

CitiWeekly

Ruchomy cel

Najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Podobnie jak w marcu, również i tym razem nie obyło się bez niespodzianki, a stopa referencyjna została podniesiona o 100 pb do 4,5%, a więc więcej niż zakładały nasze oraz „rynkowe” oczekiwania.

W trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu prezes Głapiński stwierdził, że zaskakująca w swojej skali zmiana stóp nie była ruchem wyprzedzającym i nie przesądza o przybliżeniu końca cyklu zacieśnienia monetarnego. Naszym zdaniem wypowiedź ta sugeruje, że RPP bynajmniej nie planuje na razie przerwy w trwającej od października serii podwyżek. Zamiast tego znaczny ruch stóp w kwietniu może raczej wskazywać, że łączna skala zacieśnienia monetarnego będzie większa niż wcześniej zakładano.

Jeszcze w marcu prezes NBP sugerował, że docelowy pułap stóp procentowych może być nieco wyższy od 4,5%. Ton wypowiedzi z kwietnia wskazuje jednak, że ten poziom zapewne po raz kolejny przesunął się w górę. Fakt, że od kilku miesięcy docelowy poziom stóp jest w rzeczywistości ruchomy i systematycznie dryfuje do coraz wyższych wartości jest częściowo związany z kolejnymi propozycjami ze strony polityki fiskalnej, przewidującymi obniżki podatków i wzrost wydatków. Prezes NBP przyznał zresztą na konferencji prasowej, że łagodna polityka fiskalna była jednym z czynników uzasadniających podwyżki stóp procentowych.

W minionym tygodniu pojawiły się również doniesienia o pracach rządu nad rozwiązaniami mającymi wesprzeć kredytobiorców dotkniętych przez znaczne podwyżki stóp procentowych (RMF). Na tym etapie szczegóły rozwiązań nie są znane, ale można przypuszczać, że gdyby proponowane zmiany weszły w życie, dodatkowo osłabiłyby one mechanizm transmisji monetarnej, ograniczając zdolność RPP do obniżania inflacji. Przypuszczamy, że efektem takich działań byłaby konieczność jeszcze większych podwyżek stóp przez Radę, tak aby silniej oddziaływać przez pozostałe kanały transmisji monetarnej – na przykład silniej wpływając na kurs walutowy i silniej wpływając na oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw.

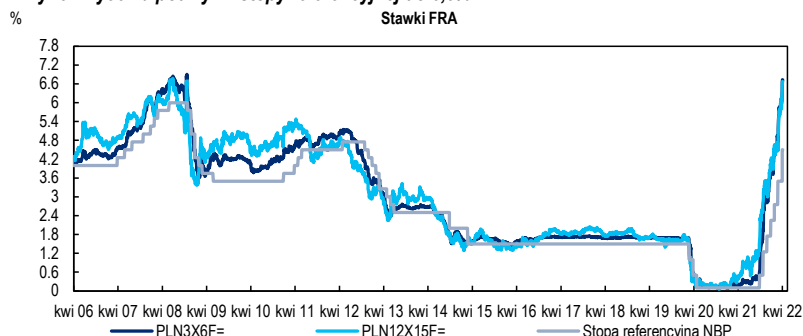
Komentarze przedstawicieli NBP skłoniły nas do podniesienia przewidywanego docelowego poziomu stóp procentowych do 6,25% (o 75 pb więcej niż poprzednio zakładaliśmy). Biorąc jednak pod uwagę ryzyko dodatkowych zmian w polityce fiskalnej oraz możliwość działań ograniczających mechanizm transmisji monetarnej, docelowy poziom wydaje się pozostawać wciąż ruchomym celem.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
III KW 22	4,65	4,27	5,60	1,09	6,25	0,25	2,00
III KW 23	4,58	4,13	5,39	1,11	4,75	0,40	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 1.04. Pozostałe prognozy z 17.03.2022 r.

Wykres 1. Rynek wycenia podwyżki stopy referencyjnej do 6,5%



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

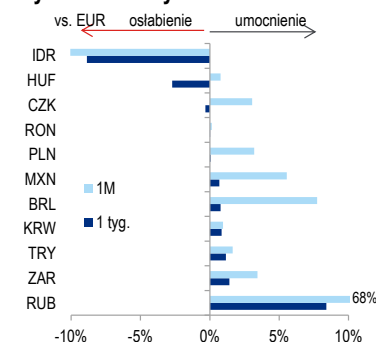
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

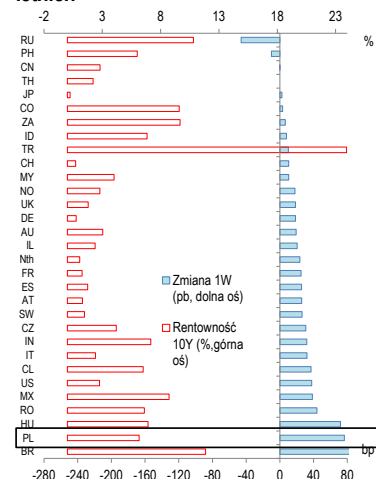
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 8.4.2022 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



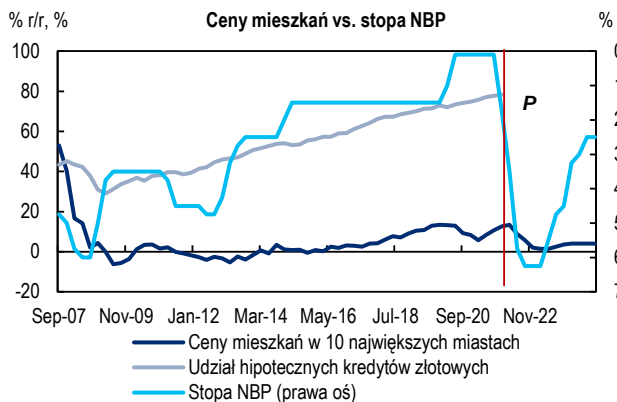
Według stanu na dzień 8.4.2022 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Wzrost cen mieszkań prawdopodobnie wyhamuje, ale popyt na najem podwyższy inflację

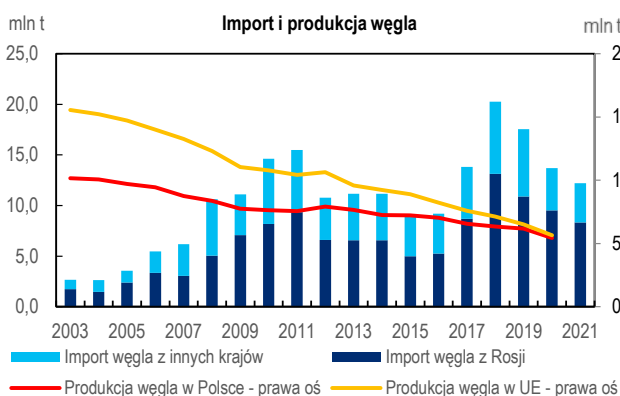


■ Ostatni raport NBP wskazał na dalszy wzrost cen mieszkań w IV kw. ubiegłego roku w 10 największych miastach o 3,7% kw/kw i 12,7% r/r. Mimo dobrej sytuacji na rynku pracy zakładamy wyhamowanie nominalnego wzrostu cen mieszkań do ok. 6% r/r w tym roku i 3% w latach 2023-2024.

■ Przyrost złotych kredytów hipotecznych już w lutym był niemal najniższy od 2008 r. Na pogorszenie popytu wskazywały też dane BIK i choć marzec mógł przejściowo podwyższyć popyt przed zaostreniem kryteriów kredytowych, to kolejne miesiące zapewne przyniosą ponowne osłabienie. Z drugiej strony spowolnienie rozpoczętych nowych inwestycji może utrzymać dynamikę cen na plusie. Wysoki popyt na najem może podwyższać inflację.

Źródło: NBP, Thomson Reuters, prognozy Citi Handlowy

Wykres 5. Embargo na surowce z Rosji powinno mieć ograniczony wpływ na aktywność, ale może podwyższyć ceny

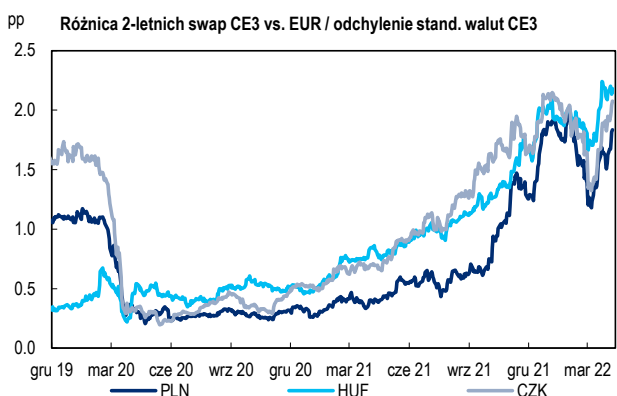


■ Najnowsza runda sankcji unijnych wobec Rosji obejmuje zakaz importu węgla. Polska ma najwyższy udział węgla w miksie energetycznym w UE i importuje ok. 8-9 mln t węgla z Rosji (ok. 70% importu węgla). Polska mimo stopniowego spadku produkcji węgla pozostaje jednym z głównym jego producentów (ok. 55-60 mld t rocznie). Według przedstawicieli sektora wydobywczego potencjał do zwiększenia produkcji to ok. 1-1,5 mln t, co oznacza wzrost importu węgla dobrej jakości drogą morską od innych dostawców oraz nowe inwestycje w sektorze (PAP).

■ PE przyjął rezolucję, w której domaga się pełnego embarga na rosyjską ropę i gaz. Biorąc pod uwagę przepustowość naftoportu oraz morską infrastrukturę gazową ekspozycja Polski na wstrzymanie dostaw ze wschodu lub dobrowolną rezygnację jest najmniejsza w regionie, ale zmiana kierunku importu może prowadzić do wzrostu cen.

Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognozy Citi Handlowy

Wykres 6. Dysparytet stóp procentowych wobec euro może zyskiwać na znaczeniu przy zmniejszeniu zmienności



■ Znaczne zacieśnienie polityki pieniężnej w USA, będzie naszym zdaniem korzystnie wpływać na dolara w najbliższych miesiącach. Z kolei na euro negatywnie będzie wpływać szok *terms of trade*, który prawdopodobnie szybko nie minie biorąc pod uwagę plany odejścia od rosyjskich surowców.

■ Po znacznym umocnieniu waluty regionu mogą znaleźć się po presji w przypadku dalszego umocnienia dolara, spowolnienia gospodarczego, rozszerzenia deficytu obrotów bieżących i deficytu fiskalnego. Wsparciem będzie większa skala podwyżek stóp i retoryka NBP, która może zyskiwać na znaczeniu przy ewentualnej deeskalacji geopolitycznej.

Źródło: Thomson Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 kwi	PONIEDZIAŁEK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	III	12,2	12,4	11,1
12 kwi	WTOREK						
	PL	Aukcja obligacji: podaż 1-4 mld zł					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	-46,0	-48,5	-39,3
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	1,3	1,2	0,8
13 kwi	ŚRODA						
05:00	CN	Eksport	% r/r	III	–	13	16,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mld EUR	II	-2049	-1907	-64
14 kwi	CZWARTEK						
13:45	EUR	Stopa depozytowa ECB	%	IV	-0,5	-0,5	-0,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	160	175	166
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	1,3	0,6	0,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IV	61,1	59	59,4
15 kwi	PIĄTEK						
10:00	PL	CPI	% r/r	III	10,9	10,9	8,5
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IV	–	2	-11,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0,3	0,4	0,5

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	675	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	2.962
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17.484
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	3,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	7,9	-1,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	3,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,0
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,0	2,4
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,4	3,4
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	8,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	10,2
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	6,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	6,55
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	5,40
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,21
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,22
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,63
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,65
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-6,1	-14,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,2
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,3	-8,0
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	333,0	331,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,3	339,4
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,7	27,8
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,8	-3,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,6	-2,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	41,3	39,1

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.