

## CitiWeekly

### Wszystko co konieczne ... ale nie za dużo?

■ Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe o 75 pb, co ponownie przekroczyło rynkowe oczekiwania. RPP zdecydowała się na większy ruch próbując nadgonić dystans do uciekającej inflacji, która wzrosła w październiku o 0,9 pkt proc. Nasza bazowa prognoza zakładała 50 pb, ale sygnalizowaliśmy, że RPP może pokusić się o większy ruch biorąc pod uwagę poziom stopy realnej i dobre wyniki gospodarki. Stopa referencyjna wzrosła do 1,25%, blisko 1,5% sprzed pandemii.

■ Uzasadnienie dużej podwyżki stóp można znaleźć m.in. w zrewidowanej w górę projekcji inflacji NBP. NBP podwyższył prognozę inflacji na obecny rok do 4,9% i do 5,8% na 2022 r. Projekcja inflacji kształtuje się dosyć wysoko biorąc pod uwagę, że prawdopodobnie nie uwzględni wstępnego szacunku inflacji za październik, który zaskoczył w górę, a i tak jest powyżej naszego szacunku. Ponadto projekcja pokazuje dodatnią lukę popytową w 2022 r.

■ Prezes NBP A. Głapiński podjął się trudnego zadania starając się ograniczać oczekiwania inflacyjne, a jednocześnie także oczekiwania na podwyżki stóp. Prezes NBP posługując się cytatem M. Dragiego zasugerował, że „zrobi wszystko co konieczne” by sprowadzić inflację do celu w ciągu dwóch lat. Jednocześnie jednak nie powiedział jak zamierza to uczynić a w oficjalnym komunikacie brakowało *forward guidance* odnośnie przyszłych ruchów i nastawienia Rady po podwyżce stóp. Prezes Głapiński sugerował, że obecnie spirala cenowo płacowa nie występuje, ale może się pojawić, a kolejna podwyżka w grudniu jest bardziej prawdopodobna niż jej brak. W późniejszych komentarzach sugerował, że w przyszłym roku inflacja będzie się obniżać, więc nie będzie potrzeby dalszych podwyżek stóp. Sądzymy, że może to dotyczyć okresu, gdy inflacja już zacznie się obniżać, a do tego czasu RPP będzie kontynuować podwyżki. O szkodliwości inflacji wspominał także w piątkowych wypowiedziach premier. Nie widzimy powodu dla którego RPP miałaby akceptować ujemne stopy realne bliskie -6%.

■ Biorąc pod uwagę wysoki wzrost płac, zakumulowane oszczędności i umiarkowany poziom zadłużenia gospodarstw domowych oraz bardzo dobre wyniki finansowe i wskaźniki płynnościowe przedsiębiorstw, które finansują się w dużej mierze ze środków własnych sądzymy, że podwyżki stóp nie wpłyną bardzo negatywnie na kondycję sektora prywatnego, a pomogą ograniczać oczekiwania płacowe i inflacyjne, czy ryzyko nadmiernego wzrostu cen na rynku mieszkaniowym.

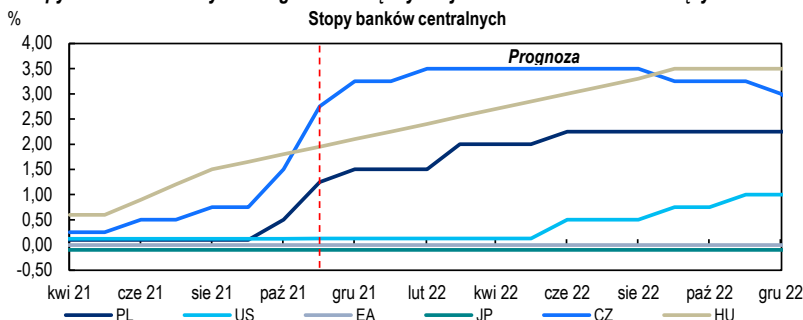
■ Wobec oczekiwanego wzrostu inflacji w styczniu do 7,5-8% t/r oczekujemy kolejnej podwyżki stóp w grudniu (o 25-50 pb). Możliwe, że RPP wstrzyma się z decyzją w styczniu i lutym, gdy kończy się kadencja połowy członków Rady, ale zakładamy kolejną podwyżkę w marcu o 50 pb. W bazowym scenariuszu przyjmujemy, że stopa NBP osiągnie poziom 2,25%, a biorąc pod uwagę dodatkową stymulację fiskalną poziom stóp niezbędny do obniżenia inflacji może być znacznie większy.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,65	4,04	5,34	1,15	1,50	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,53	4,04	5,27	1,12	2,25	-0,50	-0,05	2,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 6.10. Pozostałe prognozy z 20.10.2021 r

Wykres 1. Stopy banków centralnych w regionie rosła szybciej niż oczekiwano kilka miesięcy temu



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy, prognoza Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

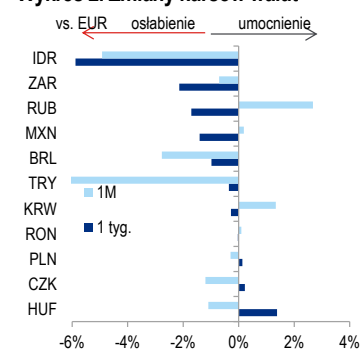
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

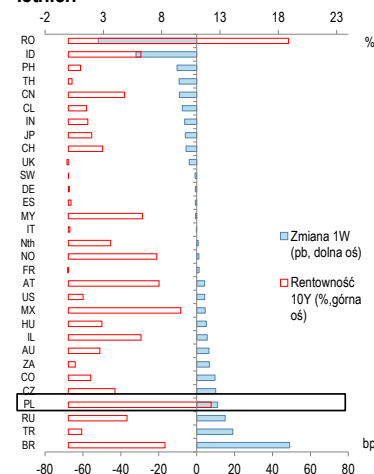
tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.11.2021 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



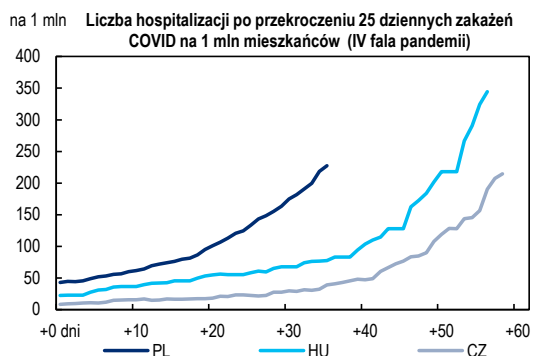
Według stanu na dzień 5.11.2021 r.  
Źródło: Reuters.

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

Wykres 4. Obostrzenia coraz bliżej

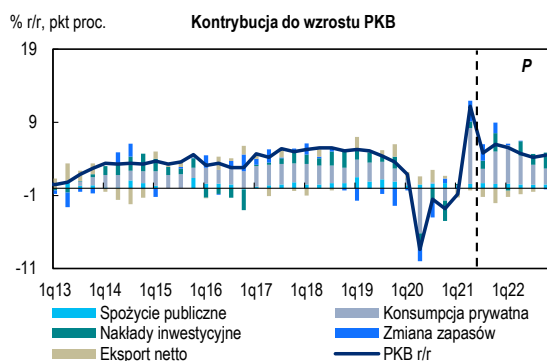


■ Czwarta fala w Europie Środkowo Wschodniej nabiera tempa. Liczba hospitalizacji jest niższa niż analogicznym okresie 2020 r., ale sytuacja się pogarsza, co może prowadzić do przeciążenia systemu opieki zdrowotnej w najbliższych tygodniach. Liczba hospitalizowanych osób w grudniu może sięgnąć nawet 35 tys. wg MOCOS. Naszym zdaniem, rząd wkrótce wprowadzi restrykcje. Mogą one mieć charakter regionalny i dotknąć bardziej słabo wyszczepiony wschód kraju niż uprzemysłowione regiony centralne i zachodnie, choć taka regionalizacja może być mało popularna.

■ Naszym zdaniem pogorszenie sytuacji pandemicznej nie będzie wystarczającym argumentem za wstrzymaniem podwyżek stóp, ale ich tempo może być wolniejsze niż to wycenia rynek (mniej niż 125 pb do lutego 2022).

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Citi Handlowy

Wykres 5. Mimo spowolnienia wzrost PKB pozostaje dosyć mocny

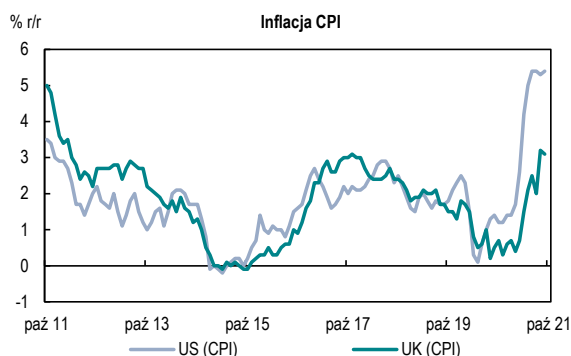


■ Oczekujemy, że PKB spowolnił w III kwartale do 4,8% r/r z 11,1% głównie pod wpływem efektów bazy. Mimo spowolnienia dynamika kwartalna prawdopodobnie pozostała na dosyć wysokim poziomie 1,7% kw/kw (po odsezonowaniu) co odzwierciedla dosyć wysoką aktywność. Naszym zdaniem konsumpcja prywatna wyhamowała do 3,2% r/r z 13,1%, a inwestycje przyspieszyły do 7,3% r/r z 5,6%. Ponadto odbicie importu, wspieranego wyższymi cenami ropy, oznacza negatywną kontrybucję handlu zagranicznego. Wstępne szacunki o PKB za III kw. poznamy już w najbliższy piątek, 12.11, jednak szczegółowe dane zostaną opublikowane dopiero 30.11.

■ W ubiegłym tygodniu NBP zrewidował w górę projekcje PKB na 2021 r. do 5,4% z 5% a na 2022 r. obniżył prognozę do 4,9%. W ostatniej aktualizacji konsensus rynkowy (PAP) tegorocznego PKB został obniżony do 5% z 5,3%.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy, \*MF Ministerstwo Finansów

Wykres 6. Fed ograniczył skup aktywów, Bank Anglii jednak poczeka z podwyżką stóp do grudnia



■ Na ostatnim posiedzeniu Fed zdecydował o ograniczeniu tempa skupu aktywów o 15 mld USD miesięcznie. Fed zmienił także sformułowanie dotyczące przejściowości inflacji na nieco mniej gołębie. Naszym zdaniem podwyższona inflacja i dobre dane z rynku pracy doprowadzą do szybszych podwyżek stóp w USA niż wcześniej zakładaliśmy. Oczekujemy pierwszej podwyżki stóp w USA o 25 pb w czerwcu 2022 r. i 2 kolejnych do końca przyszłego roku. Ryzykiem dla prognozy pozostaje wyjątkowo gołębi skład komitetu.

■ Bank Anglii nieoczekiwanie utrzymał główną stopę procentową na poziomie 0,1%. Niemniej sugerował, że stopy będą wkrótce podwyższane. W związku z tym spodziewamy się podwyżki o 15 pb w grudniu i kolejnej o 25 pb w marcu.

■ Czeski bank centralny podwyższył stopy zdecydowanie bardziej niż oczekiwano (o 1,25pkt proc.). Oczekujemy dalszych podwyżek do 3,50% w reakcji na rosnącą inflację, po czym CNB może zdecydować się na obniżki stóp do 3% na koniec 2022 r.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>8 lis</b> <b>PONIEDZIAŁEK</b>							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	-0,2	-0,9	-1,4
10:00	PL	Raport o inflacji NBP					
<b>9 lis</b> <b>WTOREK</b>							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	6,2	6	5,5
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt.	XI	25	20	22,3
<b>10 lis</b> <b>ŚRODA</b>							
02:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	X	1,6	1,4	0,7
02:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	X	12,5	12	10,7
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	5,4	--	4,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	263	269
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	0,7	0,6	0,4
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	IX	--	--	1,1
<b>11 lis</b> <b>CZWARTEK</b>							
	PL	Dzień Niepodległości					
<b>12 lis</b> <b>PIĄTEK</b>							
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	--	--	-2,3
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	% r/r	III kw.	4,8	4,8	11,2
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	-0,9	-0,2	-1,6
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt.	XI	71,3	72,5	71,7

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

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

	gru-20	05/11/2021	gru-21	mar-22	cze-22	wrz-22	gru-22	mar-23	cze-23	wrz-23
2L	0,10	2,73	2,60	2,60	2,60	2,50	2,40	2,30	2,30	2,30
3L	0,18	2,69	2,70	2,70	2,70	2,60	2,50	2,40	2,40	2,40
5L	0,47	2,80	2,80	3,02	3,02	2,92	2,82	2,72	2,72	2,72
10L	1,25	2,91	3,00	3,15	3,30	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50

Źródło: Reuters, prognoza Citi Handlowy

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	598	653	698
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.572	2.827
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.113	18.314
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	5,8	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,6	5,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	5,9
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,9	8,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,1	9,7
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	7,2	3,7
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,9	5,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,0	8,1
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	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	1,86	2,42
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,00	3,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,04	4,03
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,94	4,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,65	4,53
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,60	4,57
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	5,0	1,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,8	0,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	8,9	10,5
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	325,2	385,4
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	316,3	374,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,5	30,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-28,1	-35,0
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	153,5	165,5
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-4,1	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,8	-2,9	-1,9
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	47,8	44,1	41,5

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 przygotowanych 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.