

CitiWeekly

Inflacja niższa jedynie przejściowo

■ Inflacja spadła w lutym do 2,4% z 2,6%, i była zgodna z naszym szacunkiem, ale okazała się niższa od większości prognoz rynkowych (mediana: 2,5-2,6%). Jednocześnie dane za styczeń zostały zrewidowane w dół z 2,7% do 2,6%. Jednocześnie inflacja usług nieznacznie się obniżyła do 7% przy utrzymaniu niskiej dynamiki cen towarów (1,1%).

■ Zmiana wag koszyka inflacyjnego jedynie nieznacznie obniżyła inflację. Jak co roku przy okazji publikacji danych za luty GUS dokonał zmian wag w koszyku CPI i w tym roku skala zmian była znacznie większa niż w poprzednich latach. To wynikało z istotnych zmian wzorców zachowań konsumentów w trakcie pandemii. W szczególności istotnie i bardziej niż zakładaliśmy wzrosła waga żywności i napojów bezalkoholowych z kolei nieco mniejszy wzrost niż przypuszczaliśmy nastąpił w przypadku użytkowania mieszkania i energii. Z kolei wyraźnie niższe okazały się wagi dla odzieży i obuwi, restauracji i hoteli oraz rekreacji i kultury. Mimo tych zmian wpływ na inflację (ok. -0,1-0,2 pkt proc.) tak jak zakładaliśmy był dość niewielki i ujemny, odwrotnie niż w przypadku zmian wag i ich wpływu na inflację HICP w strefie euro (duży wpływ wag podwyższający inflację).

■ Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji do ponad 3%. Sądzymy, że w marcu inflacja pozostanie jeszcze pod wpływem efektu wysokiej bazy z 2020 r. jednak od kwietnia w kierunku wyższej inflacji będzie działać roczna dynamika cen paliw. Nasza prognoza wskazująca na wzrost inflacji na koniec roku do 3,4%. Zakładamy, że dynamika cen konsumentów utrzyma się w kolejnych kwartałach znacznie powyżej środka celu inflacyjnego. NBP czemu sprzyjać będzie realizacja odłożonego popytu i utrzymujących się ograniczeń podaży, a także prawdopodobnie kolejne programy rządowe.

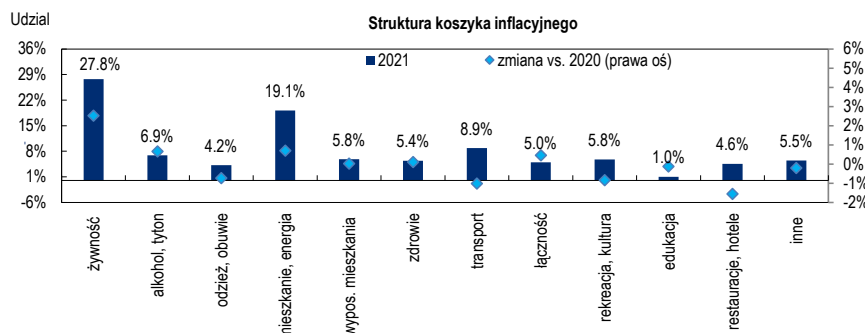
■ Wzrost oczekiwań na ożywienie gospodarcze i podwyższoną inflację doprowadził w ostatnich tygodniach do wzrostu rentowności i wystromienia krzywych dochodowości na krajowym i bazowych rynkach długu. Wypowiedzi prezesa NBP sugerują, że RPP pozostanie niewzruszona na wyższą inflację i zdeterminowana by utrzymać niskie stopy procentowe jak najdłużej. Naszym zdaniem, mimo komunikatu NBP o zwiększeniu elastyczności programu skupu aktywów, podwyższona inflacja, mocny wzrost, i większa emisja obligacji skarbowych oraz gołębia RPP mogą się przyczyniać się do utrzymania stromej krzywej obligacji przez kolejne miesiące.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,58	3,82	5,33	1,20	0,10	-0,50	-0,50	1,10
I KW 22	4,42	3,78	5,26	1,17	0,10	-0,50	-0,20	1,45

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 3.03. Pozostałe prognozy z 17.02.2021 r.

Wykres 1. GUS istotnie zrewidował wagi koszyka inflacyjnego na 2021 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

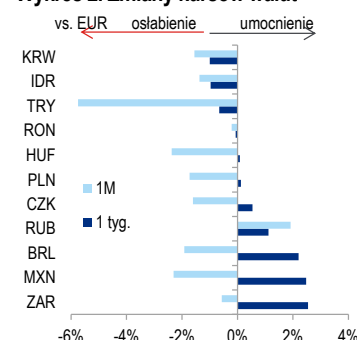
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

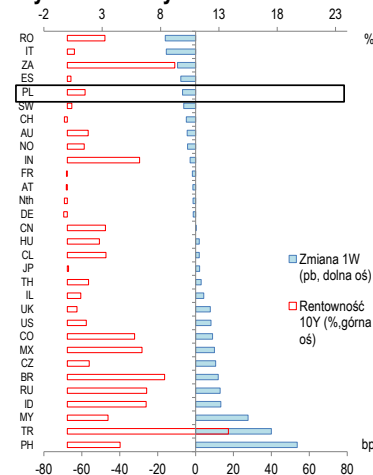
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.03.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.03.2021 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. Odreagowanie aktywności w lutym i rekordowa nadwyżkach w obrotach bieżących w styczniu

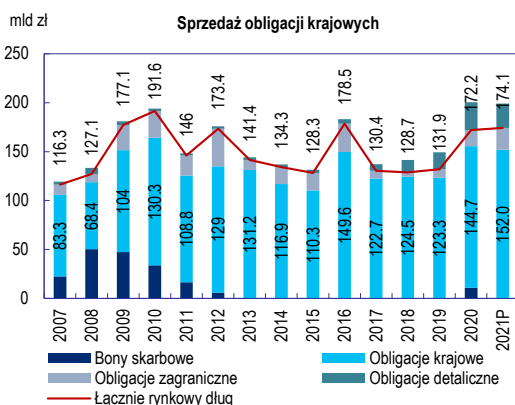


■ Spodziewamy się niewielkiej poprawy dla większości wskaźników aktywności gospodarczej za luty. Nasze prognozy przewidują przyspieszenia wzrostu płac i zmniejszenie skali spadku zatrudnienia oraz sprzedaży detalicznej za sprawą zniesienia części restrykcji epidemicznych, w tym otwarcia centrów handlowych. To znalazło odzwierciedlenie w wzroście wskaźników mobilności, natężenia ruchu aut osobowych na drogach krajowych oraz odwiedzalności centrów handlowych. Oczekujemy także przyspieszenia produkcji przemysłowej na co wskazywały mocne dane PMI. Spadek produkcji budowlanej najprawdopodobniej pozostał głęboko ujemny za sprawą ostrych warunków zimowych.

■ Oczekujemy rekordowo wysokiej nadwyżki w obrotach bieżących w styczniu (ok. 3,7 mld EUR), za sprawą dużego sezonowego napływu środków UE, większego osłabienia importu niż eksportu oraz zmniejszenia deficytu dochodów.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Wykres 5. „Nowy Ład” pozytywny dla wzrostu

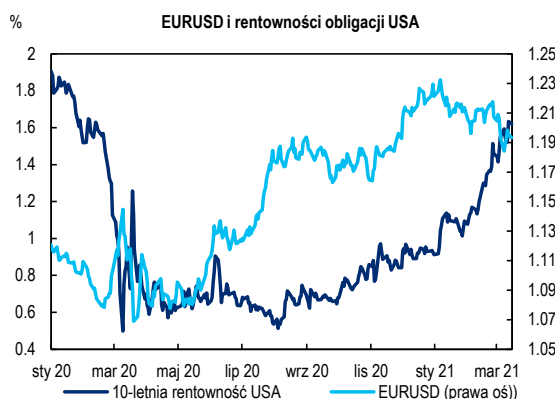


■ Nowy program gospodarczy rządu, tzw. „Nowy Ład” zakłada obniżki obciążeń podatkowych dla mniej zarabiających (obniżka stopy podatkowej lub znaczne zwiększenie kwoty wolnej do ok. 30 tys.). Koszt zmian mógłby wynieść naszym zdaniem nawet ok. 70 mld zł (ok. 3% PKB) i mógłby zostać przynajmniej częściowo pokryty przez podwyżki podatków lub wzrost składek na ubezpieczenie społeczne lub składki zdrowotnej dla wyżej zarabiających. Sądzymy, że nawet gdyby program był neutralny dla budżetu to zapewniałby wsparcie dla wzrostu w związku z wyższą skłonnością do konsumpcji gospodarstw domowych, które byłyby jego największymi beneficjentami. Nasze prognozy, które nie uwzględniają nowych propozycji rządowych zakładają 4% wzrost w 2021 r. i ok. 6% w 2022 r.

■ Nasze szacunki wzrostu i inflacji za okres 2020-2021 są wyższe od założeń budżetowych, w związku z czym zakładamy, że stopień realizacji potrzeb pożyczkowych jest obecnie znacznie wyższy niż zakłada resort finansów i wynosi ok. 67%. Zakładamy emisje krajowych obligacji do końca roku na poziomie ok. 120 mld zł.

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

Wykres 6. Przyspieszenie skupu aktywów przez EBC, Fed podwyższy prognozy



■ W reakcji na wzrost rentowności i zacieśnienie warunków na rynkach finansowych oraz ryzyko późniejszego powrotu inflacji do celu EBC zapowiedział zwiększenie skali skupu aktywów w ramach programu PEPP w kolejnych tygodniach. Jednocześnie jednak całkowita skala programu nie uległa zmianie.

■ Głównym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie Fed. Oczekujemy rewizji prognoz PKB w górę (Citi podwyższył prognozę na 21 r. do 6,1%), niewielkiej zmiany prognozy inflacji przy gołym wykreśle kropkowym pokazującym możliwość niewielkich podwyżek stóp w 2023 r. Fed prawdopodobnie potwierdzi akceptację wyższych rentowności jako oznaki siły gospodarki, a złagodzenie tonu Fed jest możliwe w przypadku ich dalszego wzrostu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 mar PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	CPI	% r/r	II	2,4	2,5	2,7
13:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	III	--	14,5	12,1
16 mar WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	75,0	74,0	71,2
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-0,7	-0,3	5,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	I	3737	2416	430
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	I	4,0	4,0	3,7
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-0,3	0,4	0,9
17 mar ŚRODA							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	-1,9	-1,9	-2
10:00	PL	Płace	% r/r	II	5,0	4,7	4,8
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	II	0,9	0,9	0,9
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	II	1620	1570	1580
13:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	II	1826	1750	1886
19:00	USA	Stopa Fed Funds	%	III	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	PL	Aukcja odkupu NBP					
18 mar CZWARTEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	II	--	1,4	0,7
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	3,5	4,5	0,9
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	III	0,1	0,1	0,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	670	700	712,0
13:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	4070	--	4144,0
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	24	23,1
15:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	II	--	0,3	0,5
19 mar PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	-1,5	-2,7	-6,0
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	-9,5	-9,5	0,9

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	-2,7	4,0	5,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	0,5	10,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	5,7	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,2	9,6
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-2,6	13,8	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,4	3,61
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,0	3,0
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	3,75	3,79
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,77	3,77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,43	4,36
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,51	4,40
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,4	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,4	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	12,7	9,5	6,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	254,9	281,5	317,5
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	242,2	272,1	311,1
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	25,2	28,2	31,1
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,7	-20,4	-28,4
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	-9,8	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-8,4	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,8	49,3	47,9

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 roku 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 tożsamy 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.