

CitiWeekly

Rynek liczy na jastrzębią RPP?

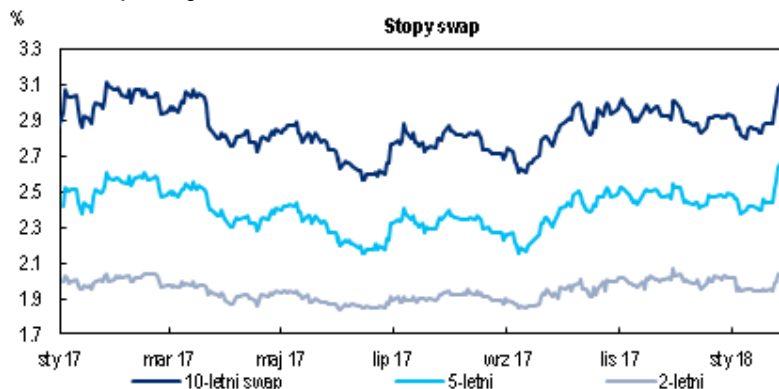
- W minionym tygodniu rynek stopy procentowej zareagował na komentarze prezesa Glapińskiego wystrojeniem krzywej swapowej. Sama wypowiedź szefa NBP była utrzymana w dotychczasowym łagodnym tonie, podkreślając, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2018 r., a do uzasadnienia podwyżek w 2019 r. potrzeba będzie jeszcze szybszego wzrostu płac. Innymi słowy komentarze prezesa NBP bynajmniej nie sygnalizowały – przynajmniej w naszej ocenie – zmiany dotychczasowego nastawienia władz monetarnych. Niemniej po rozmowach z zagranicznymi klientami mamy wrażenie, że depesze publikowane przez agencje informacyjne w wersji angielskiej zostały odebrane przez inwestorów w odmienny sposób. Tłumaczenie na angielski sugerowało bowiem, że RPP planuje podwyżki w 2019 roku, co stanowiłoby odstępstwo od dotychczasowej „gołębiej” retoryki.
- Naszym zdaniem przy okazji lutowego posiedzenia RPP powtórzy swój wyjątkowo łagodny komunikat, próbując rozwiać ewentualne wątpliwości co do perspektyw stóp procentowych. Spodziewamy się, że powinno to ponownie schłodzić oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych, odwracając przynajmniej częściowo reakcję rynkową z ostatnich dni. Jak sygnalizowaliśmy w naszym raporcie z 15.01. obecnie nie oczekujemy już podwyżek stóp procentowych w 2018 roku. Naszym zdaniem łagodne nastawienie RPP wskazuje, że pierwszych podwyżek można spodziewać się dopiero w I kw. 2019 roku (w całym 2019 roku spodziewamy się wzrostu stóp o 75 pb).
- W ostatnich dniach wsparciem dla złotego były wypowiedzi premiera Morawieckiego, który w wywiadzie dla Bloomberg TV stwierdził, że powolne umacnianie polskiej waluty nie powinno być szkodliwe dla eksporterów. Jednocześnie szef rządu zasignalizował, że przyjęcie euro nie jest prawdopodobne w przewidywalnej przyszłości. M. Morawiecki wskazał bowiem, że wejście do unii walutowej mogłoby nastąpić dopiero po osiągnięciu konwergencji realnej i wzroście dochodu *per capita* w Polsce do poziomu 80-90% poziomu najbogatszych krajów euro. Naszym zdaniem, traktując ten warunek dosłownie, spełnienie kryterium przyjęcia euro mogłoby trwać kilka dekad, a nie lat.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 18	4,17	3,36	4,69	1,24	1,50	0,00	1,72	0,55	2,50
I KW 19	4,11	3,24	4,57	1,27	1,75	0,00	2,10	0,85	2,70

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy 24.01.2017 r.

Wykres 3. Stopy swap wyraźnie wzrosły, częściowo w reakcji na angielskie tłumaczenie wypowiedzi prezesa NBP A. Glapińskiego



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

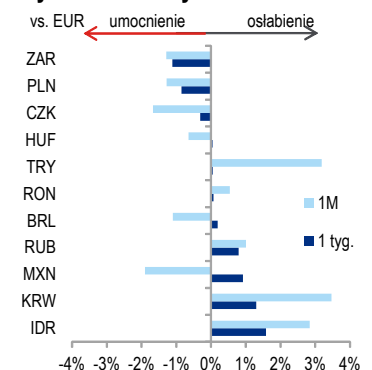
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

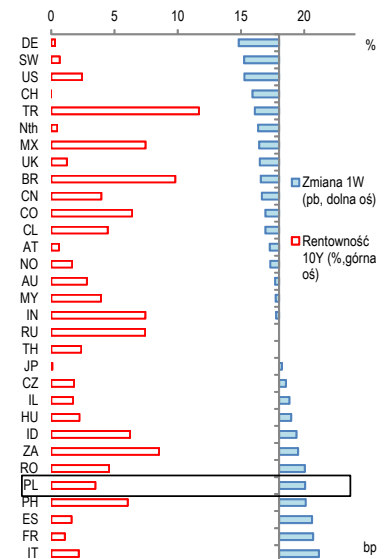
Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 26.01.2018 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 26.01.2018 r.

Źródło: Reuters.

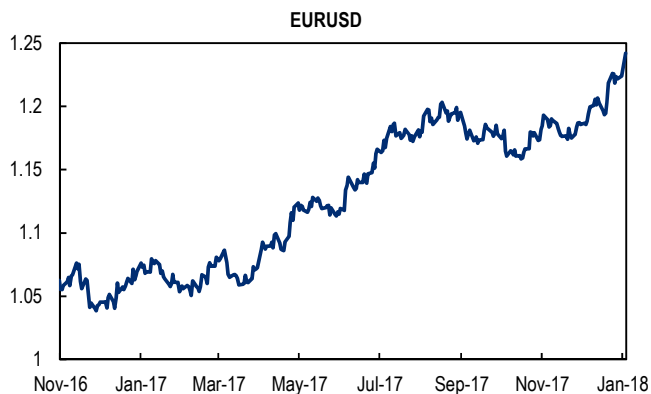
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

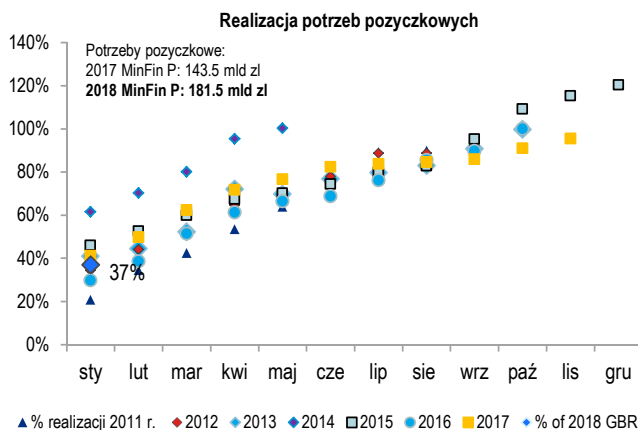
Wykres 4. EBC łagodnie o umocnieniu euro



- EBC utrzymał stopy procentowe i ton komunikatu bez zmian. Prezes M. Draghi powiedział, że umocnienie euro może spowalniać powrót inflacji do celu i należy monitorować zmienność na rynkach walutowych.
- M. Draghi zasugerował również, że rynkowe oczekiwania dotyczące pierwszej podwyżki stóp w połowie 2019 r. są realistyczne, co jest zgodne z naszym bazowym scenariuszem na stopy procentowe w strefie euro. Sądzymy, że najwcześniej w marcu EBC zacznie dyskutować o tym co zrobić z kończącym się we wrześniu programem skupu aktywów.
- Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacji Fed na posiedzeniu w tym tygodniu.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

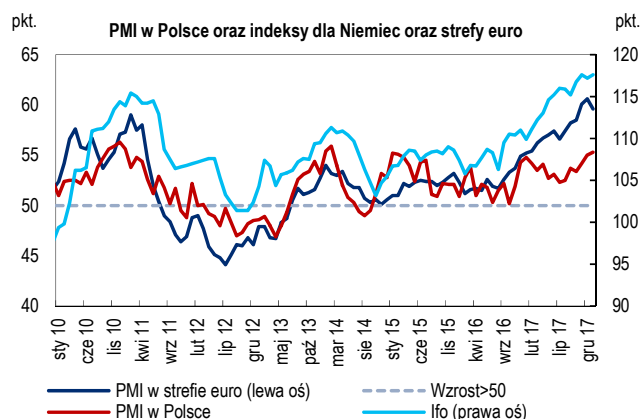
Wykres 5. Wysoki popyt na aukcji długu



- Na ubiegłotygodniowym przetargu Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 7 mld zł, przy popycie sięgającym 10,4 mld zł. Najwyższa relacja popytu do sprzedaży przypadła na obligacje 2-letnie (1,72), choć najwięcej sprzedano obligacji 5-letnich stało- i zmiennokuponowych. W rezultacie po aukcji resort finansów ma sfinansowane 37% potrzeb pożyczkowych na 2018 r. zaplanowanych na ten rok (plan na poziomie 181,5 mld zł).
- Sprzedaż na aukcji była nieco niższa niż zakładaliśmy szczególnie biorąc pod uwagę spora wypłatę z resortu finansów do inwestorów z tytułu zapadalności obligacji zmiennokuponowej 25 stycznia. Sądzymy, że średnio MF będzie sprzedawał 5,5 mld zł obligacji na aukcję i do końca III kw. sfinansuje tegoroczne potrzeby.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Spodziewamy się wzrostu PMI i spadku inflacji w styczniu



- Spodziewamy się także dalszego wzrostu indeksu PMI do 55,3 pkt. z 55 pkt. w grudniu. Wsparciem dla naszej prognozy jest dalszy wzrost indeksu Ifo dla Niemiec.
- Oczekujemy spadku inflacji w styczniu do 2% z 2,1%. Według naszych szacunków wzrost cen żywności był zbliżony do 1% m/m, a wzrost cen paliw wyniósł ok. 0,5%. Zmiany cen w tych dwóch kategoriach przyczyniły się do spadku inflacji w ujęciu rok-do-roku, a tendencja ta prawdopodobnie będzie kontynuowana w lutym. W kolejnych miesiącach inflacja może przekroczyć cel ale w całym roku średnio pozostanie nieco poniżej 2,5%.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 styPONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	XII	0,4	0,3	0,3
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	XII	0,4	0,4	0,6
30 styWTOREK							
10:00	PL	PKB	% r/r	I kw.	4,4	4,5	2,9
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	I	115,6	116,3	116,0
16:00	USA	Wskaźnik zaufania konsumentów	pkt	I	-	123,1	122,1
31 styŚRODA							
02:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	I	-	51,6	51,6
02:00	CN	PMI dla usług	pkt	I	-	55,0	55,0
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	I	-	180,0	250,0
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	I	-	64,5	67,8
20:00	USA	Decyzja Fed	%	I	1,25-1,50	1,25-1,50	1,25-1,50
	PL	Dane o portfelach obligacji inwestorów i podaż obligacji na luty					
1 lutCZWARTEK							
02:45	CN	PMI dla przemysłu Caixin	pkt	I	-	50,6	51,5
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	I	55,3	55,2	55,0
09:30	DE	PMI dla przemysłu	pkt	I	-	61,2	61,2
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	I	60,0	60,6	60,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	230	235	220
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I	-	59,0	59,7
2 lutPIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I	165	172	146
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	4,1	4,1	4,1
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	-	0,6	1,3
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	pkt	I	-	97,1	94,4

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	4,0
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	7,3
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	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	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,73	2,10
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,60	3,23
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,72	3,30
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,25	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,16
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-1,5	-7,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-1,1
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,8	-3,8
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	225,1	264,4
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	223,3	269,3
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	-24,9
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.