

CitiWeekly

Krok po kroku w górę

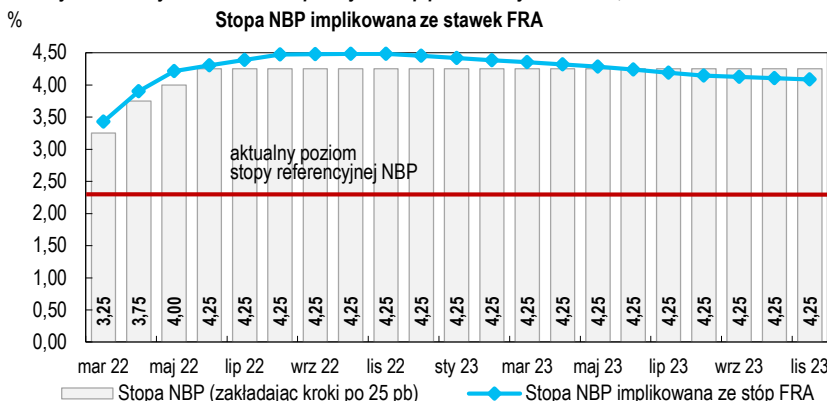
- Na zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych będzie trzeba jeszcze poczekać. We wtorek Rada Polityki Pieniężnej (RPP) spotka się po raz kolejny na swoim miesięcznym posiedzeniu i zapewne zdecyduje o kolejnej podwyżce. Konsensus analityków wskazuje, że stopy wzrosną o 50 pb do 2,75%, przy czym rozstrzał prognoz jest stosunkowo niewielki. Jest to zapewne związane z tym, że bezpośrednio po styczniowym posiedzeniu prezes NBP wyraźnie zasygnalizował, iż kolejne zmiany stóp będą postępowały w krokach po 50 pb.
- Nasza prognoza bazowa również zakłada podwyżkę o 50 pb, ale jednocześnie wydaje nam się, że większa podwyżka (o 75 pb) jest bardziej prawdopodobna niż sugerowałby rozkład głosów analityków. Od styczniowego posiedzenia przybyło bowiem argumentów za tym, aby rozważyć szybsze dostosowanie stóp procentowych.
- Po pierwsze, w ostatnich tygodniach dane o produkcji bardzo mocno zaskoczyły, przebijając i tak wygórowane prognozy. Po drugie, niespodzianką okazał się ponad 11% wzrost wynagrodzeń, a inflacja (publikowana już po styczniowym posiedzeniu Rady) wzrosła o niemal pół punktu procentowego szybciej niż oczekiwano. Po trzecie, w ciągu ostatnich tygodni wzrosły szanse na podwyżki stóp procentowych w USA i – co bardziej zaskakujące – w strefie euro. W środowisku rosnących stóp na świecie skala podwyżek w Polsce może być większa.
- Jedyny czynnik, który przemawia przeciw szybszym podwyżkom i powstrzymuje nas przed „obstawianiem” podwyżki o 75pb, to umocnienie waluty. Złoty zyskał na wartości, a perspektywa wyższego EUR/USD (efekt podwyżek w strefie euro) powinna wspierać ten ruch. Widać również, że przewodniczący RPP stara się swoimi komentarzami wspierać PLN, co wzmacnia impuls antyinflacyjny (o tym, że do obniżki inflacji potrzebne będą nie tylko podwyżki stóp, lecz i interwencje werbalne pisaliśmy [w listopadzie](#)).
- Niezależnie od skali podwyżki na jutrzejszym posiedzeniu, podtrzymujemy nasz scenariusz, że stopy procentowe w Polsce przekroczą w najbliższych miesiącach 4%. W obliczu ewentualnych podwyżek na świecie dużo trudniej będzie RPP szybko zakończyć proces zacieśnienia monetarnego. W obecnych warunkach bardzo łatwo o przestrzelenie docelowego poziomu stóp – tzn. w reakcji na zagrożenie inflacyjnej stopy wzrosną bardziej niż jest to potrzebne, a po kilku kwartałach bank centralny może zacząć je ponownie obniżać.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,53	3,97	5,46	1,14	3,25	-0,50	-0,15	1,63
I KW 23	4,45	3,94	5,24	1,13	4,25	-0,50	0,15	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 12.01. Pozostałe prognozy z 21.01.2022 r.

Wykres 1. Rynek FRA wycenia docelowo podwyżki stóp procentowych do ok. 4,5% w trakcie roku



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

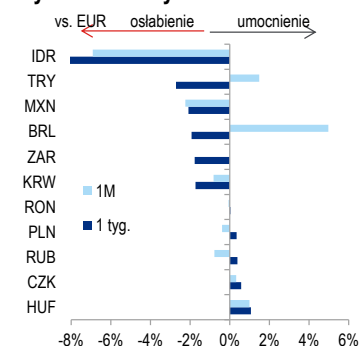
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

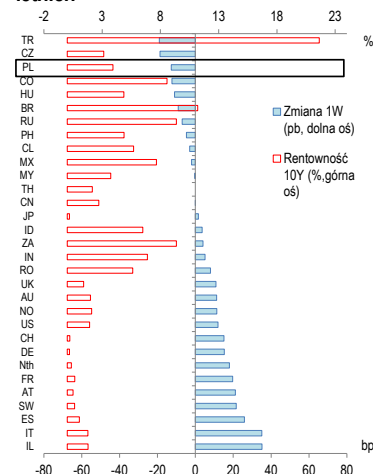
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 4.2.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



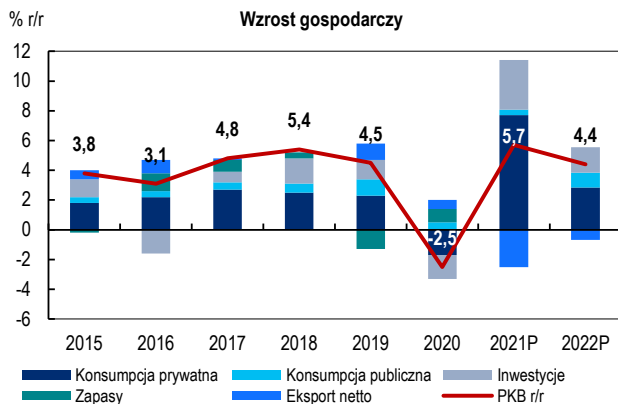
Według stanu na dzień 4.2.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Mocny PKB w 2021 r. przy słabszej konsumpcji i mocniejszych inwestycjach w IV kwartale



- PKB wzrósł w 2021 r. o 5,7% po spadku o 2,5% w 2020 r., co wskazuje na ok. 7,3% kw/kw w IV kw. Negatywnie zaskoczył roczny wynik konsumpcji prywatnej, co może oznaczać, że wzrost inflacji ograniczył wydatki konsumentów w IV kw. Z kolei pozytywnie zaskoczyły wydatki inwestycyjne, które wzrosły w 2021 r. o 8%.
- Spodziewamy się spowolnienia wzrostu do 4,4% w 2022 roku. Konsumpcja prywatna prawdopodobnie wyraźnie spowolni w I kwartale, między innymi pod wpływem wyraźnych podwyżek cen energii (prąd, gaz), a w całym roku do 4%. Z kolei w przypadku inwestycji I kwartał również może przynieść spowolnienie, na co wskazuje m.in. ostatnia ankieta NBP wśród przedsiębiorstw. Jednak bardzo dobry wynik w IV kw. 21 r. wpłynie na wysoką dynamikę inwestycji w całym roku. Dla perspektyw inwestycji istotne będzie m.in. orzeczenie TSUE na temat mechanizmu warunkowości (16/02), które mogłoby dać uprawnienia KE do zawieszenia transferu środków UE.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

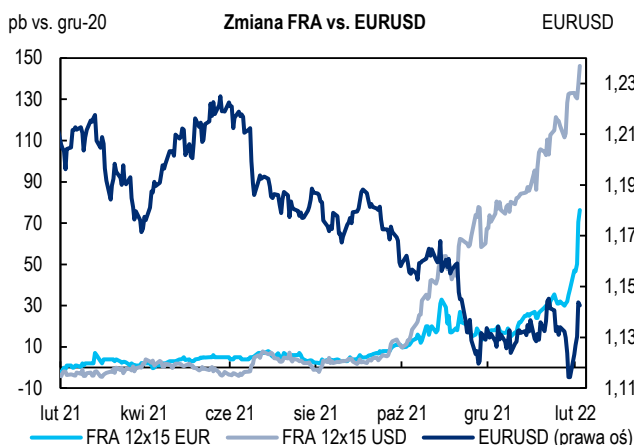
Wykres 5. PMI i analizy NBP pokazują wysoką presję cenową i płacową



- Indeks PMI obniżył się w styczniu do 54,5 z 56,1 przy spadku indeksów produkcji i nowych zamówień. Słabsza aktywność była częściowo pod wpływem wyższych cen i ograniczeń podaży. Indeksy cenowe oraz średni czas dostaw ponownie wzrosły, a firmy zwiększały zapasy i zatrudnienie.
- Podobne sygnały płyną z najnowszego raportu NBP na temat sytuacji przedsiębiorstw. Pokazał on utrzymanie wysokich przychodów firm, podczas gdy inflacja i wysokie koszty surowców pozostały główną barierą rozwoju. Firmy odnotowały także dalszy istotny wzrost presji płacowej w I kw. do rekordowo wysokiego poziomu.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. EBC bardziej jastrzębi i może podwyższyć stopy w tym roku



- Na styczniowym posiedzeniu EBC zmienił swoją retorykę na tyle, że obecnie oczekujemy wygaszenie skupu aktywów w strefie euro do końca września i spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp procentowych przed końcem roku. Komentarze C. Lagarde sugerują, że EBC będzie w większym stopniu zwracał uwagę na to jak wysoka inflacja może przekładać się na podwyższone oczekiwania inflacyjne (a mniej uwagi będzie poświęcać kwestii powrotu aktywności do stanu przedpandemicznego).
- Bank Anglii podwyższył stopy procentowe o 25 pb drugi miesiąc z rzędu, a czterech członków Rady głosowało za ruchem o 50 pb.
- Czeski bank centralny podwyższył stopy procentowe o 75 pb, ale złagodził nieco przekaz, w związku z czym łączna skala podwyżek może być nieco mniejsza niż zakładały wcześniejsze prognozy Citi.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 lut	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	1,1	0,5	-0,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	3,2	--	1,6
8 lut	WTOREK						
	PL	Decyzja RPP	%	II	2,75	2,75	2,25
14:30	USA	Bilans Handlowy	mld \$	XII	-81,4	-83,0	-80,2
9 lut	ŚRODA						
8:00	DE	Eksport	%	XII	--	-0,1	1,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XII	--	2,1	2,1
10 lut	CZWARTEK						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	235	238
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	I	0,5	0,5	0,5
11 lut	PIĄTEK						
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	I	7,2	--	7,4
16:00	USA	Wstępny indeks konsumentów Michigan	pkt	II	64,5	67,5	67,2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	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	5,7	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,0	7,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,8	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,8	4,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	9,3
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,9	11,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,9
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	3,70	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	3,96
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,47
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,51
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-2,6	-1,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,4	-0,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	1,5	3,1
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	332,9	341,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	331,4	338,7
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	29,1	29,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-30,5
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	-3,9	-3,1
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	43,9	40,7

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.