

CitiWeekly

Ujemne stopy (realne) gołębim nie straszne

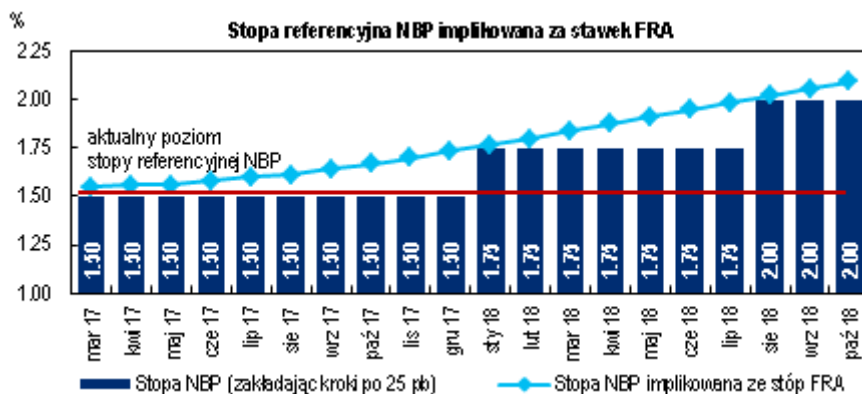
- RPP pozostawiła na ubiegłotygodniowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian, a wydźwięk komunikatu był - w naszej ocenie - gołębi. Szef NBP powiedział m.in. że członkowie RPP zgadzają się, że stabilizacja stóp i oczekiwanie na dalszy rozwój sytuacji są obecnie najlepszą strategią. Zdaniem A. Glapińskiego wzrost PKB prawdopodobnie odreaguje w tym roku do 3,5-3,6% (powyżej naszej prognozy na poziomie 3,1% oraz powyżej konsensusu rynkowego). Ponadto, choć RPP przewiduje wzrost inflacji i nie wyklucza nawet przekroczenia celu na poziomie 2,5%, to uważa, że taki stan będzie przejściowy.
- W porównaniu z zachowaniem władz monetarnych w poprzednich latach, niezaprzeczalną nowością jest akceptacja obecnej RPP dla spadku realnych stóp procentowych (stopy nominalnej pomniejszonej o oczekiwaną inflację) poniżej zera. Jeszcze niedawno przedstawiciele RPP, w tym sam prezes Glapiński, przekonywali o konieczności utrzymywania dodatnich stóp realnych. Swoją obecną akceptację dla ujemnych stóp realnych RPP uzasadnia twierdząc, że taki stan rzeczy będzie jedynie przejściowy, co jednak naszym zdaniem wydaje się optymistycznym założeniem. Biorąc pod uwagę narastanie presji płacowo-cenowej, inflacja w najbliższych kwartałach powinna pozostawać wyraźnie powyżej 1,5%, a niewykluczone, że również wzrośnie powyżej celu na poziomie 2,5%. W takiej sytuacji stopy realne pozostaną poniżej zera na długo, dodatkowo pobudzając i tak szybko rosnącą gospodarkę.
- Biorąc pod uwagę łagodny wydźwięk komunikatu RPP, naszym zdaniem Rada w tym roku nie zmieni stóp procentowych. Chociaż inflacja może okazać się wyższa niż dotychczas zakładał NBP, przedstawiciele władz monetarnych mogą bagatelizować ten fakt przez kilka-kilkanaście miesięcy. Oznacza to, że uwzględniając dosyć długi proces budowania konsensusu w RPP, pierwszych podwyżek stóp można spodziewać się dopiero na początku 2018 roku. W tym czasie jednak stopy rynkowe, reagując na napływające dane o CPI, mogą stopniowo „dryfować” w górę.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 17	4,41	4,24	5,01	1,04	1,50	0,0	1,73	0,40	2,45
I KW 18	4,38	4,38	4,81	1,00	1,75	0,0	2,28	0,35	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy dn. 25.1.2017.

Wykres 2. Rynek wycenia 2 podwyżki stóp w 2018 r., zgodnie z naszym z scenariuszem bazowym, ale naszym zdaniem Rada wysłała sygnał, że podwyżki mogą się opóźnić



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

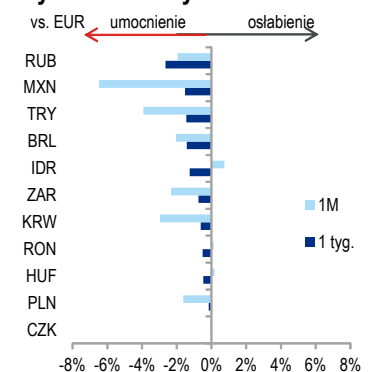
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

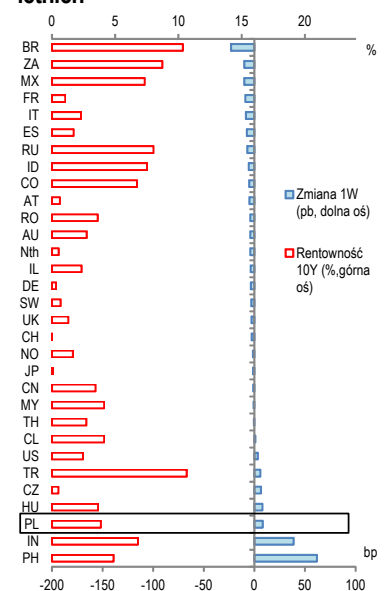
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.2.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 10.2.2017 r.
Źródło: Reuters.

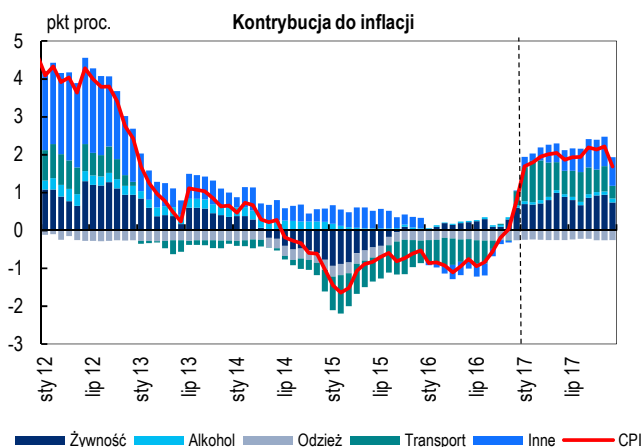
Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

Tydzień w wykresach

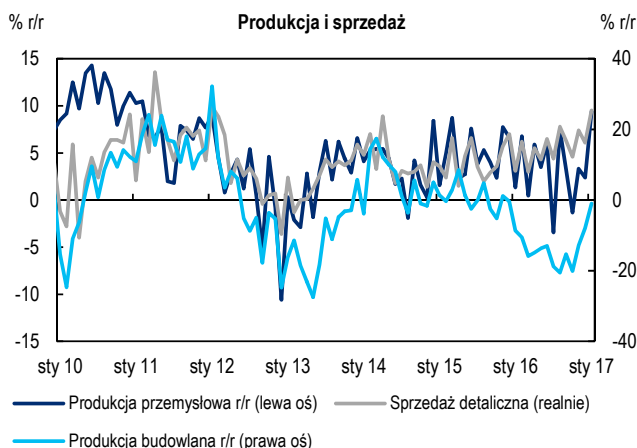
Wykres 3. Spodziewamy się znacznego wzrostu inflacji w styczniu



- W tym tygodniu poznamy szacunek inflacji za styczeń. Jak zwykle na początku roku będzie to pierwszy szacunek (brak wstępnej publikacji pod koniec stycznia) i będzie on zawierał jedynie zmiany cen dla wybranych elementów koszyka CPI, podczas gdy pełne dane zostaną opublikowane w marcu. Naszym zdaniem inflacja wzrosła w styczniu do 1,7% r/r przy wysokim wzroście cen żywności. Choć widzimy szansę, że w tym roku co do zasady inflacja może zaskakiwać w górę, to w styczniu widzimy symetryczne ryzyko dla naszej prognozy.
- Oczekujemy odreagowania wzrostu płac w styczniu do 4,4% r/r z 2,7%. Naszym zdaniem grudniowa słabość najprawdopodobniej wynikała z przesunięć wypłat premii w górnictwie, a dobra sytuacja na rynku pracy będzie prowadzić do szybszego wzrostu płac w kolejnych miesiącach.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

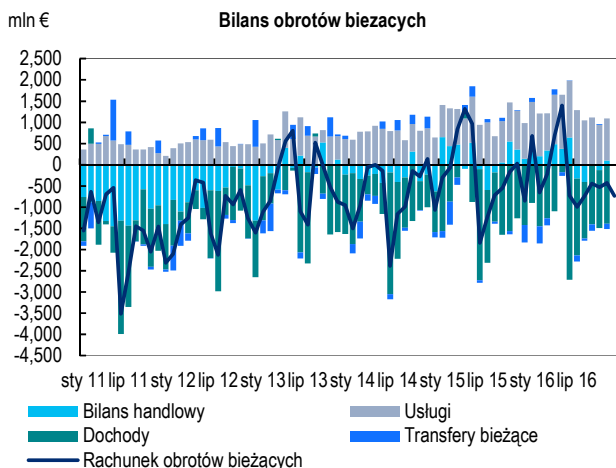
Wykres 4. Oczekujemy mocnych danych o aktywności za styczeń



- Nasze prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są wyższe niż zakłada konsensus. Wydaje się, że produkcja odreagowuje po słabym wzroście w II połowie ub.r. za sprawą mocniejszego popytu w strefie euro. Wysoki popyt na energię elektryczną i ciepłą ze względu na niskie temperatury w styczniu również wspiera lepszy wynik.
- W przypadku sprzedaży detalicznej spodziewamy się wyższego wzrostu niż wskazuje konsensus. Poprawa w sprzedaży powinna być wspierana przez dobre dane z rynku pracy oraz wysokie wskaźniki zaufania konsumentów.
- Na podstawie danych za cały ubiegły rok szacujemy, że wzrost PKB nieznacznie przyspieszył w IV kw. do 2,6% z 2,5% w III kw., głównie za sprawą zmiany zapasów. W I kw. oczekujemy przyspieszenia do ok. 3%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Brak kosztownego przewalutowania kredytów FX pozytywne dla ratingu



- Spodziewamy się pogorszenia w obrotach bieżących w grudniu do -0,7 mld zł, tj. podobnie jak rynek przy spowolnieniu wzrostu eksportu do 1,5% z 4,6% oraz importu do 4,5% z 6,4%. W ujęciu skumulowanym za 12 miesięcy deficyt wciąż jest bliski rekordowo niskich poziomów.
- Prezes partii rządzącej J. Kaczyński zasygnalizował odstąpienie PiS od jednego z pomysłów z okresu kampanii wyborczej, tj. przewalutowania kredytów frankowych z dużym obciążeniem dla sektora bankowego. Prezes PiS zasugerował brak całościowego rozwiązania ze strony rządu. To zaowocowało wzrostami cen akcji banków na giełdzie i ogranicza ryzyko dla ratingu kredytowego Polski w przyszłości.

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lut PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	XII	-735	-700	-427
14:00	PL	Eksport	mln €	XII	13905	14205	15943
14:00	PL	Import	mln €	XII	14158	14425	15841
14:00	PL	Inflacja	% r/r	I	1,7	1,6	0,8
14 lut WTOREK							
10:00	PL	PKB	% r/r	IV kw.	2,6	2,5	2,5
11:00	EMU	PKB	% r/r	IV kw.	1,8	1,8	1,8
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-1,3	--	1,5
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	73,0	--	77,3
15 lut ŚRODA							
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	II	--	6,8	6,5
14:30	USA	Inflacja	% m/m	I	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	I	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	-0,2	0,1	0,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	-0,1	0,0	0,8
16 lut CZWARTEK							
14:00	PL	Płace	% r/r	I	4,4	4,5	2,7
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	2,9	2,6	3,1
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	I	1185	1226	1226
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	I	1245	1233	1228
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	245	234
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	--	18,0	23,6
17 lut PIĄTEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	9,4	8,2	2,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	I	-1,8	-1	-8
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	I	9,5	7,2	6,1

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	468	438	494
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,847	1,927	2,023
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,177	11,441	12,920
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,4	7,7	7,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,9	2,8	3,1	2,8
Nakłady na środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	-5,5	2,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,6	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,6	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	7,2	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,0	6,5	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,73	1,86	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,90	4,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,18	4,34	3,96
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	4,40	4,10
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,34	4,20
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,40	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,1	-1,2	-4,7	-7,3	-9,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,3	-1,0	-1,7	-2,0
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,4	0,0	-3,4	-6,1
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	190,8	193,6	183,1	205,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,4	193,6	186,5	211,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	11,4	10,9	11,8	11,7	13,1
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-17,7	-13,5	-14,8	-13,8	-14,8
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,2	-2,7	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,5	-0,8	-0,5	-1,0	-1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,3	51,3	50,5

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

Cezary Chrapek

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 Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych 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. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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.