

CitiWeekly

Inflacja stabilnie poniżej celu

- Inflacja najprawdopodobniej utrzyma się poniżej celu przez kolejne 12 miesięcy. Publikowane w tym tygodniu dane GUS pokażą co dokładnie stało za dużym spadkiem inflacji w czerwcu (według wstępnego odczytu 1,5% wobec 1,9% w maju). W naszym bazowym scenariuszu zakładamy wahania inflacji przez najbliższe 12 miesięcy poniżej 2% przy dalszym stopniowym wzroście inflacji netto (0,9% w czerwcu). Jednocześnie zakładamy wzrost inflacji powyżej celu w II poł. 2018 r.
- Ścieżka inflacji na kolejne 12 miesięcy może zostać podwyższona, jeśli rząd zdecyduje się na wprowadzenie opłaty drogowej. Wstępny projekt ustawy przewidujący takie rozwiązanie znalazł się już w Sejmie i zakłada wzrost opłaty paliwowej średnio o ok. 25 groszy na litrze, tj. ok 6,5% i miałby wejść w życie po wakacjach. To podwyższyłoby ścieżkę inflacji w horyzoncie rocznym o ok. 0,3 pkt proc., jednak wciąż prawdopodobnie pozostałaby ona poniżej celu co najmniej do końca I kw. 2018 r. W kolejnych latach taka opłata byłaby podwyższana o wskaźnik inflacji za pierwsze trzy kwartały roku poprzedniego.
- Nowe projekcje inflacji NBP nie uwzględniają niższego odczytu za czerwiec ani opłaty paliwowej, jednak wpływ tych dwóch czynników na przyszłą ścieżkę inflacji częściowo się znosi. NBP utrzymał prognozy inflacji na lata 2017-2018, ale nieco podwyższył poziom celu inflacyjnego na 2019 r. Jednocześnie NBP zrewidował w górę ścieżkę PKB.
- Tymczasem RPP utrzymała, a nawet wzmocniła gołębi wydźwięk komunikatu na lipcowym posiedzeniu. Prezes NBP zasignalizował, że najprawdopodobniej stopy pozostaną bez zmian do końca 2018 r. Jednocześnie dodał, że Rada zacznie dyskusje nad podwyżkami stóp prawdopodobnie w połowie przyszłego roku, w związku z prognozowanym wzrostem inflacji w 2019 r. W bazowym scenariuszu wciąż zakładamy wzrost stóp w II poł. 2018 r., tj. szybciej niż przewiduje rynek i niż sugeruje RPP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,22	3,80	4,74	1,11	1,50	0,00	1,74	0,35	2,05
III KW 18	4,13	3,82	4,69	1,08	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 21.06.2017 r.,

Wykres 3. Projekcja NBP - rewizja PKB i inflacji w górę

	Inflacja			Wzrost PKB		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
lipiec 2017	1,9	2,0	2,5	4,0	3,5	3,3
marzec 2017	2,0	2,0	2,3	3,7	3,3	3,2
listopad 2016	2,1	2,0	2,1	3,4	3,1	3,1

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

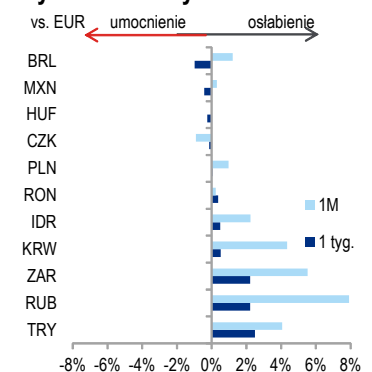
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

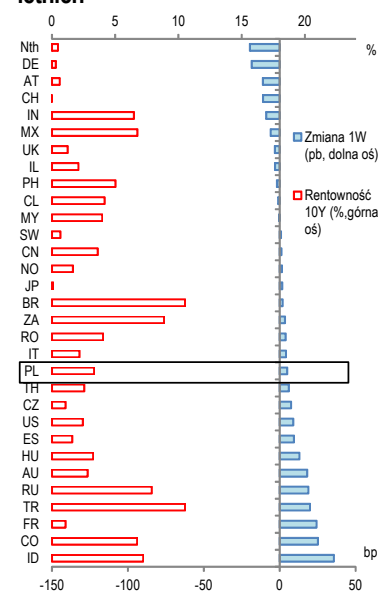
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.7.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



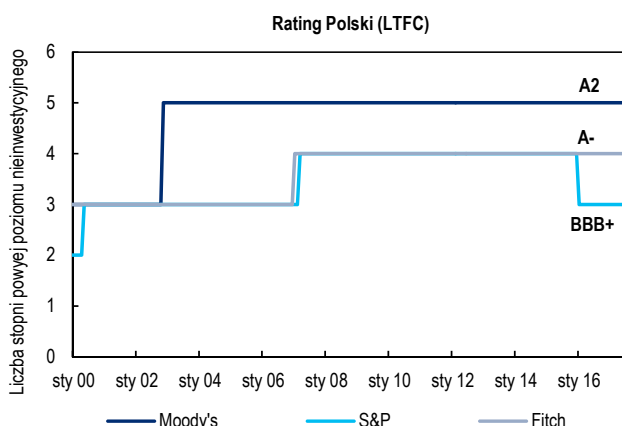
Według stanu na dzień 7.7.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

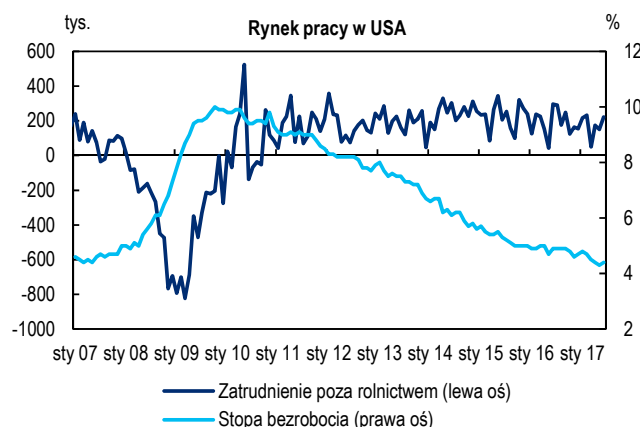
Wykres 4. Fitch korzystnie ocenia sytuację fundamentalną Polski



- Pod koniec minionego tygodnia agencja Fitch opublikowała raport o Polsce, w którym zdecydowała się utrzymać rating A- dla Polski z perspektywą stabilną przy solidnych fundamentach makro.
- Co ciekawe agencja Fitch prognozuje stosunkowo optymistyczny poziom deficytu fiskalnego w Polsce na poziomie 2,6% w tym roku i 2,5% w latach 2018-2019. Obecnie oczekujemy, że deficyt może przekroczyć 3% w kolejnych latach biorąc pod uwagę koszty obniżenia wieku emerytalnego i wolniejszy wzrost PKB, choć nowa opłata paliwowa może poprawić sytuację budżetu.
- Decyzja Fitch wspiera perspektywę dalszej redukcji spreadów kredytowych. Nie oczekujemy negatywnych zmian ws. ratingów ze strony agencji ratingowych.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy

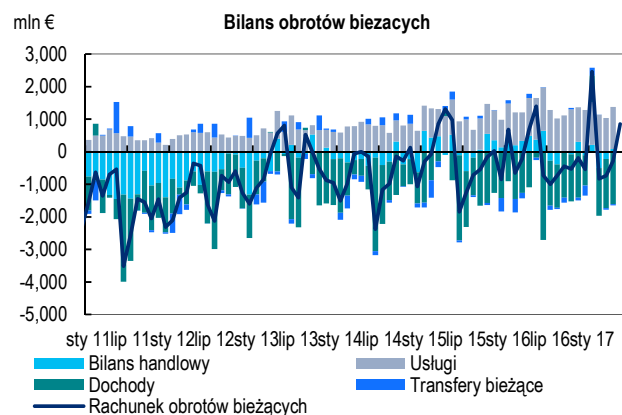
Wykres 5. W USA mocny wzrost zatrudnienia, ale przy słabym wzroście płac



- Najnowsze dane o zatrudnieniu w USA za czerwiec okazały się lepsze od oczekiwań (wzrost o 222 tys.) przy minimalnym wzroście stopy bezrobocia do 4,4%. Co istotne znaczny wzrost zatrudnienia nastąpił przy mniejszym od prognozowanego wzroście płac przy rewizji w dół za poprzedni miesiąc. Ten raport potwierdził rozbieżność między mocnymi danymi o zatrudnieniu a brakiem presji płacowej i może zachęcić Fed to wstrzymania się z podwyżką stóp. Mimo to wciąż oczekujemy podwyżki w grudniu i ogłoszenia redukcji skupu aktywów we wrześniu.
- Minutes Fed z ostatniego posiedzenia potwierdzają taki scenariusz podkreślając wiarę FOMC w przejściowy spadek inflacji.

Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Research

Wykres 6. Oczekiwana poprawa salda obrotów bieżących



- Spodziewamy się poprawy w bilansie obrotów bieżących w maju do ok. 0,8 mld EUR przy odreagowaniu wzrostu eksportu i importu.
- Naszym zdaniem poprawa wynikała głównie z lepszego niż w kwietniu wyniku salda dochodów pierwotnych.
- Skumulowane saldo obrotów bieżących za 12 miesięcy prawdopodobnie pozostało blisko zera, tj. historycznie wysokiego poziomu, co sprzyja perspektywom złotego w obliczu oczekiwanego wzrostu napływu środków unijnych.

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 lip WTOREK							
14:00	PL	Inflacja	% r/r	VI	1,5	1,5	1,9
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VI	--	0,3	0,3
12 lip ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	1,3	0,6	0,5
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	0,9	--	0,8
13 lip CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	245	248
14 lip PIĄTEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	V	887	--	-275
14:00	PL	Eksport	mln €	V	15757	--	15176
14:00	PL	Import	mln €	V	15755	--	15090
14:30	USA	Inflacja	% m/m	VI	0,0	0,1	-0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,1	0,1	-0,3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,2	0,3	0,0
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VI	--	95,0	95,1

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13.738	12.994	13.622	14.199	12.417	12.226	12.857	13.545
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	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,4	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,8	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,25
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,61
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,50	4,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
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	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

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

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.