

CitiWeekly

Coraz trudniejsza walka z inflacją

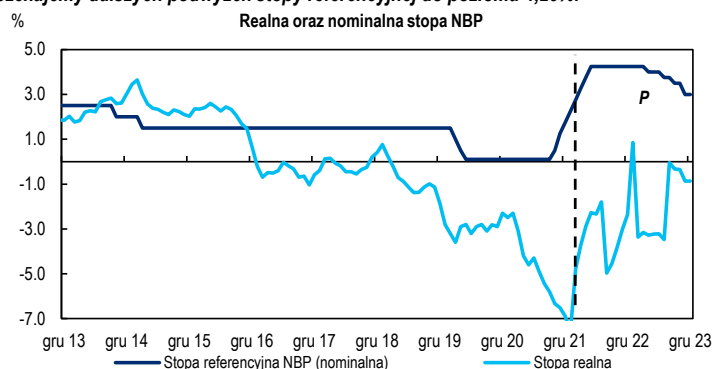
- Era łagodnego banku centralnego oficjalnie dobiegła końca. Co prawda ubiegłotygodniowa podwyżka stóp procentowych nie zaskoczyła (+50 pb do poziomu 2,75%), jednak RPP postarała się o to, aby przekaz dla rynku był jednoznacznie jastrzębi. Widać to było w niemal każdym elemencie wypowiedzi prezesa Głapińskiego podczas konferencji prasowej.
- Po pierwsze, szef banku centralnego jednoznacznie zapewnił o determinacji RPP do obniżenia inflacji. Po drugie, A. Głapiński chyba po raz pierwszy nie osłabił przekazu poprzez uzależnianie podwyżek od sytuacji na rynku pracy. Po trzecie prezes NBP kilkakrotnie zaakcentował, że bankowi centralnemu zależy na umocnieniu złotego. Przyznał on również, że rozważano zaprzestanie przez NBP skupu walut pochodzących z napływu funduszy unijnych (byłby to rodzaj quasi-interwencji w kierunku umocnienia PLN). Trudno byłoby o bardziej jastrzębi przekaz.
- Zmiana w treści i tonie komentarzy po posiedzeniach RPP jest istotna, szczególnie w porównaniu z poprzednimi miesiącami. O ile jeszcze w styczniu RPP wydawała się akceptować 3% jako poziom docelowy dla stóp procentowych, tym razem limit został przesunięty w okolice 4%. Według prezesa NBP podwyżki powyżej tej granicy byłyby możliwe dopiero po przeprowadzeniu dodatkowych analiz. Niemniej ponieważ nowa projekcja NBP zostanie opublikowana już za miesiąc, na wynik dodatkowych analiz nie będzie trzeba czekać zbyt długo.
- Pomimo rosnącej determinacji RPP, walka z inflacją staje się coraz trudniejsza. Warunkiem obniżenia inflacji jest spowolnienie wzrostu popytu i właśnie w tym kierunku zmiernie działają Rady. Jednocześnie jednak polityka fiskalna coraz mocniej stara się pobudzać popyt.
- W minionym tygodniu rząd poinformował o zwiększeniu skali indeksacji emerytur (z ~6% do 7%), co w sumie pozwoli ochronić realną wartość dochodów emerytów. Jednocześnie jednak zdecydowano o wypłacie „czternastek”, co w praktyce oznacza dodatkowe około 7,5% wzrostu (ponad inflację) emerytur w porównaniu z poprzednim scenariuszem. Według naszych szacunków jest to równowartość 0,4% PKB impulsu fiskalnego charakteryzującego się wysokim mnożnikiem (czyli silnym przełożeniem na popyt). W połączeniu z innymi działaniami fiskalnymi, w tym redystrybucyjnym efektem Polskiego Ładu (netto 0,6% PKB) oraz tarczami antyinflacyjnymi, oznacza to w sumie bardzo silny impuls fiskalny i proinflacyjny. Naszym zdaniem nie można wykluczyć, że niezamierzonym efektem tych zmian będzie konieczność jeszcze większych podwyżek stóp procentowych w celu obniżenia inflacji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,52	3,90	5,26	1,16	3,25	-0,15	1,63
I KW 23	4,46	3,88	5,19	1,15	4,25	0,15	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów 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. Oczekujemy dalszych podwyżek stopy referencyjnej do poziomu 4,25%.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

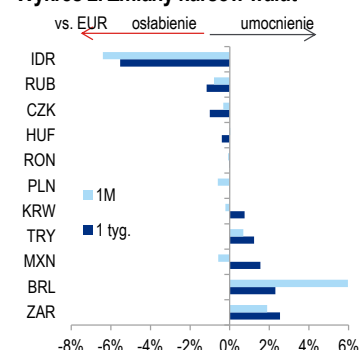
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

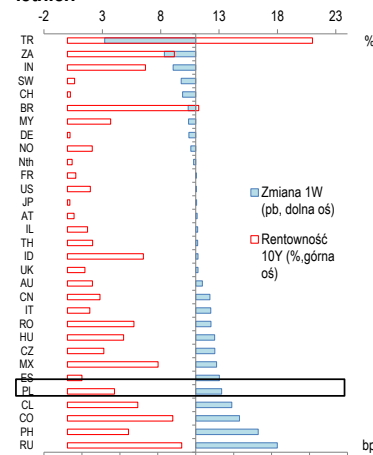
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 11.2.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



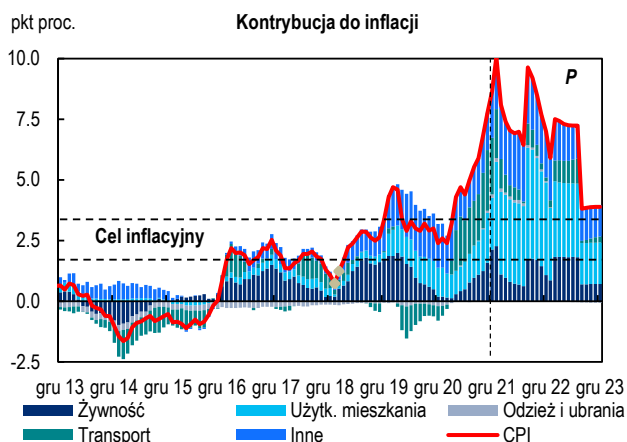
Według stanu na dzień 11.2.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Inflacja prawdopodobnie powyżej 10%

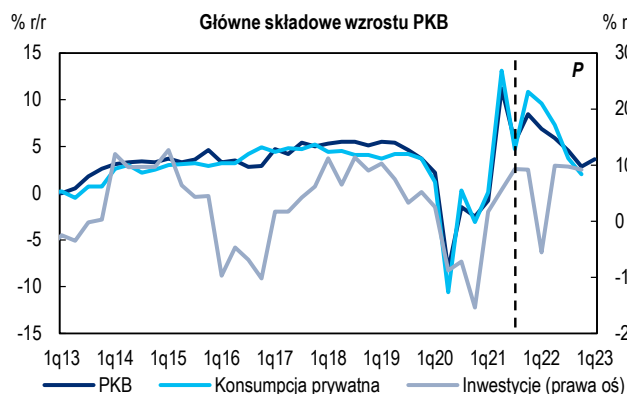


Nasza prognoza inflacji jest wyższa od konsensusu rynkowego - spodziewamy się wzrostu CPI w styczniu do około 10,1% r/r (konsensus: 9,3%). Do tak znacznego wzrostu przyczynią się przede wszystkim podwyżki cen gazu (54%) i energii elektrycznej (24%). Niemniej dane CASE dotyczące zbieranych internetowo cen produktów wskazują na istotne podwyżki również w innych kategoriach, co zapewne wiąże się z sezonową zmianą cenników w wielu firmach. Nasza prognoza jest wyższa niż prognoza z modelu, gdyż staramy się uwzględnić właśnie ten efekt.

Kolejne miesiące powinny przynieść stopniowe obniżanie się inflacji pod wpływem rządowych tarcz antyinflacyjnych. Spodziewamy się, że obecnie obowiązujące rozwiązania w ramach tarczy obniżą inflację średnioroczną o 1,8 pkt proc. Gdyby działanie tarcz zostało wydłużone, wpływ na średnioroczną inflację byłby większy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. Mocny PKB i rynek pracy, wyhamowanie produkcji



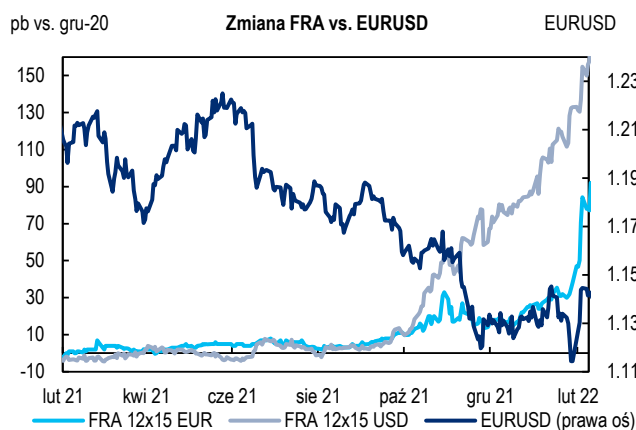
W tym tygodniu poznamy dane o PKB za IV kw., które biorąc pod uwagę mocne wyniki za cały rok powinny pokazać wzrost PKB o 7,3%. Spodziewamy się mocnego wzrostu inwestycji o 11,8% r/r oraz przyspieszenia także konsumpcji prywatnej do 8,6% z 4,7%.

Dane z rynku pracy prawdopodobnie pokażą przyspieszenie wzrostu zatrudnienia do ok. 2%, choć głównie za sprawą efektu zmiany próby przez GUS. Z kolei rozgrzany rynek pracy przyczyni się utrzymania wzrostu płac powyżej 10%.

Spodziewamy się również wyhamowania produkcji do ok. 13,6% r/r z 16,7% r/r, choć widzimy ryzyko w górę dla naszego szacunku biorąc pod uwagę mocne dane o nowych zamówieniach w przemyśle.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Szybsze podwyżki stóp w USA, oczekiwane umocnienie euro, mocniejszy złoty,



Inflacja w USA zaskoczyła w górę (0,6% m/m, 7,5% r/r), a zrewidowane prognozy Citi zakładają obecnie pierwszą podwyżkę stóp w marcu o 50pb i łącznie pięć podwyżek stóp w skali o 150 pb w 2022 r. oraz 3 kolejne w 2023 r.

Istotna z perspektywy kursu EURUSD jest zmiana retoryki EBC na bardziej jastrzębią, a także przesunięcia oczekiwanej przez nas podwyżki stóp EBC na koniec tego roku.

Oczekujemy dalszego umocnienia euro wobec dolara w najbliższych miesiącach w kierunku 1,16. Umocnienie euro będzie też sprzyjać mocniejszemu złotemu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 lut	PONIEDZIAŁEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	I	9,8	9,3	6,6
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld \$	XII	-1851	-1852	-1112
15 lut	WTOREK						
10:00	PL	PKB	% r/r	IV kw.	7,3	6,9	5,3
10:00	PL	Inflacja	% r/r	I	10,1	9,3	8,6
11:00	EUR	PKB	% kw/kw	IV kw.	0,3	0,3	2,3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	55,0	54,3	51,7
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	II	–	12	-0,7
16 lut	ŚRODA						
02:30	CN	Inflacja	%	I	–	1,2	1,5
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	0,0	0,3	2,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	3,8	1,8	-1,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0,7	0,4	-0,1
17 lut	CZWARTEK						
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	215	218	223
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	%	I	1660	1700	1702
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	I	1850	1800	1885
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	–	20,0	23,2
18 lut	PIĄTEK						
10:00	PL	PPI	% r/r	I	–	14,4	14,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	13,6	14,3	16,7
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	2,0	1,5	0,5
10:00	PL	Płace	% r/r	I	10,1	10,7	11,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	tys.	I	6240	6100	6180
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-9,1	-8,0	-8,5
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	pkt	I	–	0,4	0,8

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	3,85
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 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.