

CitiWeekly

RPP znacznie bardziej jastrzębia

■ RPP podwyższyła stopy procentowe o 75pb, nieco więcej niż wskazywał konsensus wśród ekonomistów, ale nieco mniej niż wyceniał rynek. Po początkowym lekkim osłabieniu w reakcji na decyzję Rady, złoty ostatecznie umocnił się dopiero po publikacji jastrzębiego komunikatu.

■ Projekcja makroekonomiczna banku centralnego przewiduje inflację na poziomie ok. 10% przez najbliższe 2 lata. Sama rewizja projekcji CPI w górę nie mogła być zaskoczeniem, ale jej skala już tak. Ponadto projekcja pokazała inflację w 2024 r. na poziomie 4,3%, wciąż wyraźnie powyżej celu inflacyjnego (2,5%+-1pp). Projekcja zakłada rewizję w górę dynamiki cen wszystkich głównych kategorii koszyka inflacyjnego, tj. energii, żywności oraz inflacji bazowej, nawet pomimo wyhamowania wzrostu PKB. Według autorów projekcji NBP luka popytowa zacznie się obniżać z wysokiego poziomu począwszy od II kw. 2022 r. i choć pozostanie dodatnia to jej szybki spadek może z czasem działać w kierunku niższej inflacji.

■ Ton wypowiedzi prezesa NBP na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP był jednoznacznie jastrzębi. Prezes A. Głapiński sugerował kontynuację podwyżek w kolejnych miesiącach i po raz kolejny podwyższył szacowany bezpieczny dla gospodarki poziom stopy NBP do 4,5% lub wyżej (z 3-4% poprzednio). Prezes NBP sugerował konieczność zdecydowanego działania w celu obniżenia inflacji, czemu miałyby służyć także umocnienie złotego. Skala osłabienia złotego i nieefektywność interwencji NBP przy ograniczonych zasobach rezerw być może skłoniły RPP do większego ruchu stopami i bardziej jastrzębiej komunikacji co do kolejnych ruchów.

■ Jeżeli RPP będzie, zgodnie z zapowiedziami prezesa Głapińskiego, dążyć do obniżenia inflacji poniżej 3,5% w 2024 r., do osiągnięcia tego celu niezbędne będą dalsze wyraźne podwyżki stóp procentowych o około 200 pb. Biorąc to pod uwagę zakładamy, że RPP może w kolejnych miesiącach podwyższyć stopy do 5,5% (dotychczas oczekiwaliśmy 4,25%).

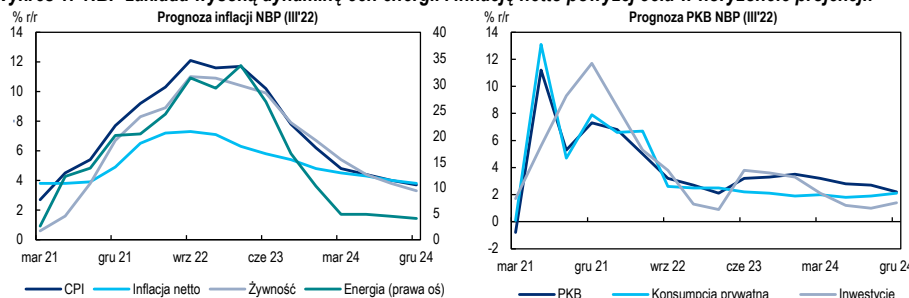
■ Choć nawet po podwyżkach realna stopa procentowa pozostałaby głęboko ujemna to sądzimy, że RPP mogłaby wstrzymać się od dalszego zacieśniania polityki pieniężnej ze względu na negatywny dla wzrostu wpływ zmienności na rynkach surowców, niepewności geopolitycznej i wyższych stóp. Jednak jeśli dynamika płac w II i III kw. pozostanie wysoka wspierając realne dochody, bank centralny mógłby być zmuszony podwyższyć stopy nawet powyżej 6%. Wiele zależy będzie też od tego jak długo ceny ropy i innych surowców utrzymają się na podwyższonym poziomie, czy uda się np. wprowadzić na rynek ropę irańską i zdywersyfikować źródła dostaw gazu w Europie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	10L Bund	10L Treasuries
II KW 22	4,87	4,51	5,87	1,08	5,00	-0,15	1,63
II KW 23	4,71	4,24	5,61	1,11	4,50	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 i stopy NBP z dnia 10.03. Pozostałe prognozy z 16.02.2022 r

Wykres 1. NBP zakłada wysoką dynamikę cen energii i inflację netto powyżej celu w horyzoncie projekcji.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

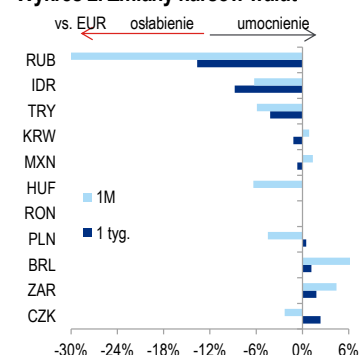
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

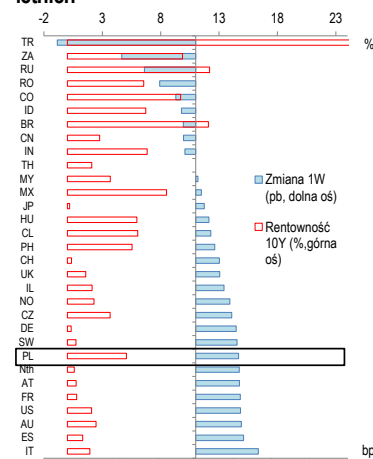
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 11.3.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



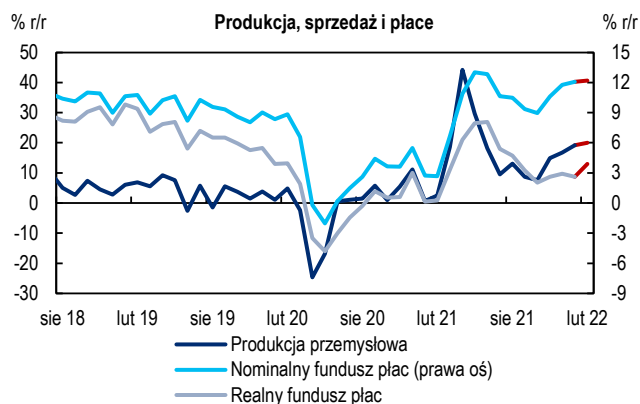
Według stanu na dzień 11.3.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

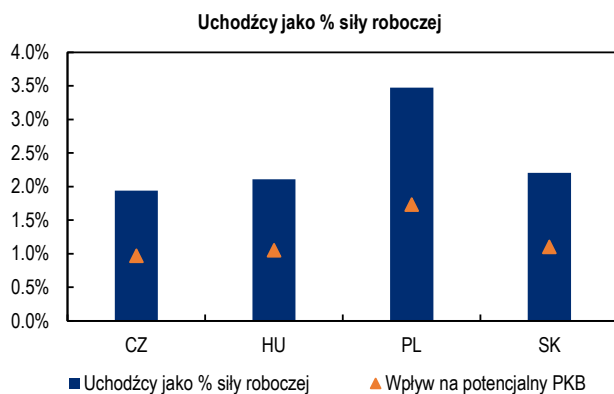
Wykres 4. Oczekujemy niższej inflacji w lutym, mocnej produkcji i płac



- Spodziewamy się spadku inflacji w lutym do około 8% z 9,2% przede wszystkim za sprawą obniżenia stawki VAT na żywność i paliwa. W marcu inflacja prawdopodobnie wzrośnie ponownie w pobliżu 9,5% za sprawą wzrostów cen paliw i żywności.
- Dynamika płac najprawdopodobniej utrzymała się w pobliżu 10% r/r. Wysoka inflacja może jeszcze przez jakiś czas wywierać wpływ na presję płacową, a spowolnienie gospodarcze wpłynie na płace z opóźnieniem.
- Sądzymy, że wzrost produkcji przemysłowej utrzymał się w lutym w pobliżu 20% r/r, wobec bardzo wysokiego wzrostu nowych zamówień i przy złagodzeniu napięć w łańcuchach dostaw.

Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

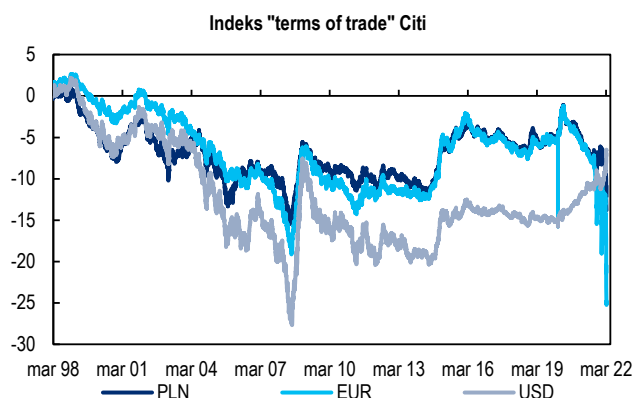
Wykres 6. Kryzys uchodźczy zwiększy wydatki fiskalne, ale też potencjalny PKB



- Dzienny napływ uchodźców do krajów UE utrzymuje się na poziomie ok. 150 tys., a ONZ szacuje, że 1,5 mln osób może zostać w Polsce na dłużej.
- Rząd planuje wydać na wsparcie uchodźców ok. 0,25% PKB w pierwszych dwóch miesiącach. W dłuższym można spodziewać się bardziej istotnych wydatków na usługi publiczne, w tym na edukację oraz ochronę zdrowia (w sumie przynajmniej 0,4% PKB).
- Otwarcie rynku pracy na uchodźców nawet przy założeniu, że osoby w wieku produkcyjnym stanowią mniej niż połowę wszystkich uchodźców oznacza wzrost podaży pracy o ponad 3%.
- Ostateczny wpływ fali uchodźców na gospodarkę będzie jednak zależny od skali napływu i długości pobytu uchodźców.

Źródło: szacunki ONZ, Haver, szacunki Citi Handlowy

Wykres 6. Jastrzębie banki centralne w obliczu stagflacji



- Z bardziej stagflacyjnym scenariuszem będą musiały się zmierzyć banki centralne wielu krajów. W górę zaskoczyły dane inflacyjne z Węgier i Czech, a dane z USA pokazały mocny wzrost inflacji bazowej. Wzrost cen paliw będzie widoczny dopiero w marcu.
- Oczekujemy podwyżki stóp przez Fed o 25 pb, ale sądzymy, że J. Powell pozostawi otwarte drzwi do podwyżki o 50 pb w maju, a wykres kropkowy Fed pokaże 5-6 podwyżek stóp w tym roku.
- EBC zapowiedział szybsze ograniczenie programu skupu aktywów i zakładamy pierwszą podwyżkę stóp w strefie euro w październiku. Prognozy Citi dla strefy euro zakładają spowolnienie PKB do 2,2% w tym roku i są bardziej pesymistyczne niż obecne prognozy EBC czy NBP. Znaczne pogorszenie terms of trade w Europie może negatywnie wpływać na euro.

Źródło: Thomson Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 mar WTOREK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	II	8,0	8,1	9,2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	0,2	0,2	1,2
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	-15,0	5,0	54,3
13:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	III	--	8	3,1
16 mar ŚRODA							
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,2	0,4	3,8
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	I	-317	-943	-3957
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	II	6,3	6,1	5,3
19:00	USA	Stopa Fed Funds	%	III	0.25-0.5	0.25-0.5	0.13-0.25
17 mar CZWARTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	II	5,8	5,8	5,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	221	227
13:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	II	1760	1680	1638
13:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	II	1910	1850	1895
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	15	16
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0,3	0,5	1,4
18 mar PIĄTEK							
10:00	PL	PPI	% r/r	II	--	15,1	14,8
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	20	15,2	19,2
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	2,1	2,2	2,3
10:00	PL	Place	% r/r	II	9,9	9,9	9,5
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	II	6,05	6,18	6,5
15:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	%	II	--	0,3	-0,3

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	673	746
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.596	2.895
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.646	19.591
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	5,4	5,2
Aktywność ekonomiczna*								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	3,5
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	8,0	7,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	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	17,8	11,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,9
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	8,7
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,6	9,5
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	5,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	5,75
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,71	4,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	4,35
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,38
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,79
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,79
Bilans płatniczy (mld USD)*								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-6,7	-5,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)*	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,0	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,8	0,8
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	332,4	352,7
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,2	351,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,6	30,3
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-31,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	160,2
Finanse publiczne (% PKB)*								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,8	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,6	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,6	40,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognozy z 27.02.2022 r. w trakcie rewizji

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.