

## CitiWeekly

### RPP stawia na jednoznaczność

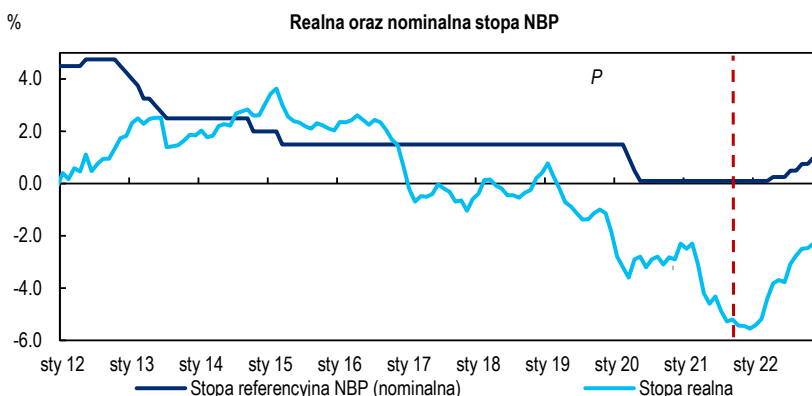
- Długo wyczekiwana ubiegłotygodniowa konferencja prezesa NBP miała jednoznacznie gołębi wydźwięk. Naszym zdaniem trudno uznać to za zaskoczenie, choć część uczestników rynku zapewne liczyła na zmianę tonu. Ta jednak nie nastąpiła.
- Od wielu miesięcy wzorzec zachowania uczestników rynków finansowych i Rada Polityki Pieniężnej jest podobny. Najpierw po publikacji (zazwyczaj wysokich) danych o inflacji rosną oczekiwania rynkowe na to, że RPP podąży w ślady innych banków centralnych z regionu i przynajmniej zasignalizuje nieuchronne podwyżki. Następnie nadchodzi dzień posiedzenia Rady i konferencja NBP, które rozwiewają te wątpliwości i pokazują, że RPP zupełnie inaczej ocenia sytuację. Tak było i tym razem.
- Podczas konferencji po posiedzeniu RPP prezes banku centralnego po raz kolejny bardzo wyraźnie podkreślał przejściowość obecnej inflacji, przypisując ją czynnikom, które pozostają poza bezpośrednią kontrolą władz monetarnych. Padły argumenty dotyczące tego, że połowa inflacji wynika głównie z paliw i energii, przy czym za wzrost cen tej ostatniej odpowiada – w ocenie szefa banku centralnego – głównie polityka klimatyczna UE. Prezes Glapiński włożył wiele wysiłku w to, aby przekonać obserwatorów, że podwyżka stóp procentowych byłaby reakcją na niekorzystny szok podaży, a przez to byłaby błędem.
- Szef NBP zasignalizował również, że listopadowa projekcja da możliwość lepszej oceny sytuacji. Ponieważ jeszcze niedawno podobne komentarze padały pod kątem lipcowej projekcji, nie traktujemy ich jako istotnego sygnału zapowiadającego możliwość podwyżek za dwa miesiące. Więcej „nadziei” pokładamy w innym stwierdzeniu, w którym prezes Glapiński stwierdził, że chciałby „by po Nowym Roku, w I kwartale, pojawiła się już taka sytuacja, (...) że wszystko się tak wspaniale rozwija i rozkwita, pandemia jest słabsza i możemy myśleć już o tym, by stabilizować ten nasz polski pojazd” (cytat za PAP).
- Powyższe wypowiedzi traktujemy jako sygnał, że do pierwszych podwyżek może dojść dopiero w I połowie roku (nasza prognoza momentu pierwszej podwyżki to marzec/kwiecień 2022). Taka decyzja byłaby zgodna z deklarowaną przez NBP chęcią wstrzymania się z decyzjami do momentu, gdy losy czwartej fali COVID będą bardziej jasne. Ograniczyłyby to również ryzyko umocnienia złotego przed końcem roku, czego – jak można przypuszczać w świetle wypowiedzi prezesa NBP – bank centralny chciałby uniknąć.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,54	3,85	5,40	1,18	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,44	3,83	5,48	1,16	0,75	-0,50	0,0	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 14.07. Pozostałe prognozy z 22.07.2021 r

Wykres 1. Stopy realne przez długi czas pozostaną ujemne.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

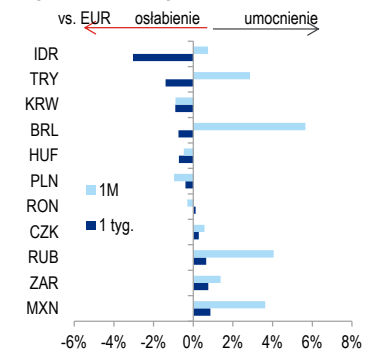
piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

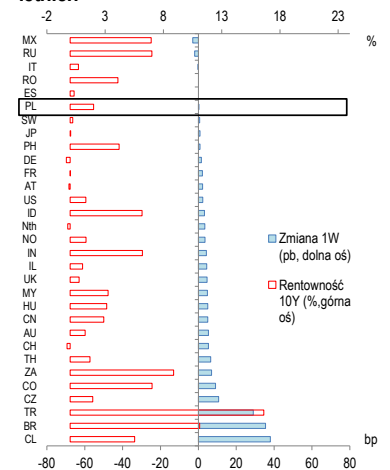
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.09.2021 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 10.09.2021 r.  
Źródło: Reuters.

### Spis treści

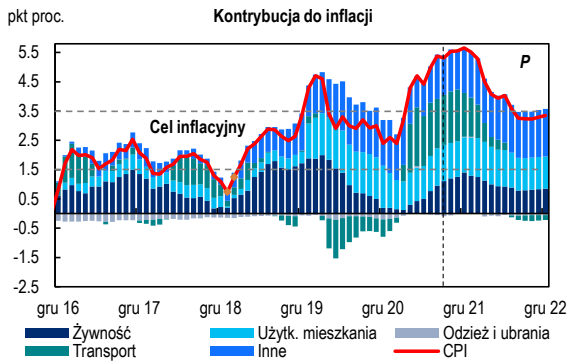
- Podsumowanie
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

### Nr str.

- 1
- 2
- 4
- 5

## Tydzień w wykresach

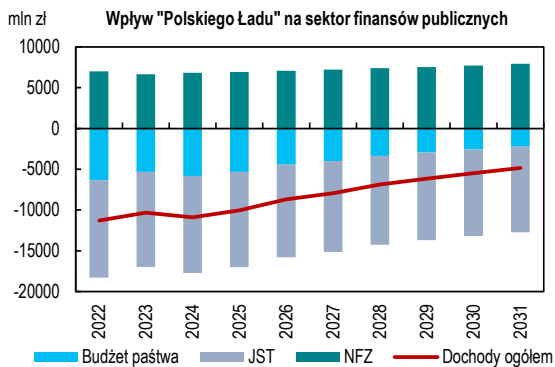
**Wykres 4. PKB za II kw. zrewidowany w górę, mniejszy niż zakładano wzrost inwestycji**



- W tym tygodniu ukaże się kolejna seria miesięcznych danych z polskiej gospodarki.
- Na początek poznamy dane o bilansie obrotów bieżących za lipiec. Według naszej prognozy nadwyżka w obrotach bieżących spadnie do 180 mln EUR z 281 mln EUR w czerwcu.
- Spodziewamy się że finalne dane o inflacji potwierdzą jej wstępny odczyt na poziomie 5,4%, a publikacja inflacji bazowej wskaże na wzrost do 3,9% z 3,7% w lipcu. Niemniej, prawdopodobnie za znaczny wzrost CPI odpowiedzialna okaże się nie tylko inflacja netto, lecz także utrzymujące się na wysokim poziomie ceny żywności.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

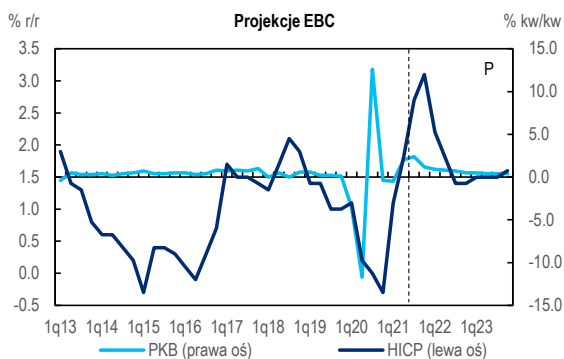
**Wykres 5. Nieco większe zainteresowanie zagranicą krajowym długiem**



- Rząd przyjął projekt zmian w systemie podatkowym w ramach programu „Polski Ład”. Najważniejsze zmiany to podniesienie kwoty wolnej od podatku do 30 tys. zł oraz progu podatkowego do 120 tys. zł (z 85 tys. zł), a także podwyższenie składki zdrowotnej. Obciążenia podatkowe dla przedsiębiorców mają być zniwelowane przez pakiet ulg, m.in. na ekspansję czy inwestycje. Rząd planuje wprowadzić zmiany od 1.01.22 r.
- Z oceny skutków regulacji (OSR) wynika, że ogólny koszt „Polskiego Ładu” w ciągu najbliższych 10 lat wyniesie 82,9 mld zł, przy znacznym obciążeniu samorządów. W pierwszym roku działalności programu dochody JST będą niższe o 11,9 mld zł, a dochody budżetu o 6,4 mld zł, przy wzroście dochodów NFZ o 7 mld zł. Niemniej, straty samorządów mają być rekompensowane i stabilizowane ustawą o wsparciu JST, w skład czego wchodzi m. in. wypłacone już w 2021 r. dodatkowe środki w kwocie 8 mld zł na realizację zadań własnych JST.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

**Wykres 5. Pomimo niższego zatrudnienia wynagrodzenia w Stanach rosną w szybkim tempie**



- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, EBC nie zdecydowała się na podwyżki stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu. Niemniej, ogłoszona została decyzja o delikatnej redukcji tempa skupu aktywów oraz zapowiedź dokładniejszego przeglądu programu PEPP w grudniu br. Potwierdza to naszą prognozę stopniowej zmiany tonu EBC na bardziej jastrzębi.
- EBC opublikował także nowe projekcje makroekonomiczne, wskazujące na wyższą ścieżkę inflacji (2,2% w 2021 r.), a także wyższy wzrost gospodarczy (5% w 2021 r.) niż pierwotnie zakładano.
- Oczekujemy zakończenia programu PEPP zgodnie z harmonogramem w marcu 2022 r. oraz ogólnej marginalizacji programu skupu aktywów w polityce pieniężnej.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>13 wrz PONIEDZIAŁEK</b>							
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	VII	-180	-180	281
<b>14 wrz WTOREK</b>							
14:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	% m/m	VIII	0.4	0.4	0.5
<b>15 wrz ŚRODA</b>							
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	VIII	5.4	5.4	5.4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	0.6	0.6	-0.3
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt.	IX	--	18.0	18.3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0.4	0.4	0.9
<b>16 wrz CZWARTEK</b>							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VIII	3.9	3.9	3.7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340	320	310
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	-1.4	-0.9	-1.1
<b>17 wrz PIĄTEK</b>							
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	1.1	1.1	1.8
10:00	PL	Płace	% r/r	VIII	8.8	8.8	8.7
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VIII	3.0	3.0	2.2
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt.	IX	73.9	72.5	70.3

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

Tabela 2. Prognozy rentowności obligacji skarbowych (na koniec okresu)

	gru 21	mar 22	cze 22	wrz 22	gru 22	mar 23	cze 23	wrz 23	gru 23
2L	0,70	1,00	1,15	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	2,10
3L	1,00	1,30	1,45	1,60	1,75	1,85	1,95	2,00	2,20
5L	1,60	1,80	1,90	2,05	2,20	2,35	2,50	2,60	2,60
10L	2,00	2,20	2,40	2,55	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
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	6,2	5,7	5,1
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,5	6,1
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	5,7	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,5	3,9
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,25	2,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,87	3,83
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,80	3,86
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,57	4,40
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,49
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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](mailto: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.