

CitiWeekly

Blisko szczytu obaw inflacyjnych?

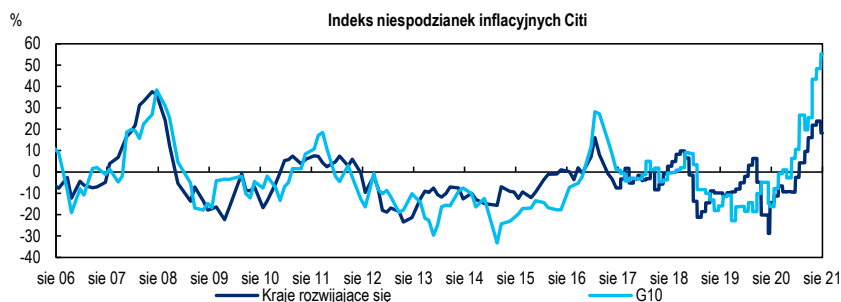
- Inflacja wzrosła w lipcu do 5%, najwyższego poziomu od 2011 r. i najprawdopodobniej jeszcze wzrośnie do 5,3% do końca roku. Do wzrostu inflacji w ubiegłym miesiącu przyczynił się przede wszystkim wyższy niż zakładaliśmy wzrost cen żywności, ale także ceny mebli i turystyki zorganizowanej, prawdopodobnie pod wpływem wysokiego popytu, rosnących cen surowców i słabego złotego. Szacujemy, że inflacja netto wzrosła w lipcu do ok. 3,6%.
- Wysokie odczyty inflacyjne notowane są także w głównych gospodarkach i w regionie. Inflacja zaskoczyła w górę w Niemczech (3,8%), Czechach (3,4%) i Rumunii (5%). Na Węgrzech zaskoczyła co prawda w dół, ale była wciąż bardzo wysoka (4,6%). W USA, gdzie inflacja bazowa okazała się nieco niższa od prognoz, główny wskaźnik inflacji podobnie jak w czerwcu rósł o 5,4% r/r, a inflacja PPI była najwyższa w ponad 10. letniej historii badań.
- Mimo wysokich odczytów CPI obawy o dalszy wzrost inflacji na rynkach zagranicznych mogą się stopniowo zmniejszać. Sygnalizują to szczegółowe m.in. dane ZEW w przypadku niemieckiej gospodarki, podobnie jak spadek swapów inflacyjnych dla całej strefy euro i USA. Sprzyja temu przesilenie oczekiwań dalszego ożywienia gospodarczego, m.in. za sprawą kolejnej fali epidemicznej, prawdopodobny spadek cen paliw w przyszłym roku jak również stopniowe zacieśnienie polityki pieniężnej w wielu krajach.
- Oczekujemy spadku inflacji we wspomnianych wyżej gospodarkach i globalnie w 2022 r. Na szczyt inflacyjny w Polsce, w Czechach i niektórych gospodarkach wyżej rozwinętych będzie trzeba jeszcze trochę poczekać do przełomu roku, ale ten moment jest coraz bliższy. Natomiast w niektórych krajach spadek inflacji może rozpocząć się szybciej.
- Spadek inflacji z wysokich poziomów będzie stopniowy, co przy ożywieniu gospodarczym będzie prowadzić do wyższych stóp procentowych. Ten proces już się rozpoczął w regionie w przypadku węgierskiego i czeskiego banku centralnego i oczekujemy kolejnych podwyżek w dalszej części roku. W USA Fed najprawdopodobniej ogłosi stopniowe ograniczanie programu skupu aktywów we wrześniu, a sam proces rozpocznie się w grudniu. Na podwyżki stóp w strefie euro trzeba będzie poczekać znacznie dłużej.
- RPP inaczej niż banki centralne w regionie czeka ze zmianami w polityce pieniężnej wzorując się na Fed. Mimo mocnych bieżących danych o aktywności i wysokiej inflacji sądzymy, że RPP wstrzyma się ze zmianą łagodnego nastawienia co najmniej do listopada, a na podwyżki stóp zdecyduje się w marcu/kwietniu 2022 r. Poza trendami epidemicznymi wpływ na politykę pieniężną będzie miał kalendarz zmian członków RPP i rosnące ryzyko polityczne.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,54	3,85	5,40	1,18	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,44	3,83	5,48	1,16	0,75	-0,50	0,0	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2021 r

Wykres 1. Indeks niespodzianek inflacyjnych dla krajów rozwijających się zaczął się już obniżać



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

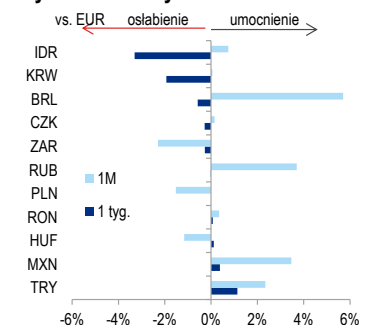
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

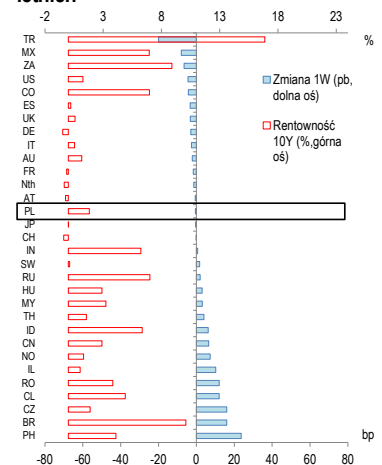
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.08.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 13.08.2021 r.

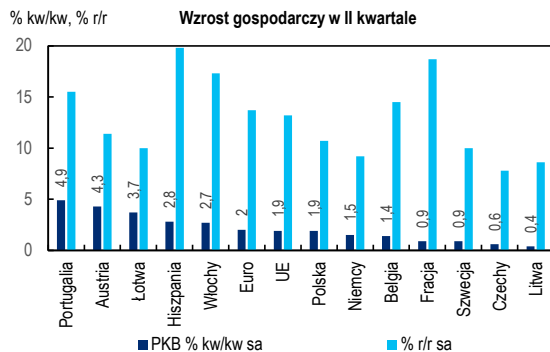
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Mocne dane o PKB



- Według wstępnych danych GUS PKB wzrósł w II kwartale 1,9% kw/kw i przyspieszył do 10,9% r/r z -0,9%. Sądzymy, że pełna struktura publikowana pod koniec miesiąca pokaże wyraźne ożywienie zarówno konsumpcji prywatnej jak i inwestycji. Wzrost PKB w II kw. był zbliżony do wyników zanotowanych w całej strefie euro (2% kw/kw).
- Wraz z poprawą bieżącej koniunktury w Polsce i Europie najprawdopodobniej szczyt poprawy oczekiwań przyszłej sytuacji gospodarczej mamy już za sobą, o czym świadczą niemieckie dane ZEW (znacznie głębszy spadek indeksu oczekiwań), pogarszający się indeks bieżącej sytuacji dla Chin i rozwój sytuacji epidemicznej.
- W Polsce III kwartał może być mocniejszy niż II, i choć sytuacja epidemiczna może osłabić wzrost w IV kw., to 2022 r. powinien przynieść mocniejszy wzrost aktywności niż rok 2021 r. To będzie też zbieżne z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu w Niemczech w reakcji m.in. na łagodzenie konserwatywnego podejścia epidemicznego.

Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

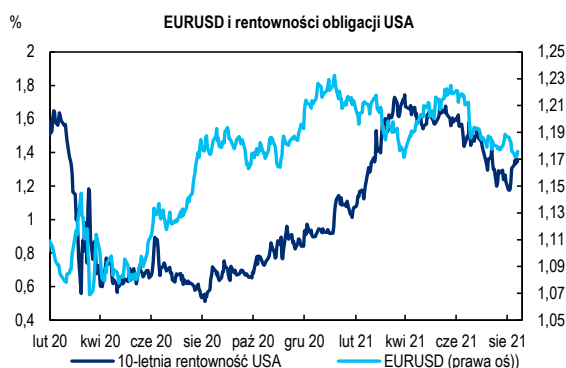
Wykres 5. Mimo oczekiwanego spowolnienia, lipcowe dane powinny pozostać dosyć dobre



- Oczekujemy niższych dynamik najważniejszych wskaźników ekonomicznych za lipiec. Jednak mimo wygasającej bazy statystycznej z 2020 r., polska gospodarka nie traci na rozpędzie.
- W przypadku danych z rynku pracy mimo prawdopodobnego spadku dynamiki wynagrodzeń, jak i zatrudnienia, oczekujemy dalszego przywracania etatów i do poziomów sprzed pandemii i nowych przyjęć.
- Produkcja przemysłowa najprawdopodobniej pozostała wysoka (13% r/r) wsparta przez słabego złotego, nadal wysoki popyt na polski eksport, wysoki PMI oraz rosnący poziom wykorzystania mocy produkcyjnych.
- Z kolei dynamika sprzedaży detalicznej mogła obniżyć się do 5,5% r/r, niemniej we wszystkich sektorach sprzedaż powinna pozostać na wyższym poziomie niż w lipcu 2020 r.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Kolejne pakiety fiskalne w USA



- Senat USA przyjął pakiet infrastrukturalny warty 1 bln dolarów, który zakłada wydatki na budowę i naprawę dróg, inwestycje w kolej oraz w transport publiczny. Po uchwaleniu ustawy, kontrolowana przez demokratów Izba Reprezentantów rozpatrzy ją we wrześniu. Jej losy mogą być zależne od kolejnego pakietu wydatków do 3,5 bln dolarów, który jest skupiony na zabezpieczeniu społecznym.
- Pakiety fiskalne będą wspierać wzrost gospodarczy w USA w kolejnych latach, ale też przyczynią się do podwyżek stóp procentowych. W rezultacie dojdzie naszym zdaniem do powrotu wyższych rentowności amerykańskich obligacji oraz utrzymania mocniejszego dolara. Spodziewamy się, że kurs EURUSD pozostanie w okolicy 1,15-1,17 w ciągu najbliższych kwartałów, a rentowności Treasuries wzrosną do ok. 2% do końca roku.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 sie	PONIEDZIAŁEK						
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VII	3,6	3,4	3,5
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt.	VIII	--	28	43
17 sie	WTOREK						
11:00	EUR	PKB - wstępny	% r/r	II kw.	13,7	13,7	-1,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	-0,4	-0,2	0,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0,5	0,5	0,4
18 sie	ŚRODA						
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VII	2,0	2,0	2,8
10:00	PL	Płace	% r/r	VII	9,1	8,6	9,8
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VII	2,2	2,2	1,9
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	% m/m	VII	1650	1610	1643
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	% m/m	VII	1600	1615	1594
20:00	USA	Minutes FOMC					
19 sie	CZWARTEK						
10:00	PL	PPI	% r/r	VII	--	7,6	7
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	13,0	10,8	18,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	370	360	394
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt.	VIII	--	25	21,9
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	VII	--	0,7	0,7
20 sie	PIĄTEK						
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VII	8,4	7,1	4,4
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VII	5,5	4,9	8,6

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	wrz 21	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
2L	0,55	0,70	1,00	1,15	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	2,10
3L	0,85	1,00	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	1,95	2,00	2,20
5L	1,40	1,60	1,80	1,90	2,05	2,20	2,35	2,50	2,60	2,60
10L	1,80	2,00	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
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	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,5	6,1
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	5,3	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,87	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,80	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,57	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,49
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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 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 specyficznego 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.