

## CitiWeekly

## Osłabienie złotego prawdopodobnie przejściowe

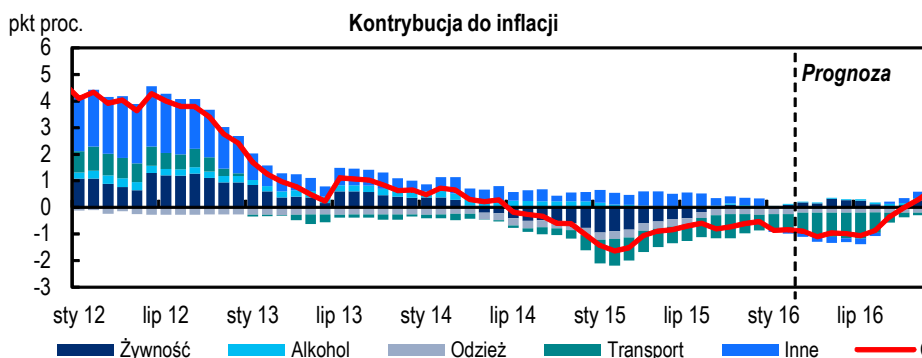
- Nie sądzimy, aby ostatnie osłabienie złotego było początkiem trwałej tendencji. W ostatnich kilku dniach doszło do znacznej przeceny złotego. W koszyku walut wschodzących krajowa waluta w ciągu ostatniego miesiąca zachowywała się najsłabiej w stosunku do euro mimo zatrzymania tendencji spadkowej w minionym tygodniu. Trudno jednoznacznie wskazać przyczynę takiego ruchu. Możliwe, że przyczyniło się do tego kilka czynników jak słabsze dane makroekonomiczne i niższa inflacja za marzec, którym towarzyszyły nieco bardziej gołębkie komentarze ze strony RPP. Być może nałożyły się na to także obawy o zbliżającą się decyzję Moody's w kwestii ratingu Polski wobec oczekiwanej przez dużą część rynku obniżki ratingu. Pojawiły się także informacje, że na początku roku inwestorzy zagraniczni zaczęli ograniczać portfele polskich obligacji skarbowych w ujęciu nominalnym. To wszystko przy dosyć długim trendzie na umocnienie złotego mogło przyczynić się do korekty. Jednak naszym zdaniem nie ma obecnie w polskiej gospodarce powodów dla gorszego zachowania złotego w porównaniu do innych walut gospodarek wschodzących.
- Oczekujemy stopniowego umocnienia złotego w II połowie roku. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że w najbliższym czasie Moody's ani Fitch nie obniżą ratingu Polski, wzrost gospodarczy po słabszym I kwartale będzie stopniowo przyspieszał, a RPP nie obniży stóp procentowych. To powinno sprzyjać odreagowaniu złotego w kolejnych miesiącach podobnie jak dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC oraz łagodniejszy niż wcześniej ton z Fed, który w przypadku nieco słabszych danych z USA może oznaczać odsunięcie kolejnych podwyżek stóp przez FOMC nawet na przyszły rok. Nasze prognozy zakładają umocnienie złotego na koniec roku do 4,21 wobec euro oraz 3,63 wobec dolara.
- W tym tygodniu RPP najprawdopodobniej utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie nie oczekujemy też znacznych zmian w komunikacie choć RPP może być przynajmniej w najbliższym czasie nieco bardziej gołębna biorąc pod uwagę nieco słabsze dane i niską inflację (wstępny szacunek GUS za kwiecień pokazał spadek inflacji do -1,1% r/r z -0,9%). Po ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed nieco wzrosły oczekiwania na podwyżkę stóp we wrześniu (zgodnie z bazowym scenariuszem Citi), a kluczowe w tym względzie będą publikowane w tym tygodniu dane z rynku pracy z USA.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

|          | €/zł | \$/zł | £/zł | €/£  | NBP  | EBC   | WIBOR 3M | 10L Bund | 10L Treasuries |
|----------|------|-------|------|------|------|-------|----------|----------|----------------|
| II KW 16 | 4,33 | 3,77  | 5,41 | 1,15 | 1,50 | 0,00  | 1,67     | 0,15     | 1,80           |
| II KW 17 | 4,18 | 3,60  | 5,43 | 1,16 | 1,50 | -0,25 | 2,02     | 0,30     | 2,15           |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.04.2016 r.

Wykres 2. Mimo utrzymania inflacji wyraźnie poniżej zera przez długi czas nie oczekujemy obniżek stóp procentowych co powinno wspierać złotego.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

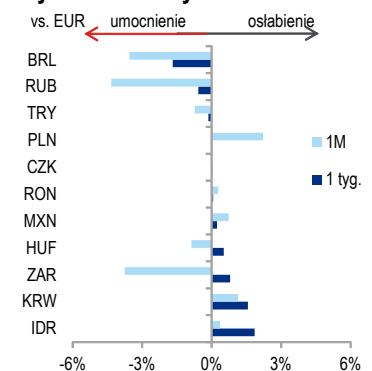
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut

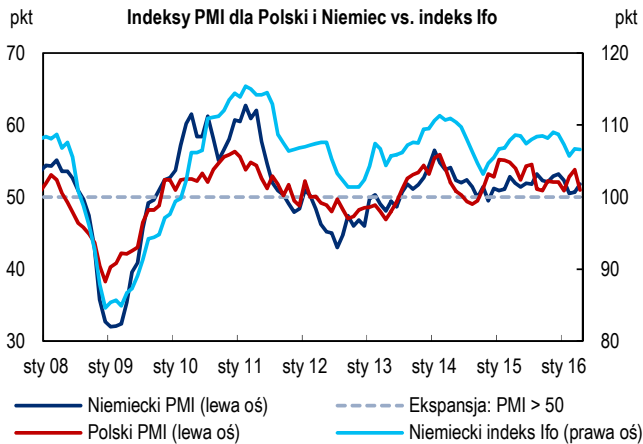


Według stanu na dzień 29.04.2016 r.  
Źródło: Reuters.

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

## Tydzień w wykresach

**Wykres 3. Słabszy PMI za maj zgodny z oczekiwaniami słabszej I połowy roku, ale kolejne kwartały będą lepsze**

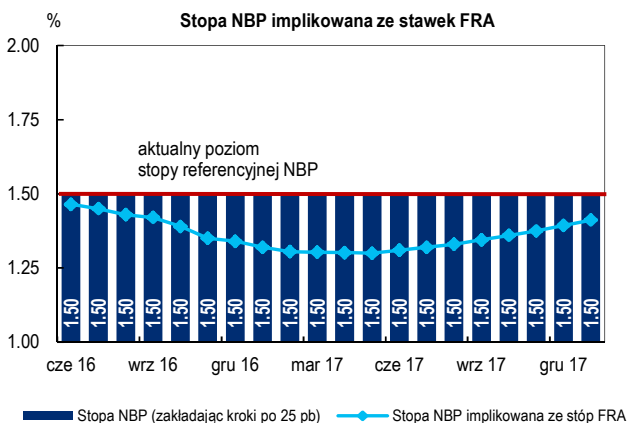


- Po dwóch miesiącach pozytywnych niespodzianek indeks PMI za kwiecień zaskoczył w dół i obniżył się do 51 pkt z 53,8 pkt w marcu, wobec konsensusu 53,1. Spadek indeksu o 2,8 pkt był największy od XI 2008 r.
- Za spadek PMI odpowiadał przede wszystkim spadek indeksu produkcji oraz nowych zamówień. Jednak indeks nowych zamówień eksportowych obniżył się w mniejszej skali, co sugeruje, że słabiej w kwietniu prezentowały w większym stopniu zamówienia krajowe.
- Dane o PMI są zgodne z naszym scenariuszem wolniejszego wzrostu gospodarczego w I połowie roku. Jednak sądzimy, że w II poł. wzrost PKB przyspieszy głównie za sprawą konsumpcji prywatnej.

**W skrócie: Słabszy PMI potwierdza niewielkie spowolnienie wzrostu na początku roku**

Źródło: Reuters, prognoza Citi Research, Citi Handlowy.

**Wykres 4. RPP nie zmieni stóp w tym roku, ale jej ton może być nieco bardziej gołębi niż dotychczas**

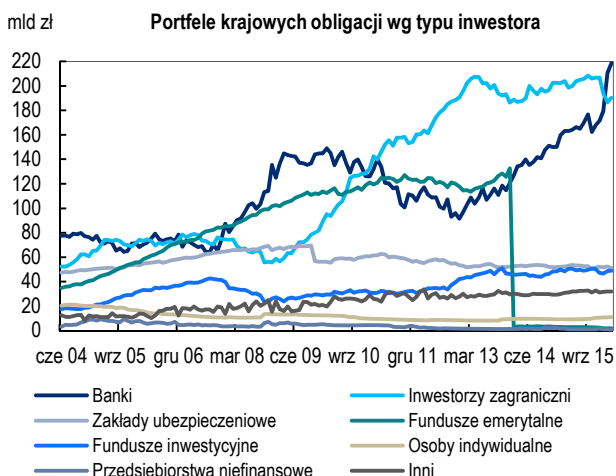


- Nie oczekujemy zmian stóp procentowych ani istotnej korekty komunikatu w maju. Od poprzedniego posiedzenia RPP dane o aktywności oraz inflacji zaskoczyły w dół i pojawiły się nieco bardziej gołębie komentarze niektórych członków RPP.
- Komentarze z Rady mogą utrzymać nieco bardziej gołębi ton niż tuż po nominacji do Rady, szczególnie biorąc pod uwagę nieco słabsze dane oraz gołębie sygnały z EBC i Fed. Jednak w związku z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu oczekujemy stabilizacji stóp do końca roku

**W skrócie: Nie oczekujemy zmian stóp w tym roku, ani istotnych zmian w komunikacie w maju**

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

**Wykres 5. Zaangażowanie zagranicy na rynku krajowych obligacji zwiększyło się a udział w rynku ustabilizował**



- Według najnowszych danych z Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni zwiększyli zaangażowanie w krajowym rynku obligacji skarbowych w marcu o 3,6 mld zł, a ich udział utrzymał się na poziomie 34,3%.
- Głównymi nabywcami wśród inwestorów zagranicznych były banki komercyjne. Po wielu miesiącach zmniejszania portfeli zagraniczne fundusze inwestycyjne powiększyły nominalne zaangażowanie w krajowych obligacjach. Tymczasem po raz pierwszy od dłuższego czasu zmniejszyły się portfele zagranicznych banków centralnych (w tym głównie z Bliskiego Wschodu).
- Inwestorzy zagraniczni ograniczali pozycje w krótkoterminowych obligacjach, a zwiększyli w długoterminowych.

**W skrócie: Stabilny udział zagranicy w rynku długu w III**

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

## Kalendarz publikacji

| Godz. publikacji          | Kraj     | Informacja                    | jednostka | Okres | Prognoza Citi | Konsensus rynkowy | Poprzednia wartość |
|---------------------------|----------|-------------------------------|-----------|-------|---------------|-------------------|--------------------|
| <b>2 maj PONIEDZIAŁEK</b> |          |                               |           |       |               |                   |                    |
| 09:00                     | PL       | PMI dla przemysłu             | pkt       | IV    | --            | 53.1              | 53.8               |
| 09:55                     | DE       | PMI dla przemysłu             | pkt       | IV    | 51.9          | 51.9              | 51.9               |
| 10:00                     | EA       | PMI dla przemysłu             | pkt       | IV    | 51.6          | 51.5              | 51.6               |
| 16:00                     | USA      | ISM dla przemysłu             | pkt       | IV    | --            | 51.5              | 51.8               |
| <b>3 maj WTOREK</b>       |          |                               |           |       |               |                   |                    |
|                           | PL, JP   | Dzień Konstytucji             |           |       |               |                   |                    |
|                           | EA       | Prognozy Komisji Europejskiej |           |       |               |                   |                    |
| <b>4 maj ŚRODA</b>        |          |                               |           |       |               |                   |                    |
| 09:55                     | DE       | PMI dla usług                 | pkt       | IV    | --            | --                | 51.9               |
| 10:00                     | EA       | PMI dla usług                 | pkt       | IV    | --            | --                | 51.5               |
| 11:00                     | EA       | Sprzedaż detaliczna           | % m/m     | III   | --            | --                | 0.2                |
| 13:15                     | USA      | Zatrudnienie ADP              | tys.      | IV    | --            | --                | 200                |
| 16:00                     | USA      | ISM dla usług                 | pkt       | IV    | --            | --                | 54.5               |
| 16:00                     | USA      | Zamówienia w przemyśle        | % m/m     | III   | --            | --                | -1.7               |
| <b>5 maj CZWARTEK</b>     |          |                               |           |       |               |                   |                    |
|                           | DE/CH/JP | Dzień wolny                   |           |       |               |                   |                    |
| 12:00                     | PL       | Aukcja obligacji              |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                     | USA      | Liczba nowych bezrobotnych    | tys.      | tyg.  | --            | --                | 257                |
| <b>6 maj PIĄTEK</b>       |          |                               |           |       |               |                   |                    |
| 14:30                     | USA      | Zatrudnienie poza rolnictwem  | tys.      | IV    | --            | --                | 215                |
|                           | PL       | Decyzja RPP                   | %         | IV    | 1.5           | 1.5               | 1.5                |

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

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

|                                              | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015P  | 2016P  |
|----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Najważniejsze wskaźniki</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Nominalny PKB (mld USD)                      | 439    | 477    | 525    | 500    | 524    | 546    | 475    | 477    |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)   | 1,362  | 1,437  | 1,554  | 1,629  | 1,656  | 1,719  | 1,790  | 1,859  |
| PKB per capita (USD)                         | 11,508 | 12,382 | 13,626 | 12,983 | 13,615 | 14,197 | 12,363 | 12,415 |
| Populacja (mln)                              | 38,2   | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,5   | 38,4   | 38,4   |
| Stopa bezrobocia (%)                         | 12,1   | 12,4   | 12,5   | 13,4   | 13,4   | 11,5   | 9,8    | 8,7    |
| <b>Aktywność ekonomiczna</b>                 |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Realny wzrost PKB (% r/r)                    | 2,6    | 3,7    | 5,0    | 1,6    | 1,3    | 3,3    | 3,6    | 3,4    |
| Inwestycje (% r/r)                           | -1,9   | -0,4   | 8,8    | -1,8   | -1,1   | 12,6   | 4,1    | 4,3    |
| Spożycie ogółem (% r/r)                      | 3,5    | 2,8    | 2,0    | 0,5    | 0,7    | 3,1    | 3,1    | 3,8    |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r)              | 3,4    | 2,7    | 3,3    | 0,8    | 0,2    | 2,6    | 3,1    | 4,2    |
| Eksport (% r/r)                              | -6,3   | 12,9   | 7,9    | 4,6    | 6,1    | 6,4    | 6,5    | 6,2    |
| Import (% r/r)                               | -12,4  | 14,0   | 5,8    | -0,3   | 1,7    | 10,0   | 6,0    | 7,3    |
| <b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>               |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Inflacja CPI (% r/r)                         | 3,5    | 3,1    | 4,6    | 2,4    | 0,7    | -1,0   | -0,5   | 0,8    |
| Inflacja CPI (% średnia)                     | 3,5    | 2,6    | 4,3    | 3,7    | 0,9    | 0,0    | -0,9   | -0,5   |
| Płace nominalne (% r/r)                      | 4,2    | 3,6    | 4,9    | 3,5    | 2,6    | 3,8    | 3,5    | 4,3    |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)     | 3,50   | 3,50   | 4,50   | 4,25   | 2,50   | 2,00   | 1,50   | 1,50   |
| WIBOR1M, (% koniec okresu)                   | 4,27   | 3,95   | 4,99   | 4,11   | 2,71   | 2,71   | 1,65   | 1,57   |
| Rentowność obligacji 10-letnich              | 6,24   | 6,07   | 5,91   | 3,73   | 4,34   | 2,52   | 2,95   | 3,20   |
| USD/PLN (Koniec okresu)                      | 2,86   | 2,95   | 3,40   | 3,10   | 3,01   | 3,52   | 3,92   | 3,99   |
| USD/PLN (Średnia)                            | 3,10   | 3,01   | 2,96   | 3,26   | 3,16   | 3,15   | 3,77   | 3,90   |
| EUR/PLN (Koniec okresu)                      | 4,11   | 3,96   | 4,42   | 4,09   | 4,15   | 4,26   | 4,26   | 4,39   |
| EUR/PLN (Średnia)                            | 4,33   | 3,99   | 4,12   | 4,19   | 4,20   | 4,18   | 4,18   | 4,36   |
| <b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>            |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Rachunek bieżący                             | -17,3  | -25,8  | -27,0  | -17,6  | -6,7   | -11,0  | -0,8   | 2,3    |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB)              | -3,9   | -5,4   | -5,1   | -3,5   | -1,3   | -2,0   | -0,2   | 0,5    |
| Saldo handlu zagranicznego                   | -10,2  | -13,8  | -17,4  | -9,2   | -0,4   | -4,3   | 2,9    | 5,0    |
| Eksport                                      | 133,1  | 156,3  | 184,2  | 181,0  | 198,1  | 210,4  | 190,6  | 205,5  |
| Import                                       | 143,3  | 170,1  | 201,6  | 190,2  | 198,5  | 214,7  | 187,8  | 200,5  |
| Saldo usług                                  | 4,8    | 3,1    | 7,3    | 8,0    | 10,1   | 11,4   | 11,0   | 12,0   |
| Saldo dochodów                               | -12,7  | -16,5  | -18,0  | -16,2  | -15,8  | -17,6  | -13,7  | -13,4  |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto    | 8,8    | 6,9    | -14,0  | -6,6   | -3,4   | -8,1   | -10,0  | -11,0  |
| Rezerwy międzynarodowe                       | 73,4   | 86,3   | 89,7   | 100,3  | 99,3   | 94,1   | 89,4   | 89,4   |
| Amortyzacja                                  | 46,9   | 44,1   | 39,1   | 47,2   | 49,9   | 58,2   | 56,3   | 51,0   |
| <b>Finanse publiczne (% PKB)</b>             |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)    | -7,4   | -7,6   | -4,9   | -3,7   | -4,0   | -3,2   | -2,9   | -3,0   |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | -4,6   | -5,1   | -2,4   | -1,0   | -1,5   | -1,2   | -1,1   | -1,2   |
| Dług publiczny (Polska metodologia)          | 49,8   | 52,0   | 52,5   | 51,6   | 53,3   | 47,9   | 49,5   | 50,1   |

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

## Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

**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**

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 Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.*

*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.*

*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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.*