

CitiWeekly

50 pb już w środę?

Rosnące ceny po raz kolejny rozgrzewają emocje. Wstępne dane GUS pokazały, że w październiku inflacja wyniosła 6,8% r/r, osiągając ten poziom 1-2 miesiące wcześniej niż wcześniej zakładano. Częściowo niespodziankę można przypisywać wyższym cenom energii, które są poza kontrolą banku centralnego. Niemniej taka interpretacja pomijałaby clou problemu, a mianowicie to, że w październiku duża część wyższego odczytu była związana z wzrostem inflacji bazowej, która (według naszych szacunków) wyniosła około 4,5%.

Przy tej dynamice procesów cenowych wskaźnik CPI może na początku przyszłego roku zbliżyć się do 8%. Oczywiście biorąc pod uwagę skalę niespodzianek w ostatnich miesiącach, jakiegokolwiek prognozy inflacji niosą ze sobą duże ryzyko błędu. Niemniej nawet pomimo tych ograniczeń można wyciągnąć kilka wniosków. Po pierwsze, sam fakt, że prognozy systematycznie niedoszacowywały inflację mówi nam wiele. Wnioskując po naszych własnych doświadczeniach przypuszczamy, że większość ekonomistów wbudowała w swoje prognozy ryzyko błędu i bezpośrednio lub pośrednio „dodawała” do prognozy pewną premię, która mogłaby odzwierciedlać utrwalenie inflacji na wysokim poziomie. Mimo tych korekt wskaźnik CPI zaskakiwał, co sugeruje, że presja inflacyjna jest silniejsza i trwalsza niż zakładały to i tak już pesymistyczne prognozy.

Po drugie z punktu widzenia banku centralnego, trudno nie dostrzec, że ścieżka inflacji bazowej (a więc inflacji po wyeliminowaniu energii oraz żywności) przesunęła się znacznie wyżej. Nasze szacunki sugerują, że średnioroczna inflacja bazowa może w 2022 r. sięgnąć 4,7% r/r, wobec 3,2% przyjętych w projekcji inflacyjnej w lipcu. Nawet przyjmując (wspaniałomyślnie), że obecne prognozy są zbyt pesymistyczne, trudno poważnie wierzyć w szybki i samodzielny powrót wskaźników bazowych w pobliże celu inflacyjnego RPP (2,5%).

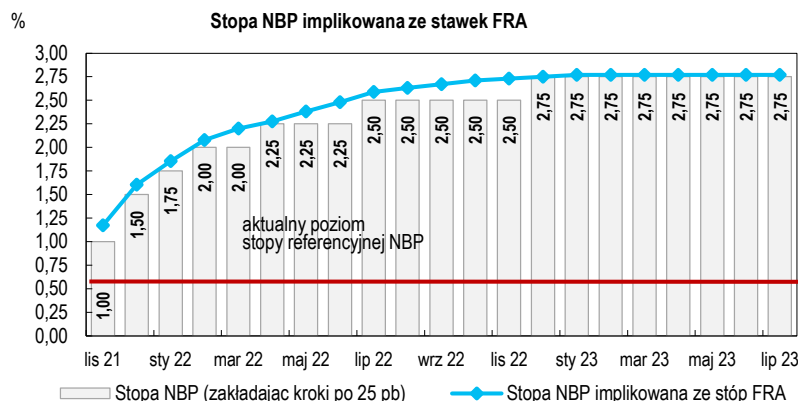
Biorąc to wszystko pod uwagę, naszym zdaniem podwyżka stóp na listopadowym posiedzeniu RPP o **przynajmniej 50pb** wydaje się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Odkładanie decyzji, jak to niedawno sugerowali przedstawiciele Rady, nie przyniosłoby żadnych korzyści, a niosłoby ze sobą ryzyko osłabienia wiarygodności banku centralnego. Podtrzymujemy też nasz pogląd, że stopy procentowe w Polsce ostatecznie wzrosną do około 2,25% (konsensus prognoz wydaje się oscylować w pobliżu 1,5%, ale zapewne przesunie się w górę). W obliczu ostatnich danych inflacyjnych można przypuszczać, że stopy procentowe mają szansę osiągnąć ten poziom wcześniej niż wcześniej zakładano.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,65	4,04	5,34	1,15	0,50	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,53	4,04	5,27	1,12	2,00	-0,50	-0,05	2,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 6.10. Pozostałe prognozy z 20.10.2021 r.

Wykres 1. Rynek wycenia przyspieszone podwyżki stóp



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

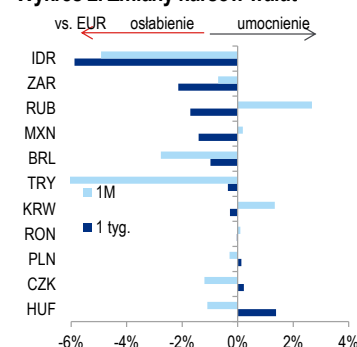
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

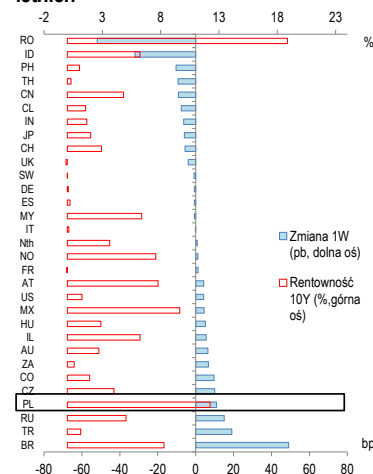
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 29.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



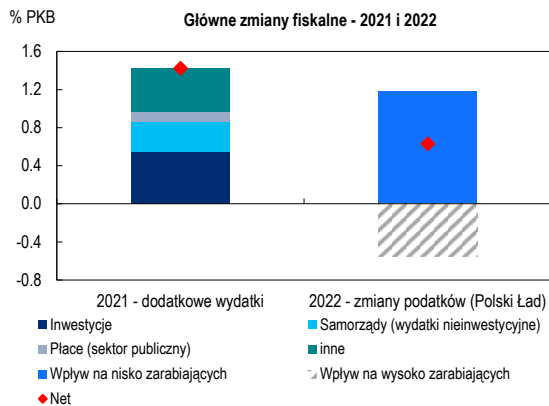
Według stanu na dzień 29.10.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Zmiany fiskalne pobudzą wzrost i inflację

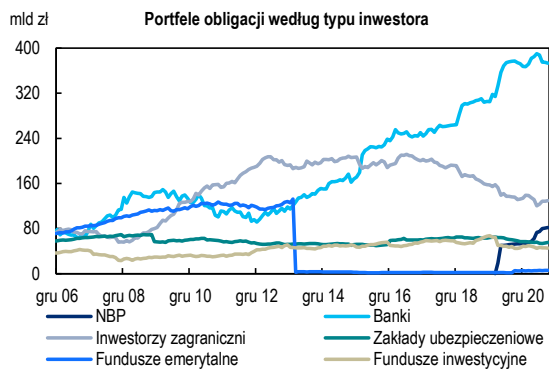


■ W tym roku Polska wyróżnia się w regionie pod względem znacznej poprawy salda budżetowego. Po dziewięciu miesiącach 2021 r. odnotowano nadwyżkę w budżecie w wysokości 47,6 mld zł, przy pierwotnie planowanym całorocznym deficycie w wysokości 82,3 mld zł. Już we wrześniu rząd zdecydował się wykorzystać część przestrzeni fiskalnej poprzez zwiększenie wydatków publicznych w 2021 roku (1,4% PKB). Dodatkowo koszt zmian podatkowych w Polskim Ładzie wzrósł w stosunku od pierwotnych planów (obniżka obciążeń dla najmniej zarabiających wyniesie ok. 1,2% PKB, a wzrost obciążeń dla gospodarstw domowych o wyższych dochodach 0,6%).

■ Oczekujemy, że dodatkowy impuls fiskalny wpłynie pozytywnie na ścieżkę PKB i zwiększy presję inflacyjną. Mimo większych wydatków naszym zdaniem deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszy się do 4,1% PKB w 2021 r. i 2,9% PKB w 2022 r.

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Citi Handlowy

Wykres 5. Wysokie depozyty MF zapewniają stabilne finansowanie

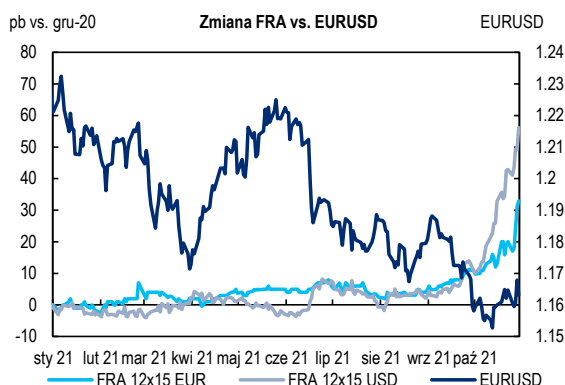


■ Mimo zwiększenia wydatków budżetowych Ministerstwo Finansów zaplanowało do końca roku jedynie aukcje zamiany. W ograniczeniu emisji netto pomagają wysokie depozyty resortu finansów. Choć zanotowały one spadek w październiku do 157 mld zł z rekordowych 178 mld zł we wrześniu, wciąż zapewniają komfort finansowania budżetu. Zdaniem MF dotychczas prefinansowano ok. 8% potrzeb na 2022 r. (212 mld zł), ale sądzimy, że zawansowanie może być znacznie większe.

■ Głównym posiadaczem krajowych obligacji pozostają krajowe banki, ale wg danych MF ich portfele zmniejszyły się we wrześniu czwarty miesiąc z rzędu. Stopniowo rośnie udział NBP, który mimo podwyżki stóp kontynuuje skup obligacji. We wrześniu wzrosło ponownie zaangażowanie inwestorów zagranicznych. Stale rośnie także udział gospodarstw domowych w finansowaniu Skarbu Państwa.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy, *MF Ministerstwo Finansów

Wykres 6. Podwyżki stóp w USA mogą nastąpić szybciej, w UK już w tym tygodniu



■ EBC nie zmienił istotnie swojego przekazu w listopadzie. C. Lagarde stwierdziła, że obecny skok inflacji jest przejściowy i w 2022 r. inflacja będzie stopniowo spadać. Ponadto potwierdziła, że skup aktywów w ramach PEPP spowolni i zakończy się w marcu 22 r. Wypowiedzi szefowej EBC zostały odebrane jako zbyt mało gołębie, co mogło przyczynić się do wzrostu kursu EURUSD.

■ Na najbliższym posiedzeniu Fed może odejść od określania inflacji mianem przejściowej. Choć nasz scenariusz bazowy zakłada, że Fed podniesie stopy dopiero w grudniu 2022 r. to nie możemy wykluczyć, że stanie się to wcześniej zgodnie z obecną wyceną rynkową, która zakłada pierwszą podwyżkę do czerwca 2022 r.

■ Sądzimy też, że Bank Anglii prawdopodobnie podniesie stopy o 15 pb w tym tygodniu, w związku z rekordowo wysoką inflacją.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy, *skumulowane zmiany FRA od początku roku

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
1 lis PONIEDZIAŁEK							
	PL	Wszystkich Świątecznych					
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt.	X	--	--	59,2
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt.	X	61,2	60,4	61,1
2 lis WTOREK							
10:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt.	X	53,2	53	53,4
10:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt.	X	--	58,2	58,2
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt.	X	58,5	58,5	58,5
3 lis ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XI	1	0,75	0,5
12:00	EUR	Stopa bezrobocia	%	X	7,4	7,4	7,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	X	--	400	568
15:45	USA	PMI dla usług	pkt.	X	--	--	58,2
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	--	-0,2	1,2
17:00	USA	ISM dla usług	pkt.	X	62,4	62	61,9
20:00	USA	Decyzja Fed	%	XI	0,25	0,25	0,25
4 lis CZWARTEK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	0,3	--	-7,7
09:55	DE	PMI dla usług	pkt.	X	--	52,4	52,4
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt.	X	54,7	54,7	54,7
	PL	Aukcja obligacji					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	265	277	281
13:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	IX	-81,5	-75,0	-73,3
14:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	XI	0,25	0,1	0,1
5 lis PIĄTEK							
09:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0,9	1	-4
12:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,2	1,5	0,3
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	4,6	4,7	4,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	410	425	194

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

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

	gru-20	29/10/2021	gru-21	mar-22	cze-22	wrz-22	gru-22	mar-23	cze-23	wrz-23
2L	0,10	1,98	1,70	2,00	2,20	2,40	2,60	2,45	2,30	2,30
3L	0,18	2,13	2,10	2,40	2,44	2,80	2,85	2,64	2,55	2,43
5L	0,47	2,41	2,45	2,72	2,78	3,13	3,18	2,97	2,88	2,76
10L	1,25	2,89	2,90	3,15	3,30	3,50	3,70	3,65	3,50	3,50

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

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	734
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2.324	2.569	2.824
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15.582	17.460	19.275
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	5,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-9,6	5,8	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,3	4,6	5,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	5,9
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	12,9	8,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	17,1	9,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	7,2	3,7
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,9	5,4
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	1,00	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,47	2,32
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	2,90	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	4,04	4,04
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	4,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,65	4,42
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,59
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	5,1	2,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,8	0,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	8,9	10,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	325,2	385,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	316,3	374,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,5	30,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-28,1	-35,0
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	-7,1	-4,1	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,8	-2,9	-1,9
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	47,8	44,1	41,5

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.