

CitiWeekly

Lekka inflacyjna ulga, jednak bez rewolucyjnych zmian

■ W minionym tygodniu rząd przedstawił założenia „tarczy antyinflacyjnej”. W ramach pakietu zaproponowano obniżkę VAT oraz akcyzy na energię elektryczną, gaz ziemny oraz paliwa (szczegóły dostępne [tutaj](#)). Według naszych szacunków dzięki tym zmianom w I kw. inflacja CPI może być o około 1,1 pp niższa niż pierwotnie szacowano. Jeżeli jednak (tak jak jest to planowane) VAT i akcyza powrócą do wyjściowych poziomów w kwietniu/czerwcu, ścieżka CPI w drugiej połowie roku nie będzie się różnić od dotychczasowych prognoz (wykres 1).

■ Chociaż zmiany podatkowe ograniczą inflację w najbliższych miesiącach, nie zrobią one nic aby usunąć źródło problemu. Kluczowym czynnikiem inflacyjnym w Polsce jest silny popyt krajowy, który rośnie w tempie szybszym niż podaź. W tej sytuacji jedynym sposobem na obniżenie presji cenowej jest spowodowanie wyhamowania gospodarki do poziomów zbliżonych do potencjału lub ewentualnie [doprowadzenie do umocnienia złotego](#).

■ Przyjęte działania nie obniżają jednak popytu, a wręcz mogą wzmocnić impuls wzrostowy. Po pierwsze, obniżka cen energii oznacza, że gospodarstwa domowe będą mogły przeznaczyć na inne towary i usługi więcej środków niż zakładano w prognozach jeszcze tydzień temu. Po drugie, oprócz obniżek podatków rząd planuje również działania osłonowe - dodatkowe transfery do gospodarstw domowych na ok. 3,6 mld zł. Oznacza to, że konsumenci będą mogli przeznaczyć większe kwoty na zakup towarów i usług „nieenergetycznych”. Przy ograniczeniach podaży przynajmniej częściowo przełoży się to na wzrost cen. Dlatego pomimo *spadku inflacji CPI* w 2022 roku o 0,3 pkt. proc. (średniorocznie), na skutek pakietu spodziewamy się jednocześnie *wzrostu inflacji bazowej* o około 0,1 pkt. do 5,3%.

■ **Polityka pieniężna** - Ponieważ inflacja bazowa nie spada, ogłoszona „tarcza inflacyjna” nie zmniejsza przestrzeni do podwyżek stóp procentowych. Główna korzyść jaka z niej płynie dla polityki pieniężnej wiąże się z wygładzeniem inflacyjnej „górkę” w I kwartale. Przy niższej ścieżce inflacyjnej łatwiej będzie RPP rozłożyć podwyżki w czasie, a dzięki temu Rada będzie mogła zmniejszyć ryzyko przestrczenia stóp procentowych powyżej „optymalnego” poziomu.

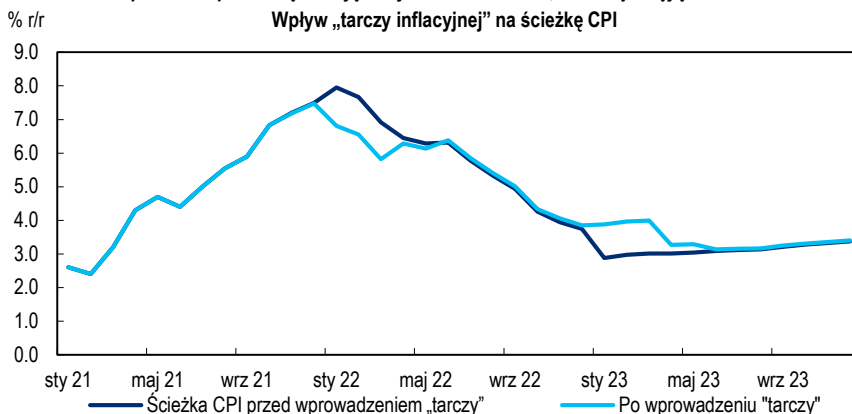
■ W połączeniu z pojawieniem się nowej mutacji wirusa (strona 2), tarcza antyinflacyjna zwiększa szansę, że RPP będzie mogła w grudniu podnieść stopy procentowe w bardziej umiarkowanym tempie – np. o 50pb, zamiast wyceniane dotychczas przez rynek FRA 100pb.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,69	4,23	5,47	1,13	1,75	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,64	4,14	5,40	1,12	2,75	-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 17.11. Pozostałe prognozy z 20.10.2021 r

Wykres 1. Obniżki podatków przesuną inflację niżej w I kwartale 2022, ale zwiększą ją w 2023



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

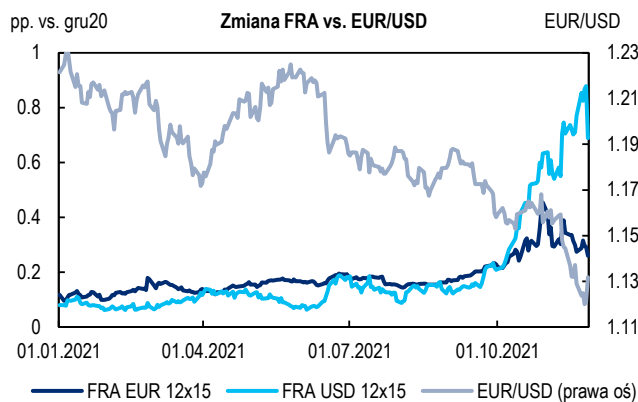
tomasz.litwiniak@citi.com

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Druga kadencja prezesa Fed oraz nowa koalicja rządząca w Niemczech.

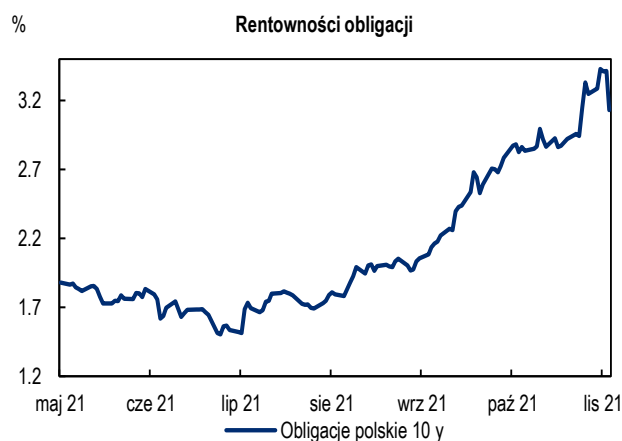


■ Decyzja o nominacji J. Powella na drugą kadencję prezesa Fed oraz dosyć jastrzębie *minutes* Fed doprowadziły do umocnienia dolara oraz wzmocnienia oczekiwań na podwyżki stóp w USA. Biorąc pod uwagę ryzyka w górę dla przyszłorocznej inflacji w Stanach, spodziewamy się trzech podwyżek stóp w 2022 r. począwszy od czerwca. Wsparciem dla tego scenariusza powinny być dane o zatrudnieniu i inflacji bazowej.

■ W Niemczech SPD, FDP i Zieloni zawiązali koalicję. Koalicja nie widzi potrzeby znacznej reformy paktu stabilności i wzrostu oraz programu NextGenEU i skupi uwagę na celach unijnych, tj. zielonej transformacji oraz przyspieszeniu programu cyfryzacji. Skala poluzowania fiskalnego może być mniejsza niż dotychczas zakładaliśmy (0,5% PKB vs. 1,5%)

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 5. Obawy dotyczące nowego wirusa ciążą na ryzykownych aktywach, wspierają obligacje

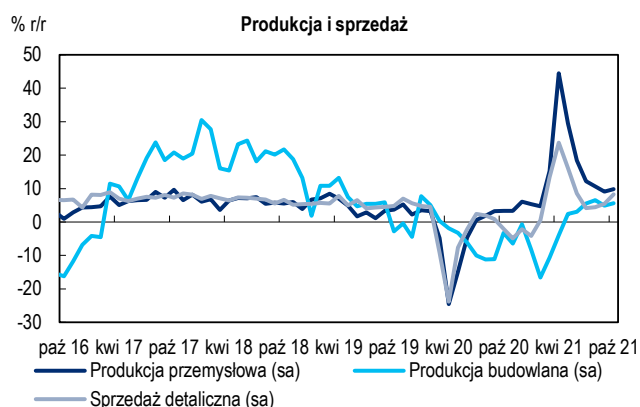


■ W najbliższych tygodniach część scenariuszy rynkowych dotyczących tempa ożywienia gospodarczego na świecie i zacieśnienia polityki monetarnej może być rewidowanych, a przynajmniej kwestionowanych. Pod koniec ubiegłego tygodnia przez rynki przetoczyła się fala obaw związana z pojawieniem się nowego wariantu wirusa, który otrzymał już nazwę Omikron. Skala wyprzedzący na giełdach i spadku rentowności sugeruje, że inwestorzy obawiają się kolejnych lockdownów (choć zapewne niska płynność w okolicach amerykańskiego Święta Dziękczynienia również nie pomogła).

■ Na razie o nowym wariantie wiadomo niewiele, ale został on przez WHO uznany za *variant of concern*, czyli za wariant budzący obawy. Na ocenę tego, czy nowy wirus rzeczywiście uzasadnia skalę reakcji rynkowej trzeba będzie poczekać dłużej, aż do otrzymania wyników badań naukowych dotyczących działania wirusa – może to zająć nawet kilka tygodni.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Dobry początek IV kw



■ Dane o aktywności za październik zaskoczyły pozytywnie. Produkcja przemysłowa spowolniła w październiku jedynie do 7,8% r/r (+2% m/m po odsezonowaniu) z 8,9%. Na taki wynik złożył się wysoki wzrost produkcji energii (+40,6% r/r) oraz koksu i paliw (13,8% r/r). Ponadto, wzrost produkcji budowlanej utrzymał się na wysokim poziomie 4,2% r/r. Z kolei sprzedaż detaliczna przyspieszyła w ujęciu realnym do 6,9% r/r z 5,1% za sprawą wysokiej dynamiki sprzedaży odzieży i obuwi, paliw oraz żywności, przy słabszej sprzedaży samochodów (-5,2%).

■ Lepsze od oczekiwań dane wskazują na dobry wynik PKB w IV kw. Naszym zdaniem pomimo pandemii wzrost gospodarczy przynajmniej o 0,4% kw/kw i jednocześnie przyspieszy do ok 5,5% r/r.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 lis PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt.	XI	119,0	117,5	118,6
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	X	--	0,8	-2,3
30 lis WTOREK							
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	XI	7,2	7,3	6,8
10:00	PL	PKB	% r/r	III kw.	5,1	5,1	5,1
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XI	4,4	4,4	4,1
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	XI	--	67,0	68,4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XI	112,4	110,7	113,8
1 gru ŚRODA							
02:45	CN	PMI dla przemysłu	pkt	XI	49,7	49,7	49,2
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	54,1	53,9	53,8
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	53,2	53,1
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	55,4	55,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XI	58,6	58,6	58,3
	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	X	--	525	571
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	59,1	58,4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	61,4	61,1	60,8
2 gru CZWARTEK							
11:00	EUR	Stopa bezrobocia	%	X	7,3	7,3	7,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	250	199
3 gru PIĄTEK							
02:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	XI	--	--	53,8
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt.	XI	56,6	56,6	54,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XI	450	535	531
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XI	4,4	4,5	4,6
16:00	USA	ISM dla usług	pkt.	XI	65,3	65,0	66,7
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	0,5	1,4

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	7,5	3,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,9	5,5
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	1,75	2,75
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,86	2,96
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	4,23	4,14
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,87	4,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,69	4,64
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,69
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.