

CitiWeekly

PKB wciąż mocny

■ Wstępny szacunek PKB pokazał dosyć wysoki wzrost PKB w III kwartale na poziomie 5,1% r/r wobec 11,2% w II kw. Dane były nieco wyższe od naszej prognozy i konsensusu (4,8% r/r), a spowolnienie wzrostu wynikało głównie z efektu bazy. Po eliminacji czynników sezonowych PKB wzrósł aż o 2,1% kw/kw, czyli szybciej niż w II kwartale (1,8% kw/kw) i w takiej samej skali jak PKB dla całej Unii Europejskiej, co odzwierciedla dosyć wysoką aktywność. Po tym jak poziom PKB osiągnął poziom sprzed pandemii już w II kwartale w III kwartale przybliżył się do przedpandemicznego trendu. GUS opublikuje pełne rozbięcie danych za III kwartał dopiero pod koniec miesiąca, ale przypuszczamy, że za nieco wyższym odczytem niż zakładaliśmy stała przede wszystkim konsumpcja prywatna, która nie do końca mogłaby zostać uchwycona w danych o sprzedaży detalicznej wobec zwiększonej dostępności usług. Szacujemy, że konsumpcja prywatna wyhamowała do ok. 3,9% z 13,1% podczas gdy inwestycje przyspieszyły do 7,3% z 5,6%.

■ Oczekujemy, że wzrost gospodarczy wyniesie w IV kwartale ok. 5-5,6% r/r w zależności od skali potencjalnych restrykcji w trakcie narastającej obecnie fali epidemicznej. Taki wynik przełoży się na wzrost PKB w całym roku na poziomie 5% z ryzykiem po stronie nieco wyższej dynamiki. Rząd nie planuje ogólnokrajowego „lockdownu” i preferuje regionalne restrykcje, ale wiele będzie zależało od ewolucji epidemii. Rząd chciałby uniknąć m.in. zamknięcia szkół, jednak rosnąca liczba dzieci na kwarantannie może wpłynąć na zmianę opinii. Naszym zdaniem w pewnym momencie restrykcje najprawdopodobniej będą musiały być wprowadzone, co wpłynie negatywnie na aktywność, ale zakładamy, że będą one mniej dotkliwe niż przy okazji poprzednich fal i będą wprowadzone później niż w przypadku jesiennej fali zachorowań w 2020 r.

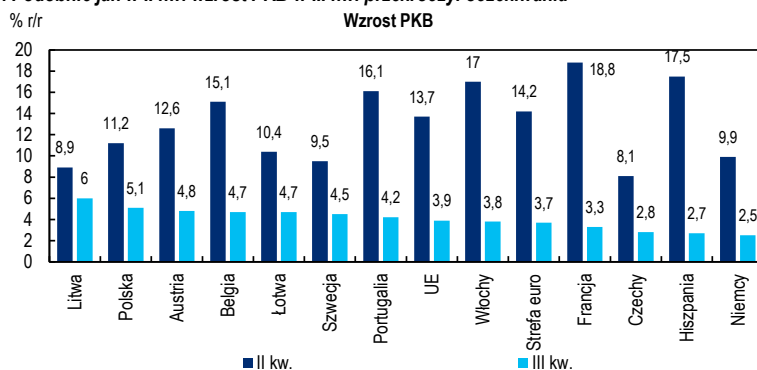
■ Czynniki ryzyka dla aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach będą ograniczenia podaży, opóźnienia w wypłacie środków unijnych oraz wolniejszy wzrost w Niemczech. Niedobory podaży zarówno w przemyśle jak i sektorze budowlanym są mniejsze niż w innych krajach UE, ale są historycznie największe i mogą prowadzić do ograniczeń produkcji. Z kolei na mniejszy napływ środków unijnych wpływ ma brak aprobaty Krajowego Plan Odbudowy przez Komisję Europejską. Powolne rozładowanie problemów podaży, opóźnienia napływu środków unijnych spowolnienie gospodarcze w Chinach oraz znaczne pogorszenie perspektyw dla niemieckiej gospodarki przełoży się prawdopodobnie na wyhamowanie wzrostu PKB w 2022 r. do 4,7%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

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

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów 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. Podobnie jak w II kw. wzrost PKB w III kw. przekroczył oczekiwania



Źródło: GUS, Reuters, Eurostat, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

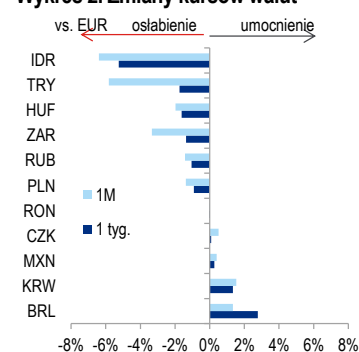
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

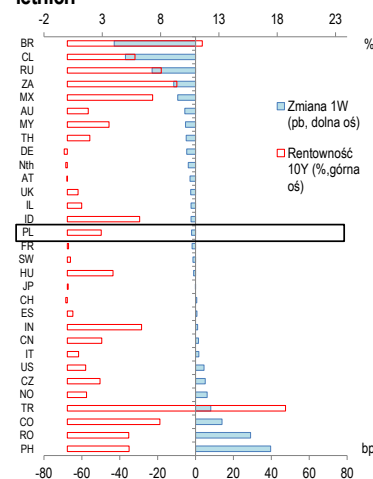
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.11.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



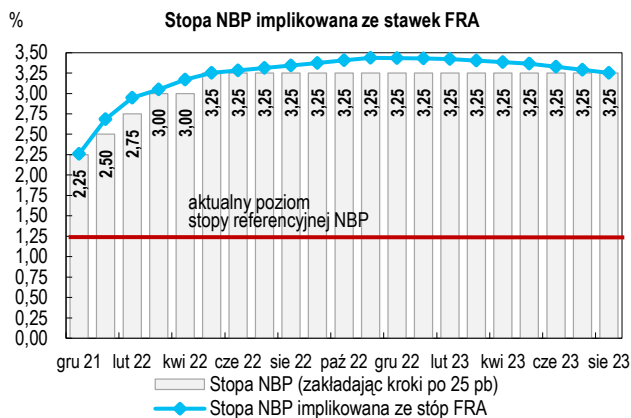
Według stanu na dzień 12.11.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Rynek wycenia docelowy poziom stopy NBP powyżej 3%



■ Dobre dane o PKB były kolejnym czynnikiem, który przyczyniał się do wzrostu krótkoterminowych stóp rynkowych. Stopy FRA zaczęły wyceniać wzrost stopy referencyjnej NBP do 3,25-3,50%, a krzywa swap odwróciła się.

■ Biorąc pod uwagę dodatnią lukę popytową, inflację przekraczającą ścieżkę z projekcji NBP, stopniowe osłabienie złotego (w reakcji na mocnego dolara), niski poziom stóp realnych i komentarze członków Rady sądzą, że RPP podwyższy stopy w grudniu. Choć po ostatnich decyzjach Rady zmiana o 75 pb nie może być wykluczona to za najbardziej prawdopodobny scenariusz uważamy ruch o 25-50 pb. Sądzymy, że Rada będzie wolała zachować pewną ostrożność w podwyższaniu stóp, a rynek przeszacowuje tempo i skalę zacieśnienia polityki pieniężnej. Zakładamy, że stopa NBP osiągnie 2,25%-2,75%.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Ograniczenia podaży obniżą przejściowo dynamikę płac?

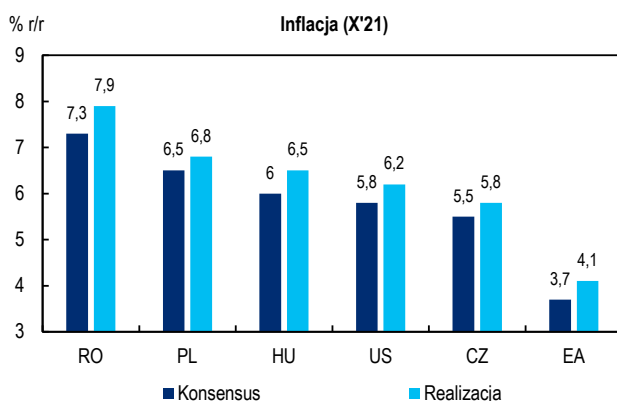


■ Oczekujemy wyhamowania płac w sektorze przedsiębiorstw październiku do 8,2% r/r z 8,9%. Sądzymy, że do wolniejszego wzrostu wynagrodzeń mogą przyczynić się niedobory materiałów w przemyśle czy sektorze budowlanym, które mogły prowadzić do zmniejszenia skali produkcji. Przykładem może być branża motoryzacyjna, gdzie zmieniony tryb pracy ograniczając liczbę zmian lub czasowe wygaszenie produkcji.

■ Wyniki ankiety NBP pokazują jednak, że presja płacowa w gospodarce powróciła do poziomu sprzed pandemii. W rezultacie skala spadku dynamiki płac będzie ograniczona, a po ustaniu przejściowych niedoborów podażyowych wzrost płac może pozostać w pobliżu 8% z ryzykiem w górę w 2022 r. w obliczu podwyżki płacy minimalnej i wysokiej inflacji, ale też wyższej produktywności.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Inflacja za granicą znów zaskakuje w górę



■ Inflacja CPI w USA okazała się wyższa od oczekiwań i wyniosła w październiku 0,6 % m/m i 6,2% r/r. W scenariuszu bazowym oczekujemy przyspieszenia ograniczenia skupu aktywów od stycznia oraz trzy podwyżki stóp po 25 pb w 2022 r. począwszy od czerwca.

■ Kolejne niespodzianki inflacyjne w regionie zwiększają presję na banki centralne w regionie. Wskaźnik CPI w Czechach wzrósł w październiku o 5,8% r/r. Obecnie zakładamy podwyżki o 50 pb bazowych w grudniu br. i 25 pb w I kw. 2022r, z ryzykiem w górę. Z kolei na Węgrzech odnotowano wzrost cen o 6,5% w skali roku. W rezultacie oczekujemy, że MNB zwiększy skalę podwyżek i w listopadzie podniesie stopy o 30 pb.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 lis	PONIEDZIAŁEK						
10:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	6,8	6,8	5,9
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	IX	-1263	-1300	-1686
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	XI	--	21,6	19,8
16 lis	WTOREK						
11:00	EUR	PKB - wstępny	% kw/kw	Q3	2,2	2,2	2,2
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	X	4,5	--	4,2
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	XI	2,1	2,1	1,8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	2,2	1,1	0,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	1,1	0,8	-1,3
17 lis	ŚRODA						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	X	4,1	4,1	2,1
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	X	1560	1580	1555
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	X	1650	1632	1586
18 lis	CZWARTEK						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	255	260	267
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt.	XI	--	24,0	23,8
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	X	--	0,8	0,2
19 lis	PIĄTEK						
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	X	0,5	0,5	0,6
10:00	PL	Płace	% r/r	X	8,2	8,9	8,7

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	598	653	698
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.572	2.827
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.113	18.314
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	5,7	5,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	5,8	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	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	0,1	12,9	8,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,1	9,7
Ceny, pieniądz 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	5,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	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	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,86	2,42
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,00	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,04	4,03
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,94	4,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,65	4,53
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,60	4,57
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	5,0	1,9
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 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.