

CitiWeekly

Stopy bez zmian w 2018 r.

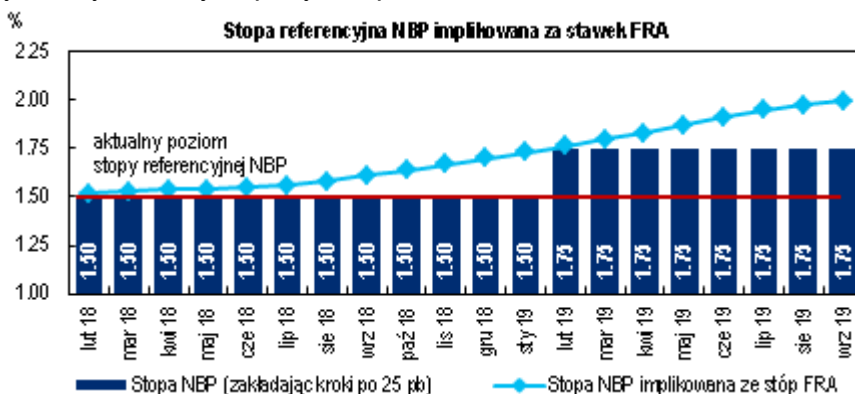
- Przez ostatni rok oczekiwaliśmy narastania napięć na rynku pracy, silnego wzrostu gospodarczego i wzrostu inflacji. Na tej bazie zakładaliśmy również, że pod koniec 2018 roku RPP zdecyduje się na zacieśnienie polityki pieniężnej, tym bardziej, że za takim scenariuszem przemawiały wypowiedzi niemal połowy członków RPP. Rzeczywiste dane o wzroście płac, PKB oraz inflacji w II połowie 2017 r. okazały się nawet wyższe od naszych oraz rynkowych prognoz, a NBP zrewidował w górę swoją listopadową projekcję. Mimo to RPP nie tylko nie zaostriżyła swojego tonu, lecz wręcz go złagodziła. Trzech członków Rady opowiadających się jeszcze kilka miesięcy temu za podwyżkami sugeruje obecnie, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2018 roku. Po styczniowym posiedzeniu łagodny ton widoczny był choćby w wypowiedziach E. Gatnara, zaliczanego dotychczas do grona „jastrzębi”.
- Fakt, że członkowie RPP łagodzą swoje wypowiedzi pomimo silniejszych od oczekiwań danych stanowi wyraźny sygnał, że poprzeczka dla podwyżek jest postawiona bardzo wysoko. Komentarze przedstawicieli RPP wskazują bowiem, że są oni gotowi zaakceptować wzrost inflacji do górnej granicy celu (3,5%), co w praktyce oznacza, że „nieoficjalny” cel inflacyjny może być wyższy niż dotychczas. Ponadto wielu członków RPP wydaje się przyjmować, że potencjalne tempo wzrostu polskiej gospodarki wynosi przynajmniej 4%. Tolerancja dla utrzymywania się inflacji powyżej celu oraz optymizm dotyczący potencjału polskiej gospodarki oznacza, że RPP będzie w stanie przez cały 2018 rok cierpliwie utrzymywać stopę referencyjną na poziomie 1,5%, nawet w obliczu kolejnych danych o rosnącej inflacji i przyspieszających płacach.
- Oczekujemy, że do podwyżek dojdzie dopiero w 2019 roku (50-75 pb) m.in. w reakcji na zacieśnienie polityki przez EBC. Niemniej nawet wówczas ryzyko dalszego odkładania podwyżek będzie wysokie, choćby ze względu na przewidywane przez nas osłabienie wzrostu PKB po cyklicznym szczycie w latach 2017-2018. Aby rozwiązać wątpliwości co do podwyżek potrzeba będzie wzrostu inflacji, i to bardzo wyraźnego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 18	4,20	3,50	4,72	1,20	1,50	0,00	1,73	0,55	2,50
I KW 19	4,11	3,31	4,57	1,24	2,00	0,00	2,35	0,75	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z grudnia 2017 r., pozostałe prognozy z dnia 28.11.2017.

Wykres 3. Rynek oczekuje 1-2 podwyżek stóp w 2019 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

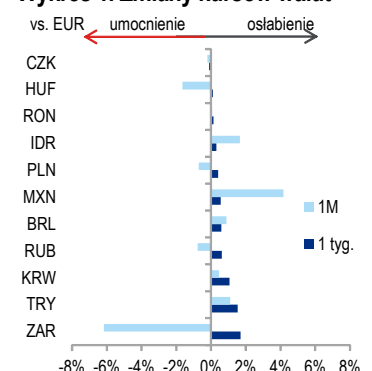
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

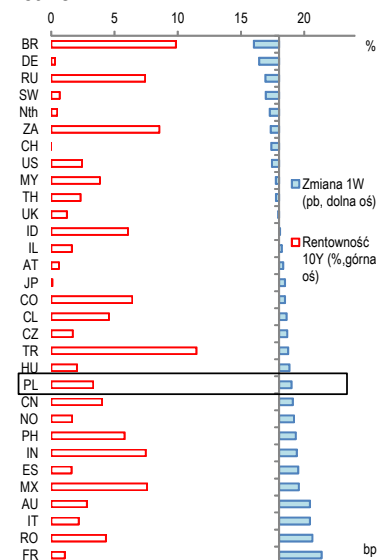
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.01.2018 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 12.01.2018 r.
Źródło: Reuters.

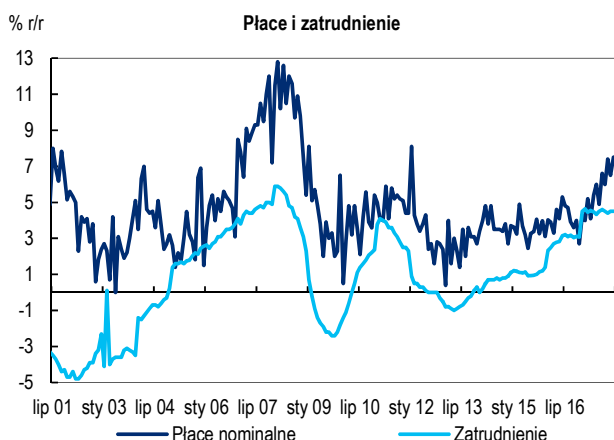
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

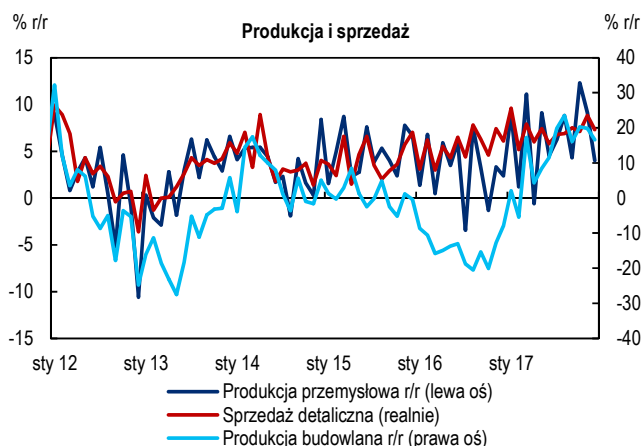
Wykres 4. Płace najprawdopodobniej wyraźnie przyspieszą na koniec roku



- Finalny odczyt inflacji najprawdopodobniej potwierdzi wstępny szacunek GUS na poziomie 2% wobec 2,5% w listopadzie. Naszym zdaniem za spadek odpowiedzialne były głównie niskie ceny żywności i spadek cen paliw. W rezultacie inflacja netto najprawdopodobniej ustabilizowała się na poziomie 0,9%.
- Oczekujemy wyraźnego odreagowania wzrostu płac w grudniu do 7,5%. Dane za listopad rozczarowały, jednak szczegółowe rozbicie pokazało, że było to wynikiem przesunięcia wypłat premii w górnictwie, podczas gdy płace w przetwórstwie przyspieszyły do 8%. W związku z tym, że oczekujemy wyraźnego odreagowania płac w górnictwie i całym sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu zatrudnienia na poziomie 4,5%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

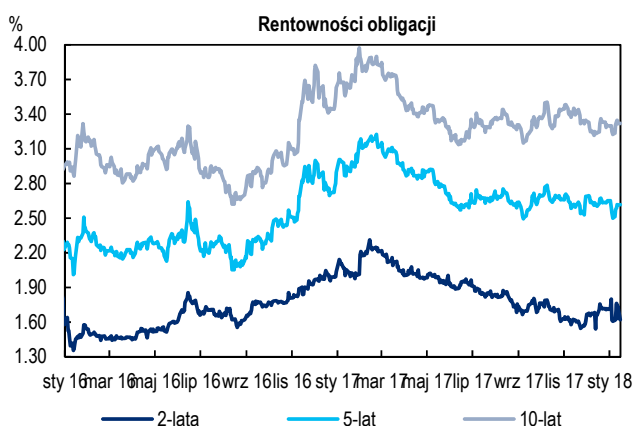
Wykres 5. Oczekujemy spowolnienia produkcji i sprzedaży w grudniu



- Spodziewamy się spowolnienia w danych o aktywności gospodarczej za grudzień z powodu mniejszej liczby dni roboczych. Nasze szacunki dla produkcji są powyżej konsensusu, zarówno w przypadku produkcji przemysłowej jak i budowlanej, a sprzedaży poniżej rynku. Pomimo spowolnienia w grudniu trendy pozostają mocne.
- Nasze szacunki wskazują na niewielką poprawę w bilansie obrotów bieżących w listopadzie do ok. 450 mln EUR, tj. nieco powyżej konsensusu. Poprawa wynika głównie z większego napływu środków UE na rachunek dochodów pierwotnych, która zniosła pogorszenie w bilansie handlowym przy spowolnieniu eksportu. Wynik za cały 2018 r. może być powyżej zera po raz pierwszy od początku lat 90.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Rekonstrukcja rządu bez wpływu na rynki, korekta na rynku długu



- Po dobrym początku roku ubiegły tydzień przyniósł wzrost rentowności i osłabienie złotego mimo umocnienia euro. Do osłabienia obligacji przyczyniła się głównie sytuacja na bazowych rynkach długu czemu sprzyjały jastrzębie minutes EBC i rynkowe spekulacje o tym, że Chiny mogą zmniejszyć zakupy amerykańskich obligacji. Złoty tracił mimo umocnienia euro do dolara, ale analogicznie do zachowań innych walut EM. Rekonstrukcja rządu nie miała istotnego przełożenia na rynek finansowy.
- Do końca roku oczekujemy stopniowego umocnienia złotego we względu na dobrą sytuację makroekonomiczną i dalszego umocnienia euro do dolara. Jednocześnie spodziewamy się powolnego wzrostu rentowności. Mimo spowolnienia powinny temu sprzyjać grudniowe dane.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 sty PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień wolny - dzień Martina Luthera Kinga					
14:00	PL	Inflacja	% r/r	XII	2,0	2,0	2,5
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mIn EUR	XI	438	385	575
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	XI	17703	17764	17914
14:00	PL	Import	mIn EUR	XI	17596	17298	17317
16 sty WTOREK							
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XII	0,9	0,9	0,9
17 sty ŚRODA							
11:00	EUR	Inflacja	% r/r	XII	1,4	1,5	1,5
14:00	PL	Płace	% r/r	XII	7,5	7,1	6,5
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	XII	4,5	4,4	4,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,5	0,3	0,2
18 sty CZWARTEK							
03:00	CN	PKB	% r/r	IV kw.	-	6,8	6,8
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	mIn	XII	1330	1290	1303
14:30	USA	Rozpoczęte inwestycje budowlane	mIn	XII	1282	1270	1297
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	250	261
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XII	-	23,8	26,2
19 sty PIĄTEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	4,0	3,1	9,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	XII	16,6	12,9	19,7
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	XII	7,3	7,6	8,8
16:00	USA	Indeks nastrojów Michigan	pkt	I	97,0	99,0	95,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	530	622
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1657	1720	1799	1851	1967	2094
PKB per capita (USD)	13738	12994	13622	14199	12417	12215	13822	16253
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,4	3,9
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,7	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	6,8	7,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,7	7,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,35
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,60	3,34
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,72	3,39
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,25	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-1,5	-10,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,9	-6,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	225,1	264,2
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	223,3	270,5
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	18,6	22,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-18,7	-21,2	-26,0
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,5	-1,9	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,8	-0,3	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,3

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, 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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. 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, 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 odpowiedzialności 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.