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,53	3,65	5,21	1,24	0,10	-0,50	-0,50	1,10
I KW 22	4,38	3,45	5,03	1,27	0,10	-0,50	-0,20	1,45

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 3.02. Pozostałe prognozy z 20.01.2021 r.

Wykres 1. Oczekujemy jedynie przejściowego spadku inflacji w lutym i marcu i stopniowego wzrostu w kolejnych miesiącach.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

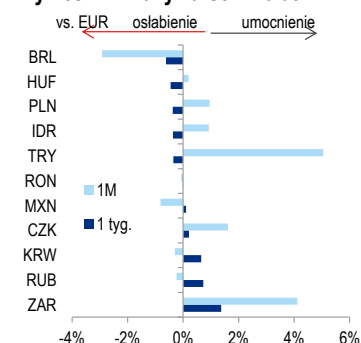
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

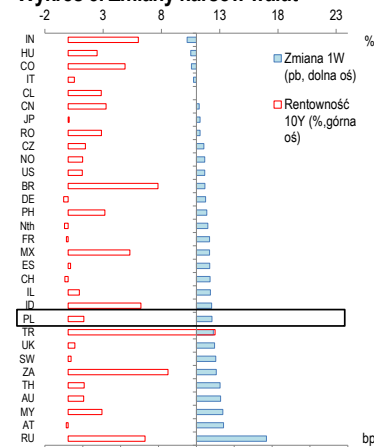
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.02.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.02.2021 r.

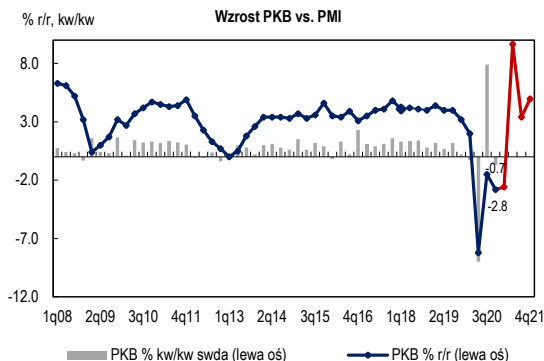
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 4. PKB spadł w IV kw. mniej niż oczekiwano

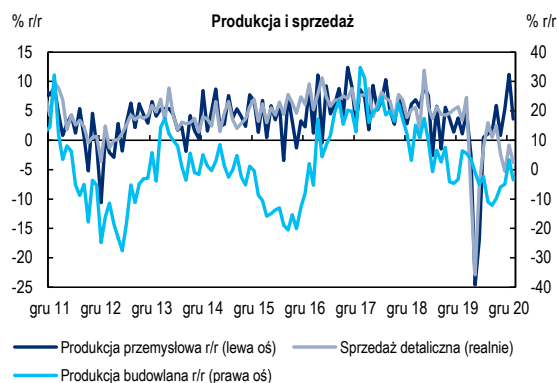


■ PKB spadł w IV kw. o 0,7% kw/kw (sa), a roczna dynamika obniżyła się do -2,8% z -1,5% wobec oczekiwanych -0,9% kw/kw i -3% r/r i . Spadek PKB okazał się znacznie mniejszy niż w II kw. (-9%kw/kw) przy mniejszej skali restrykcji. Pełna struktura PKB zostanie opublikowana pod koniec miesiąca i oczekujemy spowolnienia konsumpcji prywatnej do ok. -3% z +0,4% w I kw. i pogłębienia spadku inwestycji od -16%.

■ Zakładamy stabilny poziom PKB w I kw. wobec poprzedniego kwartału (0% kw/kw sa) i lekkie spowolnienie w ujęciu rocznym do -2,7%. Zakładamy niewielkie ryzyko w dół przy utrzymujących się restrykcjach. W kolejnych kwartałach wraz ze wzrostem mobilności zakładamy silne ożywienie napędzane konsumpcją prywatną przy spadku stopy oszczędności.

Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. Oczekujemy słabszych danych o aktywności w styczniu



■ Oczekujemy pogłębienia spadku sprzedaży detalicznej w styczniu do -3,8% w związku z zamknięciem galerii handlowych. Jednocześnie nastąpił spadek indeksów mobilności i natężenia ruchu, co sugeruje spadek sprzedaży paliw.

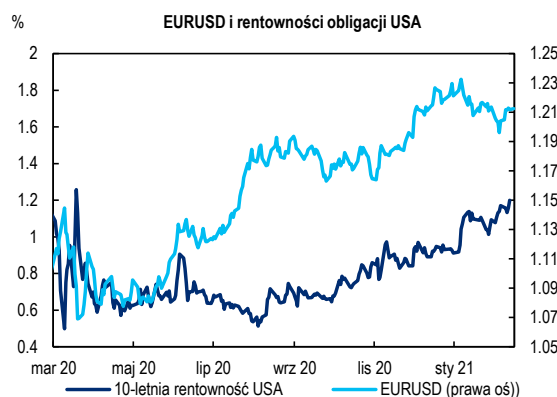
■ Produkcja przemysłowa spowolniła głównie za sprawą mniejszej liczby dni roboczych przy znacznie mniejszym wpływie restrykcji w porównaniu do handlu detalicznego.

■ Zamrożenie gospodarki wpłynęło także najprawdopodobniej na rynek pracy. Zakładamy, że wzrost płac spowolnił, ale nieznacznie, i był wsparty przez podwyżkę płacy minimalnej o 7,7% przy negatywnym wpływie zmiany próby GUS na wynik zatrudnienia.

■ Nadwyżka w obrotach bieżących spadła do ok. 430 mln EUR ze zrewidowanych w górę 2,1 mld EUR, głównie za sprawą mocniejszego importu towarów.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Niższa inflacja w USA, ale oczekiwany wzrost w dalszej części roku



■ Inflacja bazowa w USA okazała się nieco niższa od oczekiwań, ale nie zmienia to perspektyw odnośnie wyższej inflacji w kolejnych miesiącach, co przy ekspansji amerykańskiej gospodarki napędzanej dużym pakietem fiskalnym może prowadzić do dalszych wzrostów rentowności amerykańskich obligacji skarbowych.

■ W tym tygodniu dane o sprzedaży detalicznej z USA powinny potwierdzić powrót do trendu wzrostowego wydatków z szansą na pozytywną niespodziankę. Choć minutes Fed powinny być utrzymane w gołębim, to mogą zawierać sugestie na temat zacieśnienia warunków monetarnych i ograniczenia skupu aktywów w dalszej części roku.

■ Oczekujemy, że szereg miękkich indeksów koniunktury publikowanych w tym tygodniu (ZEW, PMI) może zaskoczyć pozytywnie.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 lut PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	I	2,7	2,4	2,4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-1,5	-1,0	2,5
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XII	889	1058	1725
16 lut WTOREK							
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	IV kw.	-0,6	-0,7	12,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	65	59,6	61,8
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	II	--	6,2	3,5
17 lut ŚRODA							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	-1,4	-1,1	-1
10:00	PL	Płace	% r/r	I	5,8	4,6	6,6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	1,8	1,0	-0,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	--	0,2	1,6
18 lut CZWARTEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	I	--	0,5	0
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	3,6	1,0	11,2
	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	745	760	793
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	I	1656	1658	1669
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	I	1678	1670	1704
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	--	20,0	26,5
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-13,5	-15	-15,5
19 lut PIĄTEK							
10:00	EUR	Wstępny szacunek PMI dla usług	pkt	II	47,5	45,9	45,4
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	56	54,3	54,8
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	-3,8	-4,5	-0,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	I	-3,4	-7,3	3,4
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	II	--	58,5	59,2
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	II	--	57,5	45,4
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	I	6,63	6,62	6,76

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	596	593	695	773
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2 306	2 441	2 654
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15,503	15 472	18 161	20 235
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	-2,8	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,5	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	4,4	4,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-3,5	8,9	4,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-5,5	8,9	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,0	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,7	3,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,2	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,3	3,5	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	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,50	1,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,46	3,43
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,57	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,39	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,47	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	20,2	16,0	6,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,4	2,3	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	11,1	8,5	5,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	251,8	278,1	313,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	240,7	269,6	308,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	23,9	26,7	29,5
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,1	-19,9	-27,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	125,8	140,8	152,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-10,1	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-8,7	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	49,4	49,8	48,4

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 Pionu Sprzedaży Sektora Rynków Finansowych i Bankowości Korporacyjnej 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. Warunki przedstawione w niniejszym dokumencie są wyłącznie podstawą do negocjacji i mogą być zmienione a obowiązujące warunki zostaną przedstawione w ostatecznej wersji umowy dotyczącej transakcji i/lub w potwierdzeniu transakcji. 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. W przypadku, gdy informacje prezentowane stanowią wyciągi lub podsumowania innych materiałów publikowanych przez Bank, sugerujemy zapoznanie się z takimi materiałami w całości. 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. Bank nie opracował niniejszego materiału w oparciu o indywidualną ocenę sytuacji finansowej Klienta i nie dokonał analizy odpowiedniości. 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 tych materiałów. 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. 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 hipotetycznych założeń, 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. Klient, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Bank, powinien indywidualnie lub wspólnie ze swoimi doradcami finansowymi, inwestycyjnymi, prawnymi i księgowymi określić ryzyko i korzyści związane z zawarciem transakcji, jak również charakterystykę i konsekwencje finansowe, prawne, podatkowe i księgowe transakcji i w sposób niezależny ocenić, czy Klient jest w stanie podjąć dane ryzyko. 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 (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub mogą dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych 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. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Zawieranie transakcji na instrumentach finansowych wiąże się z ryzykiem, w tym ryzykiem utraty wartości instrumentu finansowego lub ryzykiem poniesienia straty. Opis ryzyk związanych z zawieraniem transakcji wskazany jest w dokumentacji produktowej Banku. Instrumenty finansowe opisane w niniejszym dokumencie nie są gwarantowane przez Skarb Państwa, Bankowy Fundusz Gwarancyjny lub jakiegokolwiek inne instytucje rządowe. 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. 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.