

CitiWeekly

Słowa i czyny mają znaczenie

■ W ostatnich dwóch tygodniach złoty odnotował imponujący zwrot. EUR/PLN spadł z poziomów przekraczających 4,7 poniżej 4,60. Na tak gwałtowny ruch złożyły się zarówno czynniki zewnętrzne, jak i krajowe. Po pierwsze w tym samym czasie dolar nieco osłabł wobec euro. Po drugie, i co ważniejsze, w ostatnich dwóch tygodniach przedstawiciele NBP wyraźnie zmienili swoją retorykę, porzucając wcześniejsze komentarze o niekorzystnym wpływie silnego PLN.

■ Słowa i czyny NBP mają znaczenie. Wykres 1 pokazuje szacunki zmian kursu EUR/PLN, których nie można wyjaśnić wahaniami EUR/USD oraz innych walut regionu (excess return). Dodatkowo wartości na wykresie oznaczają, że złoty osłabiał się nadmiernie, przynajmniej w porównaniu ze zmianami kursu dolara, forinta i korony. Jak widać nadzwyczajne osłabianie widoczne było głównie we wrześniu, gdy RPP utrzymywała stopy procentowe blisko zera. Październikowa podwyżka stóp doprowadziła do znacznego umocnienia, a od tego czasu aż do drugiej połowy listopada złoty zachowywał się tak, jak sugerowałyby tradycyjne relacje z innymi walutami.

■ Do zauważalnego „nadmiernego” umocnienia doszło dopiero począwszy od 24.11., a więc od dnia gdy prezes NBP po raz pierwszy wyraźnie zmienił swoją retorykę, sygnalizując, że bank centralny chętnie widziałby silniejszą walutę (na konieczność zmiany retoryki i interwencji słownych wskazywaliśmy w raporcie z 23 listopada). Kolejny silny impuls pojawił się w minionym tygodniu, gdy szef banku centralnego ponownie zasygnalizował zmianę w swoim nastawieniu wobec złotego i inflacji. Przekaz został wzmocniony sprzedażą bonów NBP, dzięki której z rynku ściągnięto ponad 7 mld zł nadmiernej płynności (jeżeli chodzi o skalę - kwota ta odpowiada około 40% kwoty, którą rok wcześniej NBP dodał do systemu na skutek interwencji walutowych). W sumie w ciągu dwóch tygodni „nadzwyczajne” umocnienie złotego sięgnęło ok. 2%.

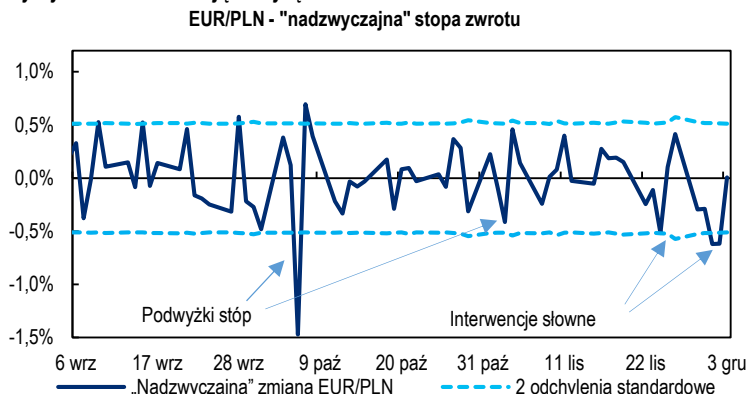
■ Zaostrzenie retoryki NBP ma znaczenie szczególnie w kontekście środowego posiedzenia RPP. Naszym zdaniem bardzo wysoka inflacja oznacza, że Rada będzie zdeterminowana podnosić stopy procentowe. Z drugiej strony głęboki spadek cen ropy w ostatnich tygodniach, wprowadzenie „tarczy inflacyjnej” oraz pojawienie się nowej wersji wirusa (Omicron) przemawiają za tym, aby unikać bardzo gwałtownych podwyżek. Ważąc wszystkie argumenty podwyżka o 50 pb w grudniu (z ryzykiem nieco większej podwyżki o 75 pb) wydaje się nam najbardziej prawdopodobnym scenariuszem.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 21	4,69	4,23	5,47	1,13	1,75	-0,50	-0,25	2,00
IV KW 22	4,64	4,14	5,40	1,12	2,75	-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 17.11. Pozostałe prognozy z 29.11.2021 r

Wykres 1. Do zauważalnego umocnienia doszło dopiero począwszy od 24.11., a więc od dnia gdy prezes NBP po raz pierwszy wyraźnie zmienił swoją retorykę



Źródło: Reuters, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

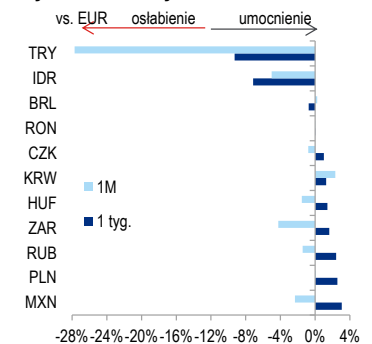
Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Tomasz Litwiniak

tomasz.litwiniak@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



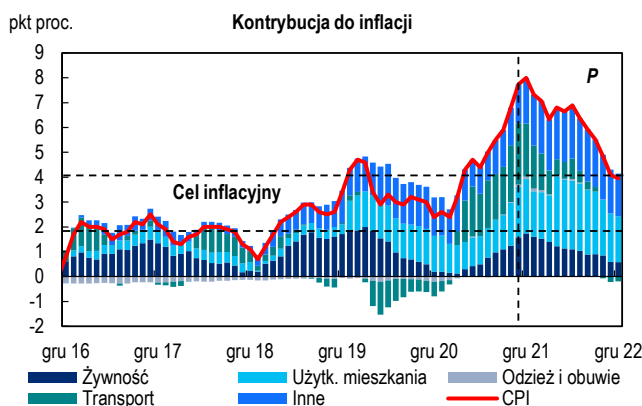
Według stanu na dzień 3.12.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Inflacja wciąż zaskakuje w górę

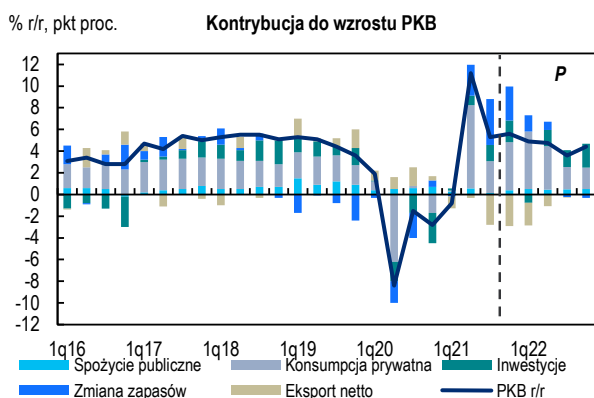


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

■ Inflacja wzrosła w listopadzie do 7,7% r/r, kolejny raz przebijając oczekiwania rynkowe (7,3%). Z danych szczegółowych wynika, że źródłem niespodzianki były wyższe ceny żywności i energii, a inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła do ok. 4,7% r/r z 4,5%.

■ Oczekujemy, że szczyt inflacji zostanie osiągnięty w grudniu na poziomie ok. 8%. Od stycznia oczekujemy trendu spadkowego w związku z „tarczą antyinflacyjną”, która w razie potrzeby zostanie rozszerzona na dalsze kwartały. Ponadto hamująco na inflację będzie miał obserwowany w ostatnim czasie spadek cen ropy oraz umocnienie złotego. Mimo to spodziewamy się, że CPI pozostanie powyżej celu banku centralnego osiągając średnio ok. 6% w 2022 r, przy inflacji netto blisko 5,5%.

Wykres 4. PKB mocniejszy od oczekiwań

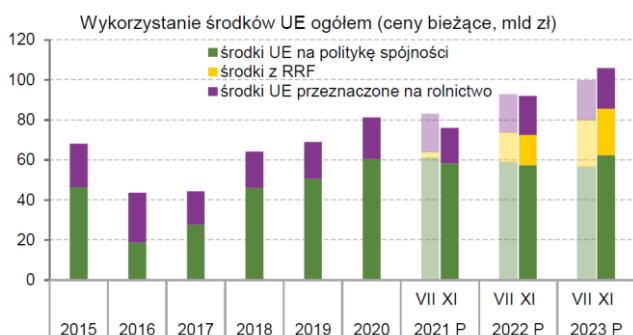


Źródło: GUS, Citi Handlowy

■ Wzrost PKB w III kw. został zrewidowany w górę do 5,3% r/r z 5,1%. Struktura danych wskazuje na silniejszy od oczekiwań popyt krajowy, przy wyższej konsumpcji prywatnej (4,7% r/r) oraz większym wzroście inwestycji (9,3%). Ponadto wzrost zapasów dodał aż 3,7 pp do wzrostu PKB, a negatywna kontrybucja eksportu netto okazała się trochę większa niż zakładaliśmy (-2,7 pp, za sprawą silnego wzrostu importu).

■ PKB za III kw., lepsze od prognoz produkcja i sprzedaż za październik, wzrost PMI i brak istotnych restrykcji w obecnej fali epidemicznej wskazują na wyższy niż dotychczas zakładaliśmy wzrost gospodarczy w 2021 r. Oczekujemy, że wzrost PKB wyniesie w tym roku ok. 5,3-5,5% w br., wobec wcześniejszych szacunków na poziomie 5,1%. W 2022 r. spodziewamy się spowolnienia PKB do 4,4% do czego przyczyni się m.in. spowolnienie realnego funduszu płac oraz wzrost stóp procentowych.

Wykres 5. Napływ środków z UE ważny dla perspektyw inwestycji i PKB



■ W ubiegłym tygodniu FT opublikował artykuł o przybliżeniu aprobaty UE dla Krajowego Planu Odbudowy. Według szacunków Ministerstwa Funduszy i Polityki Regionalnej wypłaty w ramach KPO mogłyby nastąpić w połowie przyszłego roku. Nawet bez wypłaty zaliczki na KPO możliwe jest prefinansowanie krajowe. Z drugiej strony rzecznik generalny TSUE oddalił skargi Polski i Węgier w sprawie systemu warunkującego wypłaty środków unijnych, a wyrok TSUE w tej kwestii ma zapasć wiosną 2022 r. Szacujemy pozytywny wpływ napływu środków z funduszu odbudowy w 2022r. na ok. 0,3 pkt proc., a ewentualne opóźnienia mogą negatywnie wpływać na dynamikę PKB.

■ W październiku odnotowano spadek zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych w polskim rynku obligacji o 3,6 mld zł, a banków o 5,2 mld zł. Częściowo wynikało to wysokich zapadalności 8,5 mld zł obligacji. Wobec jednej aukcji zamiany w grudniu i sezonowego wzrostu wydatków budżetowych można oczekiwać sporego spadku depozytów Ministerstwa Finansów ze 150 mld zł w listopadzie.

Źródło: NBP, Citi Handlowy, *listopadowa projekcja NBP

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
6 gru PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	0,3	-0,4	1,3
7 gru WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	1,0	0,9	-1
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	-5,2	-6,1	-4,0
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	--	-	-1,7
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt.	XII	24,0	25,3	31,7
11:00	EUR	PKB	% r/r	Q3	2,2	3,7	14,3
13:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	X	-66,4	-67,5	-80,9
8 gru ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	XII	1,75	1,75	1,25
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	XI	7,2	7,3	6,5
9 gru CZWARTEK							
02:30	CN	Inflacja CPI	% r/r	XI	2,5	2,5	1,5
02:30	CN	Inflacja PPI	% r/r	XI	11,8	11,8	13,5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	160	240	222
10 gru PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	XI	5,7	--	5,8
14:30	USA	Inflacja CPI	% r/r	XI	6,9	6,8	6,2
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	XII	66,9	70	63,5

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	647	679
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.579	2.847
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	16.969	17.822
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
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,1	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	6,2	6,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	5,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	5,2
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	12,5	7,9
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	16,6	9,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,0	4,0
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,0	6,0
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,4	8,3
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	2,75
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,60	2,96
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,50	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,22	4,14
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,99	4,19
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,69	4,64
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,61	4,69
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-0,2	-0,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	0,0	0,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,1	4,9	6,8
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	331,9	355,8
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	327,0	349,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	27,8	27,7
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-31,1
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	160,0	175,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-4,0	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,8	-2,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	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

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 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 tożsamych 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.