

CitiWeekly

Początki są zawsze najtrudniejsze

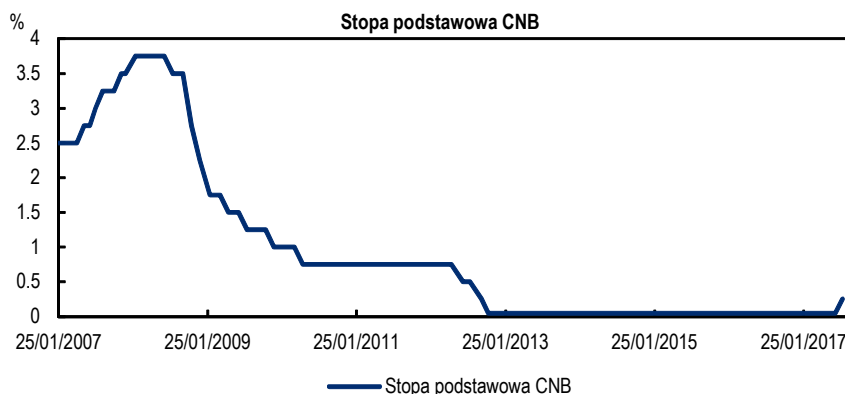
- Pierwszy kraj w regionie zrobił krok w kierunku normalizacji stóp procentowych. Czeski bank centralny (CNB) podjął w minionym tygodniu decyzję o podwyżce swojej podstawowej stopy o 20 pb., do poziomu 0,25%. Pozornie nie ma to większego bezpośredniego wpływu na sytuację w Polsce, jednak decyzja pokazuje jak bardzo zmieniły się warunki makroekonomiczne w Europie Środkowej. Rekordowo niskie stopy w Czechach nie są już potrzebne aby wspierać gospodarkę, która weszła w fazę szybkiego wzrostu. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach CNB może kontynuować cykl podwyżek, a inwestorzy będą coraz częściej zadawać sobie pytanie który z banków centralnych będzie następny w kolejce. Perspektywa wygaszania przez EBC programu zakupów aktywów w 2018 r. będzie dodatkowo sprawiać, że polskiemu bankowi centralnemu będzie coraz trudniej utrzymywać zdecydowanie gołębią retorykę.
- Jak już wcześniej sygnalizowaliśmy (m.in. w lipcowym raporcie miesięcznym), naszym zdaniem zbliża się czas zmian w komunikacji Rady Polityki Pieniężnej. Dotychczasowy gołębi ton wypowiedzi członków RPP, sugerujący pozostawienie stóp procentowych bez zmian do końca 2018 r., wydaje się nieadekwatny do czteroprocentowego wzrostu PKB, blisko pięcioprocentowego wzrostu konsumpcji, rekordowo niskiego bezrobocia oraz perspektywy luźnej polityki fiskalnej (w rozumieniu deficytu strukturalnego). Na tle stopniowo zmieniającej się retoryki innych banków centralnych NBP powoli zaczyna odstawiać jako bardzo łagodny bank. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że po wakacyjnej przerwie RPP zacznie dostosowywać ton swoich komunikatów, przesuwając się na komunikacyjnym spektrum od pozycji gołębiej w kierunku pozycji neutralnej.
- Jedno się jednak zapewne nie zmieni. Pomimo zmiany tonu członkowie RPP nie będą skłonni do szybkich podwyżek stóp procentowych. Naszym zdaniem do pierwszej podwyżki może dojść dopiero w połowie 2018 r. (choć byłoby to znacznie szybciej niż sugerowała dotychczasowa retoryka RPP).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,23	3,68	4,75	1,15	1,50	0,00	1,74	0,35	2,05
III KW 18	4,13	3,79	4,69	1,09	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 19.07.2017.

Wykres 1. CNB jest pierwszym bankiem w regionie, który podniósł stopy procentowe



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

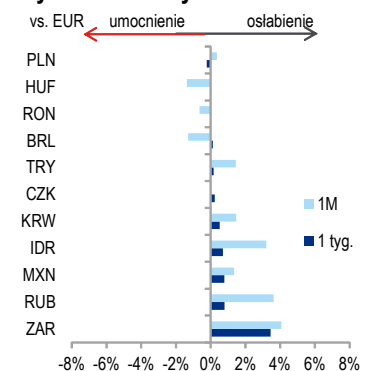
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

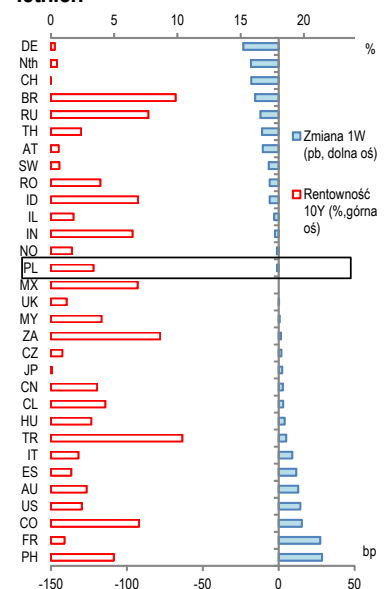
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 4.7.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 4.7.2017 r.
Źródło: Reuters.

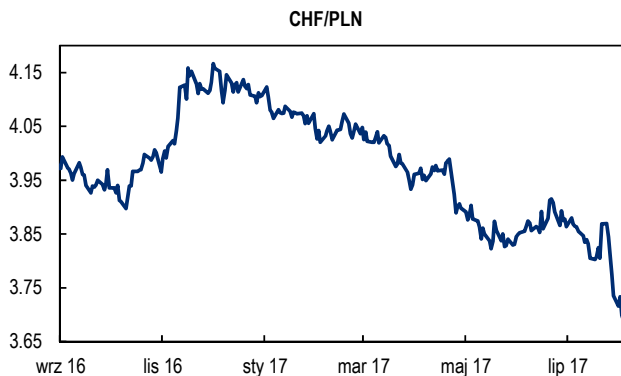
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Słabnący frank może sprzyjać restrukturyzacji kredytów walutowych



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Zgłoszona w ubiegłym tygodniu nowa propozycja prezydenta dotycząca pomocy kredytobiorcom może przyczynić się do stopniowego przewalutowania kredytów hipotecznych.
- Banki mają być zobowiązane do wpłacania rocznie do 3,2 mld zł na specjalny fundusz, który będzie wykorzystywany na restrukturyzację kredytów. Zaproponowany mechanizm zawiera wbudowane zachęty sprawiające, że kredytodawcom będzie zależało na proponowaniu klientom przewalutowania na korzystnych warunkach.
- Pozytywna opinia NBP oraz KNF na temat projektu sugeruje, że ma on szansę zostać przyjęty przez Sejm.

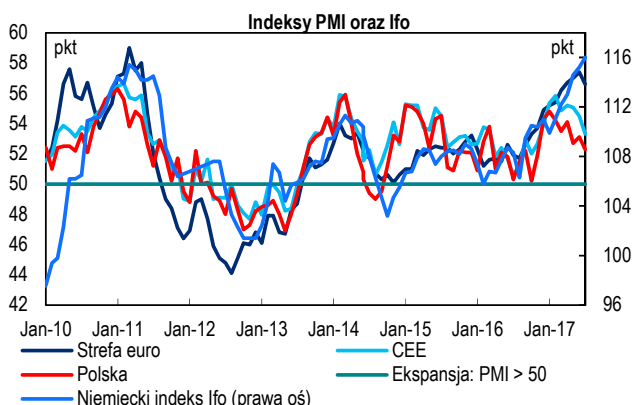
Wykres 3. Pozytywne trendy na rynku pracy w USA



Źródło: Bloomberg, Citi Research

- Dane z amerykańskiego rynku pracy okazały się lepsze od oczekiwań – w lipcu stworzono poza rolnictwem 209 tys. miejsc pracy, wyraźnie więcej niż prognozowane 180 tys. Zrewidowano w górę również dane za czerwiec.
- Wynagrodzenie godzinowe wzrosło o 2,5% r/r, nieznacznie silniej niż oczekiwano.
- Nasz scenariusz na najbliższe miesiące: we wrześniu amerykański bank centralny ogłosi rozpoczęcie procesu redukcji bilansu Fed; w grudniu stopy procentowe wzrosną o kolejne 25 pb.

Wykres 4. PMI słabszy od prognoz



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

- Ubiegłotygodniowe dane pokazały nieco szybszy niż oczekiwano wzrost inflacji (do 1,7% r/r z 1,5% w czerwcu). Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie oscylował w granicach 1,5-2,0% r/r, a odbije się istotnie dopiero w 2018 r.
- W przeciwieństwie do inflacji, dane o PMI okazały się niższe od prognoz. Wskaźnik PMI spadł do 52,3 pkt. przez wolniejszy wzrost produkcji oraz nowych zamówień.
- Jednocześnie jednak zamówienia eksportowe (w przeciwieństwie do krajowych) wyraźnie się poprawiły. Ankietowane firmy sygnalizowały również, że wyższe koszty produkcji przekładają się na wzrost cen produktów finalnych.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 sie	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa (odsez.)	% m/m	VI	-0,2	0,1	1,2
9 sie	ŚRODA						
16:00	US	Zapasy hurtowe	% m/m	VI	--	0,6	0,6
10 sie	CZWARTEK						
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	240	--	240
11 sie	PIĄTEK						
08:00	DE	Inflacja	% r/r	VII	1,7	1,7	1,7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VI	-848	-799	-179
14:00	PL	Inflacja	% r/r	VII	1,7	1,7	1,7
14:30	US	Inflacja	% m/m	VII	0,2	0,2	0,0
14:30	US	Inflacja bez żywności i energii	% m/m	VII	0,2	0,2	0,1

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 oraz nie stanowi „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.