

CitiWeekly

Prąd i gaz windują inflację

■ Spodziewane podwyżki cen energii okazały się niespodziewanie wysokie. Nowe taryfy opublikowane w piątek przez Urząd Regulacji Energetyki (URE) wskazują, że od stycznia rachunki za gaz wzrosną o około 54%, podczas gdy rachunki za prąd o 24%. Oznacza to, że inflacja w 2022 r. będzie o około 2 punkty wyższa niż wcześniej szacowaliśmy. Pomimo wprowadzenia antyinflacyjnej tarczy, wskaźnik CPI wyniesie średnio w przyszłym roku ok. 8,3%.

■ Najciekawsze jest nie to, co komunikat URE oznacza dla inflacji w 2022 roku, ale raczej co mówi nam o CPI w 2023. Zgodnie z informacją URE taryfa gazu na najbliższy rok jest oparta o mechanizm pozwalający na „wygladzanie” podwyżek przez trzy lata. Oznacza to, że 54% wzrost cen gazu to tylko jedna trzecia docelowej podwyżki, a do kolejnej zmiany dojdzie na początku 2023 r. Innymi słowy, spadek inflacji w kolejnych latach będzie znacznie wolniejszy niż zakładano.

■ To czy rzeczywiście ponad pięćdziesięcioprocentowa podwyżka zostanie powtórzona w 2023 r. będzie uzależnione również od trendów na rynku surowców. Spodziewamy się, że rynkowe ceny gazu spadną po zimie, dzięki czemu wzrost taryf URE w 2023 będzie mógł być mniejszy niż tegoroczne 54%, ale i tak będzie bardzo istotny (ok. 20%). W takim scenariuszu inflacja w 2023 roku wyniosłaby 4,2% i wciąż byłaby znacznie wyższa niż górna granica celu inflacyjnego. Jeżeli nasze założenie okazałoby się zbyt optymistyczne i taryfy ponownie wzrosłyby o 54% (jak sugeruje komunikat URE), inflacja sięgnęłaby około 5%. Powyższe prognozy już uwzględniają większą skalę podwyżek stóp (o czym piszemy poniżej).

■ Nawet jeżeli RPP nie chce odpowiadać podwyżkami stóp na szoki podażowe, może nie mieć innego wyjścia. W obliczu bardzo wysokiej inflacji przez trzy lata (w tym prawie 10% w I kw. 2022) gospodarstwa domowe będą zapewne uwzględniały oczekiwania dotyczące zmian cen w swoich decyzjach ekonomicznych - negocjacjach płacowych, planach inwestycyjnych i oszczędnościowych. Dlatego po raz pierwszy od wielu lat widzimy ryzyko, że oczekiwania inflacyjne mogą mocno i na długo odbiegać od celu inflacyjnego.

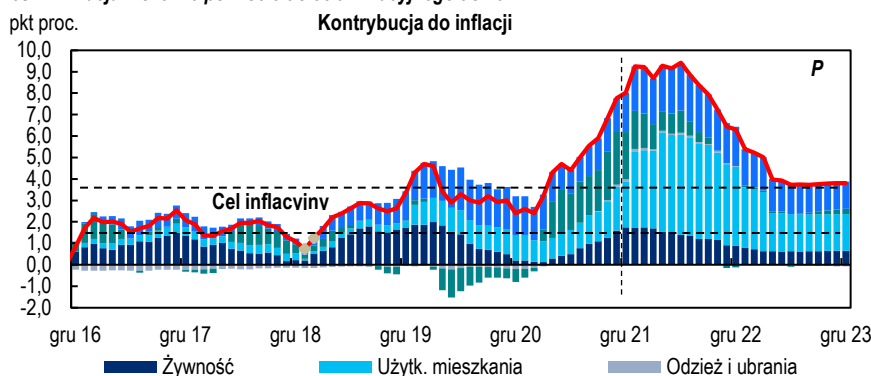
■ Biorąc to pod uwagę uważamy, że RPP podniesie stopy procentowe znacznie bardziej niż obecnie zakłada konsensus ekonomistów i rynkowy. Spodziewamy się, że stopa referencyjna może w przyszłym roku sięgnąć 4,25%. Dokładna ścieżka podwyżek jest obciążona większą niż zwykle niepewnością ze względu na zmiany w składzie RPP oraz ryzyko związane z pandemią. Jednak bez tych podwyżek inflacja w 2023 mogłaby przekroczyć 5%, co wydaje się nie do pogodzenia z mandatem RPP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,62	4,16	5,37	1,11	2,75	-0,50	-0,15	2,07
I KW 23	4,48	4,00	5,21	1,12	3,00	-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 09.12. Pozostałe prognozy z 29.11.2021 r.

Wykres 1. Inflacja może nie powrócić do celu inflacyjnego do 2024 r.



Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

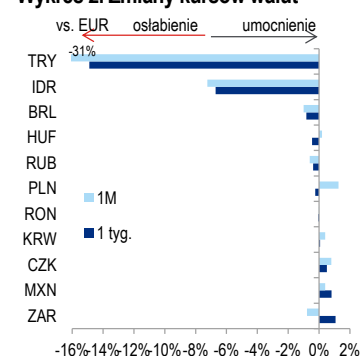
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

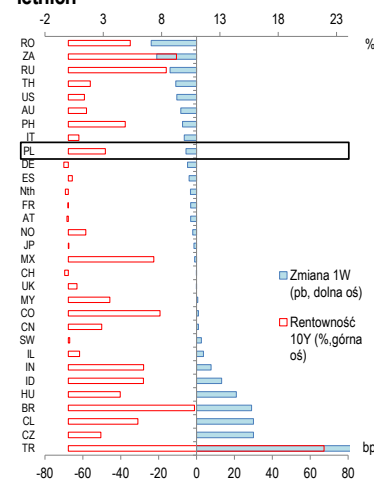
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.12.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 17.11.2021 r.

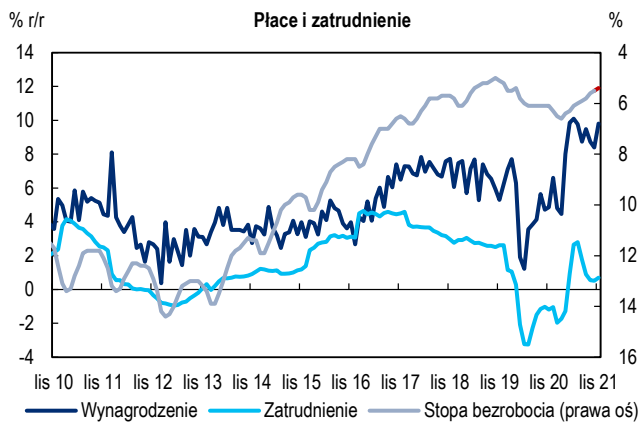
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

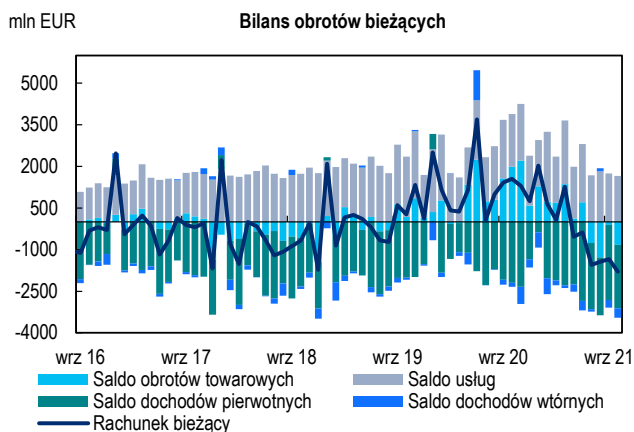
Wykres 3. Mocny wzrost płac



- Dane z rynku pracy za listopad okazały się mocniejsze od oczekiwań. Płace w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyły do 9,8% z 8,4%, wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych (8,9% r/r). Utrzymujący się wysoki popyt na pracę znalazł odzwierciedlenie w danych o zatrudnieniu, które przyspieszyło w listopadzie do 0,7% r/r z 0,5% przy miesięcznym wzroście zatrudnienia aż o ok. 12 tys. Częściowo mogło to być związane ze zwiększonym tymczasowym popytem wobec dużej liczby pracowników objętych kwarantanną w bieżącej fali epidemicznej.
- Potwierdzeniem dobrej sytuacji powinien być spadek stopy bezrobocia w listopadzie do 5,4%.
- Wysoka dynamika płac najprawdopodobniej utrzyma się także w 2022 r. przy sporej podwyżce płacy minimalnej (7,7%) oraz utrzymaniu wysokiej presji inflacyjnej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

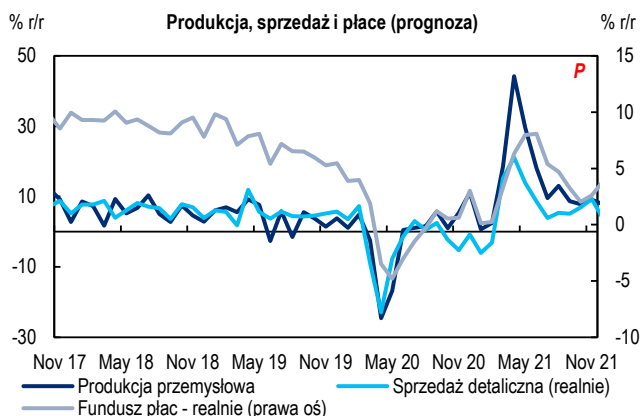
Wykres 4. Słabsze saldo na rachunku bieżącym w 2022 r.



- Deficyt obrotów bieżących wzrósł w październiku do 1,8 mld € z 1,3 mld € wobec prognozowanego spadku poniżej 1,0 mld €. Za tak słaby wynik odpowiadało przede wszystkim pogorszenie salda obrotów towarowych. Wyjątkowo słaby okazał się eksport, który spowolnił do 6,6% r/r z 12,2% r/r, a częściowo wynikało to z niedoborów komponentów, które wpływały na produkcję i eksport sektora motoryzacyjnego. Import wyhamował nieznacznie do 20,4% z 21,5% przy wsparciu wysokich cen nośników energii. Skumulowane 12-miesięczne saldo obrotów bieżących spadło do ok. -0,2% PKB.
- Oczekujemy, że kolejne miesiące przyniosą poprawę salda handlowego w związku ze stopniowym łagodzeniem niedoborów podaży, spadkiem cen ropy i wyhamowaniem konsumpcji prywatnej. Jednocześnie jednak saldo na rachunku obrotów bieżących prawdopodobnie pozostanie ujemne.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Bardziej jastrzębie banki centralne, oczekiwanie na dobre dane za listopad



- W minionym tygodniu Fed zapowiedział przyspieszenie redukcji skupu aktywów oraz podwyższył ścieżkę stóp procentowych na „wykresie kropkowym”, który zakłada 3 podwyżki stóp w przyszłym roku. EBC również przyspieszył redukcję programu skupu aktywów PEPP sygnalizując jego zakończenie w marcu 22 r. przy dosyć jastrzębiej komunikacji. Bank Anglii podwyższył stopy o 15 pb, węgierski bank centralny podwyższył stopy jedynie o 30 pb, a turecki bank centralny obniżył stopy o 100 pb.
- W tym tygodniu poznamy kolejne dane z polskiej gospodarki. Oczekujemy przyspieszenia produkcji przemysłowej do 9,1% przy wciąż mocnej produkcji energii i mocniejszym PMI. Prognozujemy także szybszy wzrost sprzedaży detalicznej o 9,3% r/r przy niskiej bazie, ograniczonych restrykcjach epidemicznych i wyższej mobilności.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
20 gru PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	XI	--	13	11,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	9,1	8,4	7,8
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	XI	--	0,8	0,9
21 gru WTOREK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	9,3	8,7	6,9
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	-8,1	-8	-6,8
22 gru ŚRODA							
08:00	UK	Finalny PKB	% kw/kw	Q3	1,2	1,3	1,3
14:30	USA	Finalny PKB	% r/r	Q3	--	2,1	2,1
14:30	CZ	Decyzja CNB w sprawie stóp proc.	%	%	3,5	3,5	2,75
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	XI	6,5	6,5	6,340
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	XII	110,9	110	109,5
23 gru CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	205	206
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% r/r	XI	0,3	0,5	0,7
14:30	USA	Deflator PCE	% r/r	XI	0,6	0,6	0,6
14:30	USA	Dochód osobisty	%	XI	0,5	0,4	0,5
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	XI	2,8	1,8	-0,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	XII	--	70,4	70,4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	XI	785	767	745
28 gru WTOREK							
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	pkt	X	--	--	19,1
29 gru ŚRODA							
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	tys.	XI	--	--	7,5
30 Dec CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tyg.	--	--	--
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	XII	--	--	61,8
31 gru PIĄTEK							
02:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	50,1
02:00	CN	PMI dla usług	pkt	XII	--	--	52,3

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

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 sty							
		PONIEDZIAŁEK					
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	52,2
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	54,4
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	57,1
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	57,9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XII	58	58	58
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	57,8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	--	60,5	61,1
4 sty							
		WTOREK					
02:45	CN	Finalny PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	XII	--	--	49,9
5 sty							
		ŚRODA					
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	XII	--	--	48,4
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XII	--	--	53,3
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XII	--	--	534
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XII	--	--	57,5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	--	67	69,1
6 sty							
		CZWARTEK					
02:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	XII	--	--	52,1
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	2,7	--	-6,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	--
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XI	--	--	--
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	--	1
7 sty							
		PIĄTEK					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	--	--	2,8
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	XII	--	--	7,4
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	0,8	--	0,2
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XII	4,6	4,7	4,9
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XII	116,2	117,0	117,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia		XII	--	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem		XII	--	483	210

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	647	679
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.579	2.847
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	16.969	17.822
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	5,1	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,2	6,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	5,2
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,5	7,9
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,6	9,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,0	6,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,0	8,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,3
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	4,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,70	4,47
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,15	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	4,02
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,86	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,59	4,50
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,56	4,56
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,0	0,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	4,9	6,8
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	331,9	355,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	327,0	349,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,8	27,7
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-31,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	160,0	175,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-4,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,8	-2,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	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.