

CitiWeekly

Nagły zwrot

Po miesiącach bardzo łagodnej retoryki, w minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) niespodziewanie podjęła decyzję o podwyżce stóp procentowych. Stopa referencyjna wzrosła z 0,1% do 0,5%, a stopa rezerwy obowiązkowej wzrosła do 2%. Nie da się ukryć, że decyzja, a szczególnie jej moment, były zaskoczeniem dla uczestników rynku. Wcześniej część ekonomistów i inwestorów wskazywała na konieczność szybszych podwyżek, lecz sugestie te były regularnie odrzucane przez przedstawicieli RPP.

Komunikat i konferencja po posiedzeniu RPP dają pewne (choć niekoniecznie wyczerpujące) wyjaśnienie dlaczego do decyzji doszło w październiku. Prezes Głapiński wyraźnie stwierdził, że celem podwyżki było ograniczenie ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. Można więc przypuszczać, że wstępne prognozy NBP uwzględniające ostatnie podwyżki cen energii zaniepokoiły RPP i przekonały ją, że dotychczasowe stanowisko odrzucające konieczność podwyżek było błędne.

Tym razem prezes NBP zasygnalizował, że po tej „bardzo dużej” podwyżce RPP będzie przez dłuższy czas przyglądać się jej efektom. Wypowiedź ta sugeruje, że do kolejnej podwyżki nie dojdzie w listopadzie lub grudniu, lecz raczej dopiero w 2022 r. Tak też przyjmujemy w naszym scenariuszu, choć w świetle ostatnich wypowiedzi z RPP (prezes NBP przyznał, że celem Rady było zaskoczenie rynku), nie jesteśmy przekonani czy kierowanie się *forward guidance* ma większy sens. Nie byłibyśmy zaskoczeni gdyby Rada ponownie postanowiła podnieść stopy już w listopadzie, tym bardziej, że taka decyzja wydaje się jak najbardziej uzasadniona w świetle dostępnych danych. Podwyżka o 40bps w październiku nie zmienia bowiem praktycznie nic w średnioterminowej ścieżce inflacji.

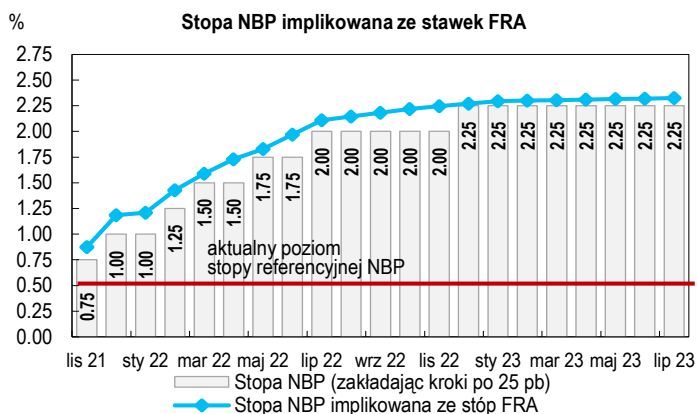
Naszym zdaniem październikowa podwyżka to tylko początek większego cyklu. Spodziewamy się docelowo, że stopa referencyjna może sięgnąć 2,25% na przełomie 2022 i 2023 r. Nawet jeżeli w świetle ostatnich sygnałów z NBP ten poziom brzmi ambitnie, jest to wciąż relatywnie niski poziom stóp. Warto podkreślić, że ten docelowy poziom stopy banku centralnego byłby i tak niższy niż w innych krajach regionu i nie wystarczyłby do zapewnienia dodatniej realnej stopy procentowej. Ponieważ cykl podwyżek w Polsce rozpoczął się z opóźnieniem w stosunku do innych krajów regionu, dostrzegamy ryzyko, że Rada będzie musiała ostatecznie podnosić więcej i szybciej aby zrekomensować to opóźnienie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,65	4,04	5,34	1,15	0,10	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,53	4,04	5,27	1,12	1,00	-0,50	0,00	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 14.09. Pozostałe prognozy z 22.09.2021 r

Wykres 1. Rynek FRA wycenia podwyżki stóp w skali porównywalnej do przewidywanej przez nas.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

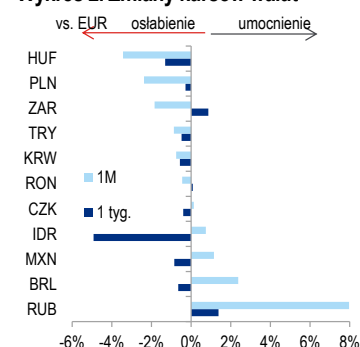
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

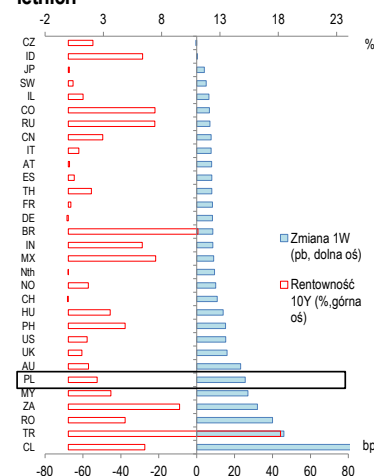
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 8.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 8.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

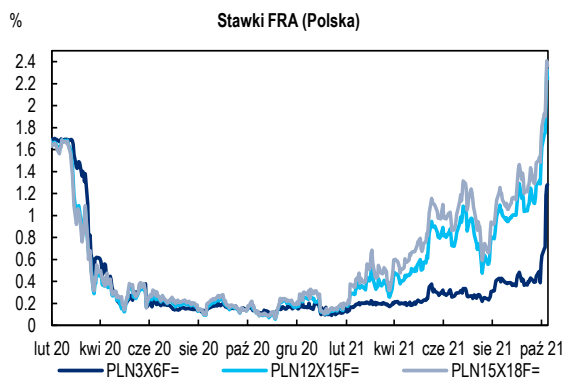
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Złoty pozostanie słaby, a na rynku stopy możliwe przejściowe spadki

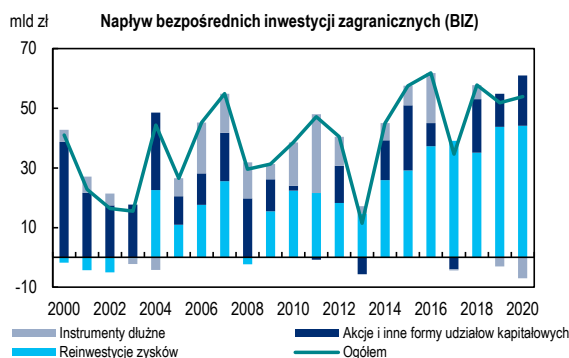


■ Złoty pozytywnie zareagował na ruch RPP, jednak koniec tygodnia przyniósł już osłabienie krajowej waluty, m.in. za sprawą łagodnego tonu prezesa NBP. Negatywny wpływ na złotego mogło mieć również zaostrzenie sporu z UE. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach negatywnie na złotego będzie oddziaływać ograniczenie skupu aktywów przez Fed i oczekiwane umocnienie dolara (do 1,12). Spodziewamy się utrzymania złotego w okolicach 4,65 do końca roku i stopniowego umocnienia w 2022 r.

■ Stopy FRA wzrosły w ubiegłym tygodniu o ok. 50-80 pb, a rentowności obligacji o 20-40 pb i doszło do wypłaszczenia krzywej dochodowości. Ewentualny brak podwyżki stóp NBP w listopadzie może przynieść spadki stóp rynkowych, ale przyszły rok przyniesie kontynuację zacieśnienia polityki pieniężnej i dalszy wzrost rentowności.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Niższy deficyt obrotów bieżących w sierpniu, a mniejsza nadwyżka w całym roku, wzrost BIZ

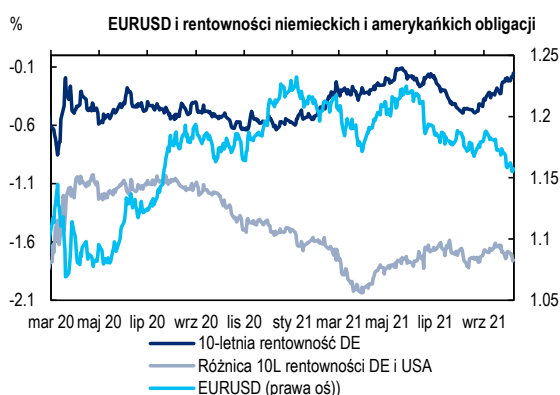


■ W tym tygodniu poznamy dane o bilansie obrotów bieżących za sierpień. Spodziewamy się spadku deficytu obrotów bieżących w sierpniu do 545 mln €. Naszym zdaniem jest to wynik poprawy salda obrotów handlowych, usługowych oraz wyższego napływu środków unijnych. Na mocniejsze tempo eksportu towarów wskazuje przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej w sierpniu. Mimo mniejszego miesięcznego deficytu saldo obrotów bieżących za 12-miesięcy stopniowo się obniża.

■ Mimo spadku wartości globalnych FDI w 2020 r. o 30%, w Polsce napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich spadł jedynie o ok. 11% w euro. Dane za 2021 r. pokazują poprawę FDI w euro, co przy średniorocznie słabszym złotym może oznaczać jeszcze większy napływ w zł. Na uwagę w ostatnich latach zasługuje wzrost napływu FDI w OZE i elektrycznym segmencie motoryzacyjnym.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Dolar chwilowo słabszy po danych o zatrudnieniu, wzrost rentowności w oczekiwaniu na tapering Fed



■ Ceny surowców energetycznych utrzymują się na wysokich poziomach, mimo ostatnich spadków, co w połączeniu z wysoką inflacją nasila obawy o stagflację w Europie oraz w Stanach Zjednoczonych. Niemniej pozytywnie na apetyt na ryzyko wpłynęło porozumienie w amerykańskim Senacie w sprawie podniesienia limitu zadłużenia USA.

■ Liczba nowych miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA wzrosła we wrześniu jedynie o 194 tys. Słabe dane o zatrudnieniu wynikają głównie z niedoboru pracowników, co podtrzymuje presję płacową i cenową. Biorąc pod uwagę wysoką inflację, naszym zdaniem dane z rynku pracy (pomimo negatywnej niespodzianki) są wystarczające do ograniczenia skupu aktywów przez Fed w najbliższym czasie.

Źródło: Reuters, Citi

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 paź PONIEDZIAŁEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% m/m	IX	4,5	4,5	4,1
12 paź WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt.	X	20	24	26,5
13 paź ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	-1,8	-1,6	1,5
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IX	0,3	0,3	0,3
20:15	USA	Minutes Fed					
14 paź CZWARTEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	VIII	-545	-1171	-1827
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	310	328	326
15 paź PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	5,8	5,8	5,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	-0,6	-0,3	0,7
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	X	--	27	34,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	X	71,1	73,8	72,8

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	597	597	666	737
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2.324	2.570	2.833
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15.582	17.413	19.286
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	-2,8	5,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-9,6	6,1	8,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,3	4,6	5,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	6,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	13,8	10,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	17,8	11,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	6,3	3,5
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,7	4,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,8	8,0	8,1
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	0,10	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,26	1,60
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,84	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	3,85
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,56	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,46
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	15,4	7,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,3	1,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,3	9,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	321,2	380,7
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	310,9	371,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,2	32,2
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-21,3	-29,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	153,5	165,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-3,6	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	47,8	44,8	42,0

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.