

CitiWeekly

Długa droga do odporności

Programy szczepień rozpoczęły się w wielu krajach w ciągu ostatnich kilkunastu dni, ale tempo ich realizacji jest stosunkowo powolne. Na tym etapie Polska wypada na tle UE relatywnie korzystnie, zarówno w przypadku nominalnej łącznej liczby szczepień (ok. 189 tys.), jak i w przeliczeniu na 1 mln mieszkańców (Wykres 1). Niemniej powyższy wynik został osiągnięty w ciągu pierwszych 10 dni programu szczepień, co oznacza, że tygodniowe tempo jest na razie wyraźnie niższe niż 180 tys. przejęte w ostrożnym scenariuszu w naszym raporcie rocznym. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach tempo szczepień przyspieszy zarówno w Polsce, jak i w pozostałych krajach UE. Dotychczas zaaprobowane przez Komisję Europejską szczepionki według wynegocjowanych umów dla państw UE mają wystarczyć na zaszczepienie ponad 80% populacji UE. Do Polski ma trafić 60 mln dawek szczepionki, w tym ok. 6 mln do końca marca.

Postępy w programie szczepień mają znaczenie ekonomiczne, gdyż wpływają one na szanse uzyskania odporności zbiorowej, a przez to również na moment powrotu gospodarki do „normalnej” aktywności. Nawet przyjmując, że kilka milionów osób przeszło już COVID i w związku z tym może posiadać odporność, w naszym bazowym scenariuszu przyjmujemy, że droga do odporności zbiorowej będzie długa. Mało prawdopodobne wydaje się jej osiągnięcie wcześniej niż na przełomie III i IV kw. Z drugiej strony z punktu widzenia aktywności gospodarczej pozytywne efekty powinny być widoczne już po zaszczepieniu najbardziej narażonych grup (a więc w trakcie II kwartału). Ponadto, jako pozytywny sygnał można traktować znaczny wzrost osób zamierzających się zaszczepić, który w badaniu z 9.01. osiągnął 68%, podczas gdy jeszcze 13.11 wynosił 43% (Dziennik Gazeta Prawna).

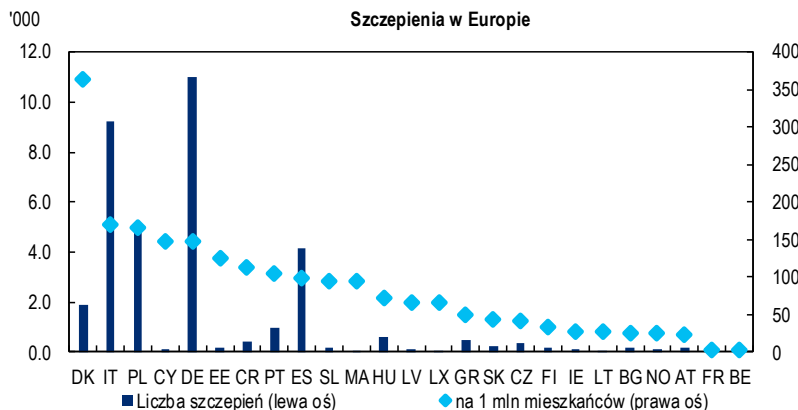
Mimo rozpoczęcia szczepień sytuacja epidemiczna prowadzi do wydłużenia restrykcji. Liczba aktywnych przypadków, podobnie jak dzienna liczba zgonów z powodu COVID, w USA i w wielu krajach europejskich jest blisko rekordowych poziomów. Jednocześnie restrykcje są wydłużane, co może mieć wpływ na aktywność gospodarczą w Europie na początku roku. W Polsce informacja na temat wydłużenia obostrzeń poza 17 stycznia ma zostać przekazana przez rząd na początku bieżącego tygodnia. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach roku - wraz ze stopniowym postępowaniem w programach szczepień - kolejne fale restrykcji będą coraz łagodniejsze.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,49	3,59	4,99	1,25	0,10	-0,50	-0,50	1,25
I KW 22	4,39	3,46	4,88	1,27	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 6.01. Pozostałe prognozy z 7.12.2020 r.

Wykres 1. Liczba szczepień w Polsce pozostaje dosyć niska, ale jest relatywnie wysoka na tle UE



Źródło: ourworldindata.org, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

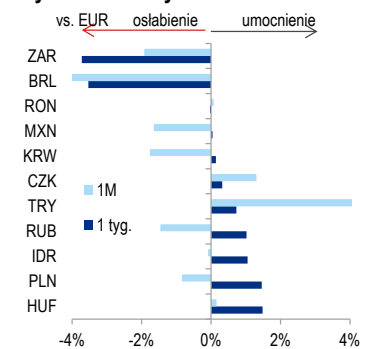
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

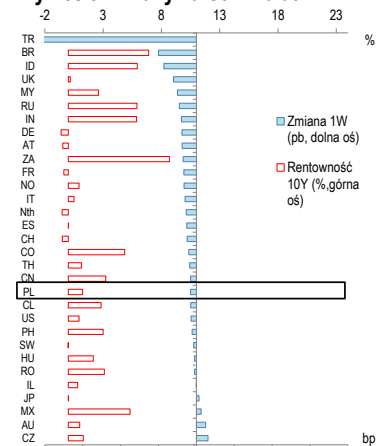
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 8.01.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



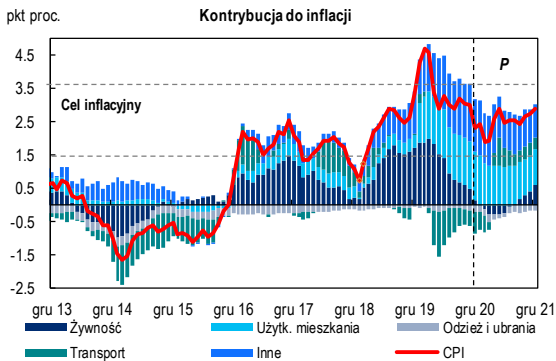
Według stanu na dzień 8.01.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Inflacja spadła bardziej niż oczekiwano

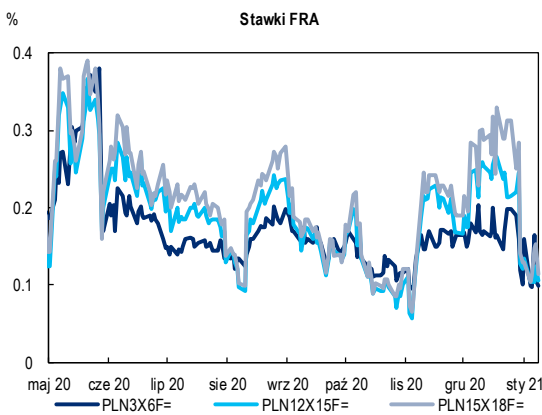


Według wstępnego szacunku GUS inflacja spadła w grudniu do 2,3% z 3%, poniżej konsensusu rynkowego (2,6%) i naszego szacunku (2,5%). Częściowe rozbicie pokazało, że spadek inflacji nastąpił przede wszystkim za sprawą szóstego z rzędu miesięcznego spadku cen żywności (-0,1% m/m). Biorąc pod uwagę dane cząstkowe szacujemy, że inflacja netto spadła do 3,6% z 4,3%.

Nasze szacunki wskazują na niewielki wzrost inflacji w styczniu do 2,4% za sprawą podwyżki cen energii elektrycznej oraz wprowadzenia opłaty mocy. Po oczekiwanym spadku inflacji w lutym i marcu za sprawą efektu bazy, spodziewamy się ponownego jej wzrostu w kolejnych miesiącach, czemu sprzyjać będzie oczekiwane ożywienie konsumpcji i akomodacyjna polityka pieniężna i fiskalna. Nasza prognoza wskazuje na wzrost inflacji powyżej 3,5% w trakcie 2022 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. RPP nie zmieni stóp, ale może rzucić więcej światła na interwencje

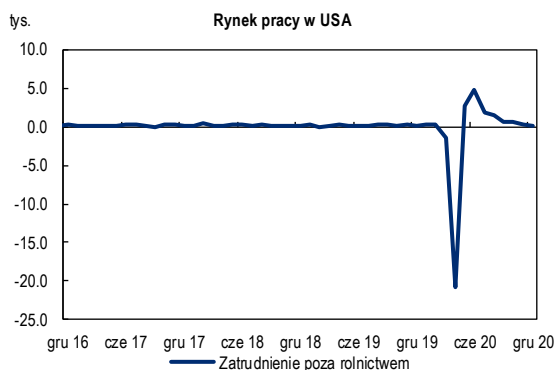


Według najnowszych danych NBP na temat rezerw walutowych szacujemy, że łączna skala interwencji NBP w grudniu wyniosła ok. 7 mld USD. Dane na temat płynności sektora bankowego sugerują, że skala interwencji mieściła się przedziale 4,9-8,1 mld USD, a największa interwencja miała miejsce 30 grudnia.

Styczniowe posiedzenie RPP i piątkowa konferencja prezesa NBP będą okazją do skomentowania interwencji walutowych. Choć ostatnio na rynku utrzymywały się spekulacje na temat obniżek stóp procentowych, to nasz bazowy scenariusz zakłada stabilizację stóp w najbliższych kwartałach. Taką możliwość potwierdzają komentarze szefa NBP A. Głapińskiego wskazujące na możliwość redukcji stóp jedynie w przypadku znacznie słabszego wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem niższy odczyt inflacji za gruzień nie powinien mieć dużego wpływu na perspektywy stóp. Oczekujemy stabilizacji stóp w najbliższym okresie i zakładamy, że RPP zacznie je podwyższać w II poł. 2022 r. Przyjmujemy, że RPP podtrzyma sformułowania o preferencji słabego złotego, ale wątpimy, aby bank centralny zobowiązał się do obrony konkretnego poziomu.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Dobre dane z USA i błękitna fala w Kongresie wspierają nastroje



Po ubiegłotygodniowej aukcji długu, na której resort finansów sprzedał obligacje za ponad 6 mld zł przy niemal dwukrotnym popycie, realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na rekordowo wysokim poziomie (284 mld zł) wyniosła ok. 38%.

Zatrudnienie poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych spadło w grudniu o 140 tys., i było poniżej konsensusu (+71 tys.), jednak pogorszenie wynikało głównie z efektów sezonowych.

Pozytywny wpływ na apetyt na ryzyko i negatywny wpływ na amerykański dług miały wyniki wyborów uzupełniających do Senatu w USA. Zwycięstwo Demokratów zwiększyło rynkowe oczekiwania na dodatkowe łagodzenie polityki fiskalnej. Ekonomiści Citi oczekują kolejnego pakietu fiskalnego na poziomie 500 mld \$, po którym może zostać przyjęty kolejny program ok. 1 mld \$. W rezultacie wzrost gospodarczy w USA będzie prawdopodobnie szybszy niż oczekuje rynek.

Źródło: Haver, Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 sty PONIEDZIAŁEK							
02:30	CN	Inflacja	%	XII	0,4	0,1	-0,5
13 sty ŚRODA							
00:00	PL	Decyzja RPP	%	I	0,1	0,1	0,1
09:00	CZ	Inflacja CPI	% m/m	XII	2,3	--	2,7
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	0,2	0,2	2,1
14:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	%	XII	0,4	0,4	0,2
14 sty CZWARTEK							
00:00	CN	Eksport	% r/r	XII	--	15	21,1
09:00	HU	Inflacja CPI	%	XII	2,8	2,9	2,7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XI	2212	2045	2241
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	770	785	787
15 sty PIĄTEK							
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	I	--	3,8	4,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	1,0	0,4	0,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	I	78,5	81,2	80,7
16:00	PL	Konferencja prezesa NBP					

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	596	582	671	760
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.290	2.423	2.634
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.198	17.551	19.889
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,7	7,0	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-3,5	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,0	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-2,3	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-4,0	4,4	4,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-9,7	1,0	4,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-12,4	1,0	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,9	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,5	3,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,2	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,3	3,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,22	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,38	1,75	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,66	3,46	3,43
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,55	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,43	4,40	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,46	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	19,9	15,5	6,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,4	2,3	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	11,1	8,5	5,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	251,8	278,1	313,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	240,7	269,6	308,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	23,9	26,7	29,5
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,1	-19,9	-27,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	125,8	140,8	152,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-10,1	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-8,7	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	49,4	49,8	48,4

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, z zastrzeżeniem, że Bank nie jest uprawniony do oceny wiarygodności lub rzetelności danych, na podstawie których materiał został sporządzony. 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 opinie, prognozy 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. Ilustracje i przykłady użyte w materiale zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakkolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości.

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.

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 (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. 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 opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. 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.