

CitiWeekly

Inflacja nie odpuszcza

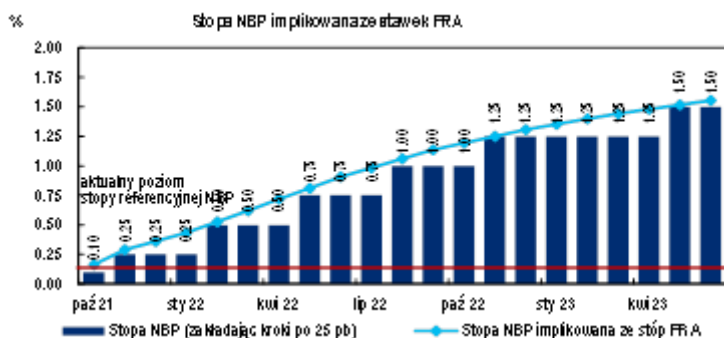
- W sierpniu, według wstępnego odczytu GUS, inflacja wzrosła do 5,4% r/r i po raz kolejny zaskoczyła w górę (konsensus rynkowy: 5,1-5,2). W dużej mierze za tak znaczny wzrost odpowiedzialny był dosyć płytki na tle wzorców sezonowych spadek cen żywności (-0,3% m/m), który podwyższył roczną dynamikę. Jednak niemal w równym stopniu w górę zaskoczyła inflacja netto, co sugeruje, że presja cenowa wynikająca z realizacji odłożonego popytu przy ograniczeniach podaży i rosnących kosztach wciąż się utrzymuje. Szacujemy, że inflacja netto wzrosła do 3,9% z 3,7%. Ponadto, silniejsze od naszych założeń okazały się także wzrosty cen paliw oraz cen gazu.
- Nasze szacunki wskazują na dalszy wzrost inflacji w kolejnych miesiącach, najprawdopodobniej do ok. 5,6-5,7% r/r pod koniec roku. Wciąż oczekujemy stopniowego spadku inflacji w 2022 r., ale biorąc pod uwagę wyższy punkt startowy średnioroczna inflacja w przyszłym roku będzie wyższa niż wcześniej zakładaliśmy i wyniesie ok. 3,9% wobec 4,5% w tym roku. Przyjmujemy, że inflacja spadnie poniżej górnej granicy pasma celu NBP dopiero w II połowie 2022 r.
- Wyższy niż zakładamy wzrost cen energii elektrycznej może przyczynić się do znacznie wyższej ścieżki inflacyjnej. Zgodnie z ubiegłotygodniowymi doniesieniami medialnymi (RadioZet) rząd spodziewa się, że spółki energetyczne mogą wystąpić na jesieni z wnioskami o podwyższenie cen prądu od przyszłego roku o około 40%. Ponadto dostawcy energii postulują uwolnienie cen dla gospodarstw domowych. Nawet gdyby URE zdecydował się na podwyższenie cen w mniejszym stopniu, a rachunki gospodarstw domowych wzrosłyby o 20%, byłoby to dwukrotnie więcej niż zakładamy w bazowym scenariuszu i mogłoby podwyższyć średnioroczną inflację w 2022 r. o około 0,4 pkt proc. i najprawdopodobniej inflacja „otarłaby się” o 6% w styczniu.
- W kontekście rosnącej inflacji, najważniejszym wydarzeniem najbliższych dni będzie śródowne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Ponad pięcioprocentowa inflacja zapewne wzmocniła pozycję jastrzębi w RPP, ale nie spodziewamy się istotnych zmian w komunikacji Rady przynajmniej do listopada. Ostatnie dane pokazały wyhamowanie aktywności w lipcu i sądzymy, że większość w RPP będzie chciała zaczekać z poważniejszymi decyzjami na rozwój kolejnej fali epidemicznej. Zakładamy, że do pierwszej podwyżki stóp procentowych może dojść w marcu/kwietniu 2022 r., ale już wcześniej kolejne niespodzianki inflacyjne mogą wywierać presję na wzrost krótkoterminowych stóp rynkowych. Jeżeli chodzi o docelowy poziom stóp procentowych, oczekujemy, że RPP podwyższy je do około 2% w 2023 r.

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 Bondów 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. Rynek FRA dyskontuje scenariusz podwyżek poczynając już od listopada br.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

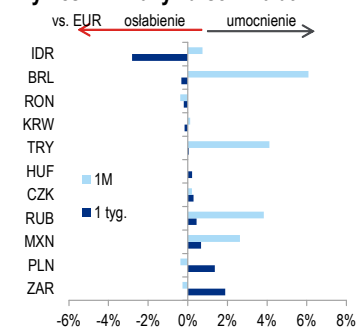
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

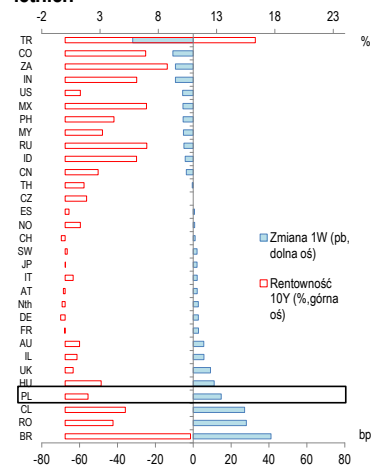
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 3.09.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 3.09.2021 r.

Źródło: Reuters.

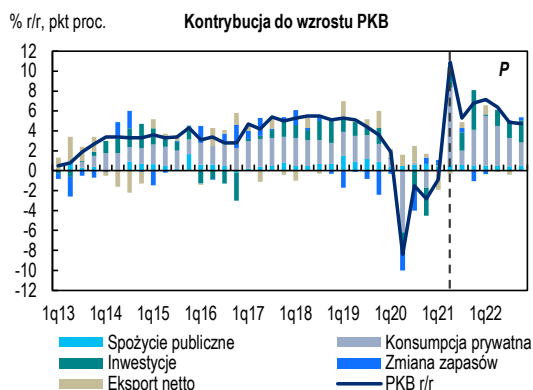
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

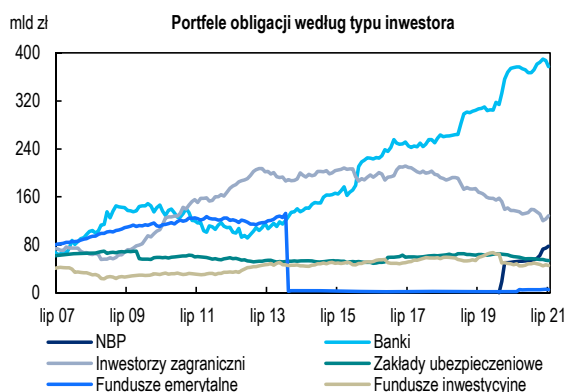
Wykres 4. PKB za II kw. zrewidowany w górę, mniejszy niż zakładano wzrost inwestycji



- Finalny odczyt PKB za II kw. w ujęciu rocznym wyniósł 11,1% (przy wstępnym szacunku 10,9%), a kwartalna dynamika PKB została delikatnie skorygowana w górę do 2,1% kw/kw (z 1,9%). Dane potwierdziły, pozytywny wpływ zniesienia restrykcji antypandemicznych na konsumpcję prywatną (+2,7% kw/kw). Jednocześnie odnotowano głębszy od oczekiwań spadek w inwestycjach (-10,8% kw/kw), lecz biorąc pod uwagę wysoką dynamikę w I kw. br. traktujemy ten wynik jako „korektę”, nie wpływającą na ogólny trend.
- Wskaźnik PMI dla przemysłu w Polsce spadł do 56 pkt w sierpniu (z 57,6 w lipcu). Dane o PMI sygnalizują, że szczyt poprawy aktywności jest już za nami. Niemniej tempo ekspansji pozostaje historycznie wysokie. W III kw. i całym roku spodziewamy się wyhamowania wzrostu PKB do 5,3% z ryzykiem w dół.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

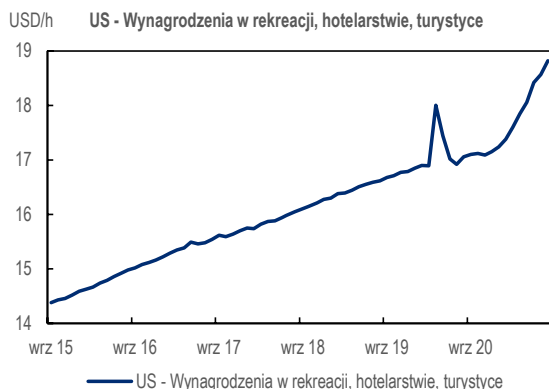
Wykres 5. Nieco większe zainteresowanie zagranicą krajowym długiem



- W lipcu udział inwestorów zagranicznych w polskim rynku obligacji wzrósł o 4,9 mld zł do 128,3 mld zł. Jednocześnie odnotowano spadek zadłużenia wobec banków (o 6,8 mld zł) i krajowych inwestorów pozabankowych (o 1 mld zł).
- Według ostatnich informacji MF tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały już w pełni sfinansowane, przy stanie środków na rachunkach budżetowych w wysokości 170 mld zł na koniec sierpnia. Ministerstwo poinformowało, że prefinansowało już 5% potrzeb na 2022 r.
- MF zaplanowało na wrzesień dwie aukcje zamiany, bez przetargu sprzedaży. Na pierwszej z nich, która odbyła się w ubiegłym tygodniu, MF sprzedało obligacje za 4,48 mld zł i odkupiło papiery za 4,28 zł. Z kolei NBP ma w tym miesiącu w planach tylko 1 aukcję skupu obligacji.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 5. Pomimo niższego zatrudnienia wynagrodzenia w Stanach rosną w szybkim tempie



- W sierpniu zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło jedynie o 235 tys. osób, znacznie mniej niż zakładały prognozy rynkowe (733 tys.). Niemniej stopa bezrobocia wyniosła 5,2%, a wynagrodzenia rosły w szybkim tempie, co wskazuje na napiętą sytuację na rynku pracy. Biorąc pod uwagę rozczarowujące dane, szanse na ogłoszenie przez Fed początku ograniczenia skupu aktywów na najbliższym posiedzeniu spadły – najprawdopodobniej dojdzie do tego dopiero w listopadzie.
- W sierpniu ceny konsumpcyjne w strefie euro wzrosły o 3% r/r (konsensus: 2,7%), co było najwyższym odczytem ostatnich 10 lat. Zaktualizowana w górę prognoza inflacji HICP Citi zakłada wzrost do 3,5% r/r w listopadzie (przy inflacji bazowej wynoszącej 2%) i spadek wskaźnika począwszy od stycznia 2022 r. Oczekujemy, że na wrześniowym posiedzeniu EBC zredukuje nieznacznie skalę skupu aktywów w ramach PEPP oraz zrewiduje w górę prognozy PKB i inflacji.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
06 wrz PONIEDZIAŁEK							
	USA	Święto Pracy					
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	-1,8	-0,5	4,1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	VII	--	5	11,4
07 wrz WTOREK							
00:00	CN	Eksport	% r/r	VIII	17	17,2	19,3
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	1,3	0,7	-1,3
11:00	EUR	PKB*	% kw/kw	II kw.	2	2	-0,3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt.	IX	36	33	29,3
08 wrz ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	IX	0,1	0,1	0,1
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VIII	4,6	4,7	4,6
09 wrz CZWARTEK							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VIII	1	1,1	1
13:45	EUR	Decyzja ECB	%	VIII	0	0	0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	335	340
10 wrz PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VIII	--	--	3,4
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VII	--	0,6	1,2

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	1,90	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	5,7	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,5	3,9
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.