

## CitiWeekly

### Gospodarka wciąż na wysokich obrotach

- Jeżeli mielibyśmy kierować się dostępnymi dotąd danymi, to styczeń można uznać za wyjątkowo udany pod względem aktywności gospodarczej. Produkcja przemysłowa wzrosła o 4,2% m/m i jednocześnie była o 19,2% wyższa niż rok wcześniej.
- Podobnie jak w poprzednich trzech miesiącach, tak dobre wyniki można przypisać produkcji energii elektrycznej, której eksport wzrósł w związku z wzrostem cen gazu na rynku europejskim (stąd większy popyt na energię produkowaną z węgla). Według naszych szacunków czynnik ten dodał w styczniu do dynamiki produkcji niemal 5 punktów procentowych. Choć zjawisko to jest przejściowe, podbija ono produkcję już od pięciu miesięcy i niewykluczone, że będzie odgrywało istotną rolę jeszcze przez kolejne 1-2 miesiące.
- Mimo, że dane o produkcji były rzeczywiście imponujące, dużo istotniejsze są dane z rynku pracy. W styczniu przeciętne wynagrodzenia w przedsiębiorstwach wzrosły o 9,5% r/r. Wynik ten był nieco gorszy od prognoz (konsensus: 10,7%, Citi: 10,1%), jednak wbrew pozorom dane nie wskazują na wyhamowanie presji płacowej. Rzut oka na rozbitcie danych sugeruje, że styczniowa negatywna niespodzianka była niemal lustrzanym odbiciem pozytywnej niespodzianki z grudnia. Przypisujemy to przesunięciom wypłat nagród lub wynagrodzeń ze stycznia na grudzień, co mogłoby się wiązać z wejściem w życie Polskiego Ładu. Dlatego naszym zdaniem wskaźnikiem, który lepiej ukazuje sytuację na rynku pracy jest średni wzrost za grudzień i styczeń, który wyniósł 10,4% r/r.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost inflacji przekłada się na wzmocnienie dynamiki wynagrodzeń, jednak przeniesienie nie ma charakteru jeden-do-jednego, co widać w spowolnieniu plac realnych. W tym roku oczekujemy wzrostu plac realnych o około 1,5% wobec ponad 3% w 2021 r. Taki wynik będzie wystarczająco silny, aby skłonić RPP do kontynuacji podwyżek stóp procentowych przez najbliższe miesiące do około 4,25%. Gdyby jednak w kolejnych miesiącach okazało się, że dynamika wynagrodzeń w pełni dotrzymuje kroku inflacji (a przez to realne wzrosty plac są porównywalne do ub.r.), Rada mogłaby być zmuszona do jeszcze większej skali zacieśnienia monetarnego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
I KW 22	4,52	3,90	5,26	1,16	3,25	0,15	1,63
I KW 23	4,46	3,88	5,19	1,15	4,25	0,30	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 9.02. Pozostałe prognozy z 21.01.2022 r

Wykres 1. Produkcja korzysta na rosnącym eksporcie energii



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

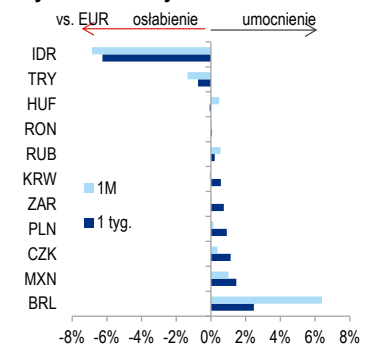
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

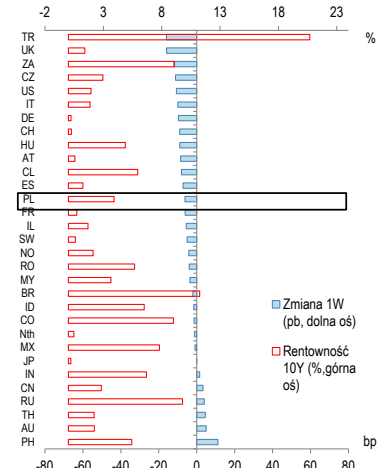
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 18.2.2022 r.  
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



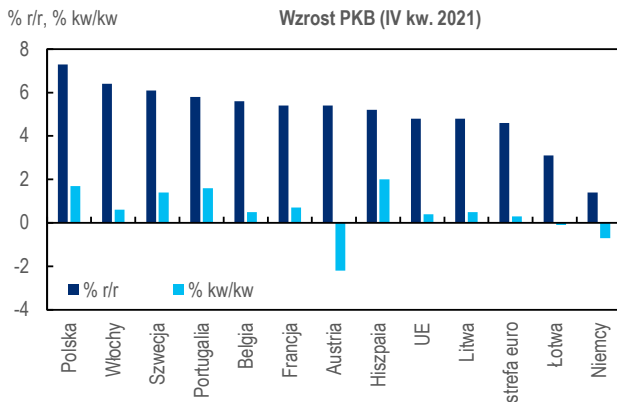
Według stanu na dzień 18.2.2022 r.  
Źródło: Reuters.

#### Spis treści

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

## Tydzień w wykresach

**Wykres 4. PKB w IV kwartale wzrósł o 7,3% r/r**



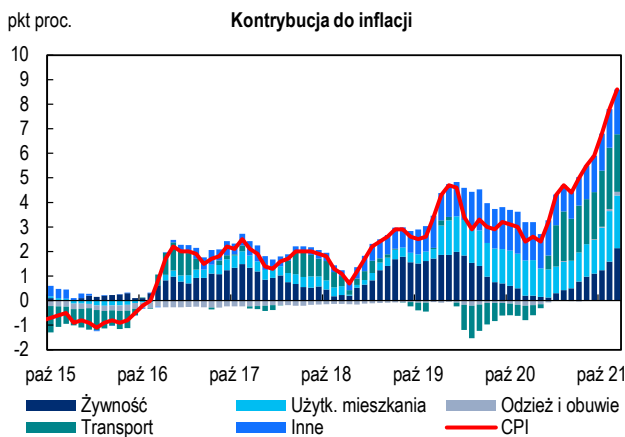
■ PKB wzrósł o 7,3% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i nieznacznie powyżej konsensusu (7,1%). GUS nie podał pełnego rozbitcia danych, ale sądzymy, że za dobrymi danymi stały przede wszystkim mocniejsze od wcześniejszych prognoz inwestycje.

■ Naszym zdaniem wzrost inflacji będzie negatywnie wpływał na realny wzrost dochodów gospodarstw domowych, szczególnie na początku 2022 r., utrzymując dynamikę konsumpcji na niskim poziomie.

■ Biorąc pod uwagę duży efekt przeniesienia z 2021 r. spodziewamy się wzrostu w ujęciu rocznym na wysokim poziomie, prawdopodobnie blisko 4,5% (wobec długoterminowej średniej 3-3,5%).

Źródło: GUS, Eurostat, Citi Handlowy

**Wykres 5. Inflacja prawdopodobnie osiągnęła w styczniu swoje maksimum**

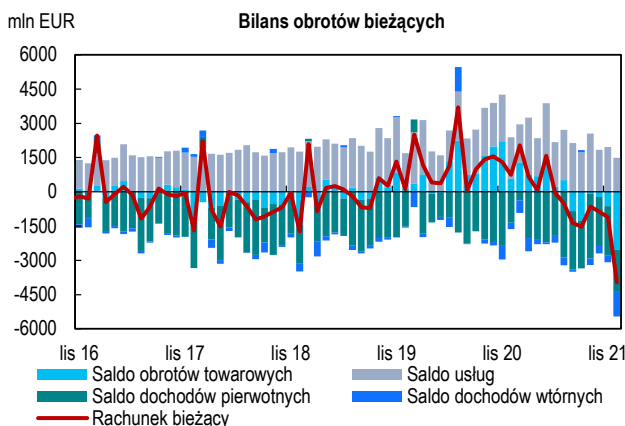


■ Styczeniowa inflacja wzrosła do 9,2% r/r z 8,6% i minimalnie zaskoczyła w dół (prognozy rynkowe wskazywały na wzrost do ok. 9,3%-9,4%, a nasz szacunek 10,1% r/r). Inflacja okazała się niższa od prognoz po raz pierwszy od czerwca 2021 r., a styczeniowa niespodzianka wyróżniła się także na tle regionu, gdzie inflacja zaskoczyła wyraźnie w górę (Czechy 9,9% r/r, Węgry: 7,9%). Częstkowe rozbitcie danych na podkategorie pokazało mniejszy niż zakładaliśmy wzrost cen nośników energii i paliw.

■ Nasze prognozy zakładają, że w styczniu inflacja osiągnęła szczyt i będzie się stopniowo obniżać, głównie za sprawą przejściowych obniżek podatków. Zakładamy, że średnioroczna inflacja wyniesie w tym roku 7,1% i ok. 5,7% w 2023 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

**Wykres 6. Wysoki deficyt na rachunku bieżącym za sprawą drogiego importu gazu i ropy**



■ Rachunek obrotów bieżących znacząco się pogorszył w grudniu do ~-4mld EUR z -0,6 mld EUR, wyraźnie poniżej prognoz ~-1,85 mld EUR. Niespodzianka wynikała głównie z mocnego importu, który przyspieszył do 35,9% r/r z 29,5% r/r za sprawą znacznego importu ropy i gazu. Wzrost eksportu również przyspieszył bardziej niż oczekiwano (do 19,4% r/r z 16,3% r/r), na co wpływ miał eksport nośników energii, koksu, komputerów, a ograniczały go niższy eksport aut i części samochodowych, szczególnie akumulatorów. Niższa nadwyżka na rachunku usług była częściowo zrównoważona przez niższy deficyt na rachunku pierwotnym.

■ Wyższy od oczekiwań deficyt za grudzień obniżył 12-miesięczne saldo do ok. -0,9-1% PKB. W 2022 r. oczekujemy poprawy na rachunku bieżącym do ok. -0,6% PKB wraz z oczekiwanym osłabieniem aktywności i spadkiem cen surowców w dalszej części roku.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

## Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>21 lut PONIEDZIAŁEK</b>							
10:00	EUR	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	58,0	58,7	51,1
10:00	EUR	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	53,5	52,0	58,7
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Produkcja budowlana</b>	<b>% r/r</b>	<b>I</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>
<b>10:00</b>	<b>PL</b>	<b>Sprzedaż detaliczna</b>	<b>% r/r</b>	<b>I</b>	<b>11,1</b>	<b>9,9</b>	<b>16,9</b>
<b>22 lut WTOREK</b>							
11:00	DE	Indeks Ifo	pkt	II	96,5	96,5	95,7
14:00	HU	Decyzja MNB w sprawie stóp proc.	%	II	3,4	3,4	2,9
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	% r/r	XII	--	18,2	18,3
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	--	56,0	55,5
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	--	53,0	51,2
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	II	--	109,8	113,8
<b>23 lut ŚRODA</b>							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	I	5,1	5,1	5,1
<b>24 lut CZWARTEK</b>							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	pkt	tyg.	230	235	248
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	I	770	806	811
<b>25 lut PIĄTEK</b>							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	II	112,9	113,0	112,7
14:30	USA	Konsumpcja osobista	%	I	--	--	-1
14:30	USA	Deflator PCE	%	I	0,5	0,6	0,4
14:30	USA	Dochód osobisty	%	I	-0,4	-0,3	0,3
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	I	2,9	0,9	-0,7
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	II	--	61,7	61,7

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
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	673	746
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.596	2.895
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.646	19.591
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
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,5	5,7	4,4
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-9,0	8,0	7,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,1	4,8	4,6
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,2	4,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,1	11,6	9,3
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,2	17,8	11,4
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	6,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	7,1
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	4,25
WIBOR3M. (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	4,45
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	3,71	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,77	4,06	3,85
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	3,98
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,47
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,51
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,4	-6,7	-5,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-1,0	-0,7
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,8	0,8
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	267,3	332,4	352,7
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	253,2	333,2	351,9
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	25,9	28,6	30,3
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-20,9	-29,7	-31,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	160,2
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-3,8	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-2,6	-2,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,8	43,6	40,4

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](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.