

CitiWeekly

Kraina łagodności

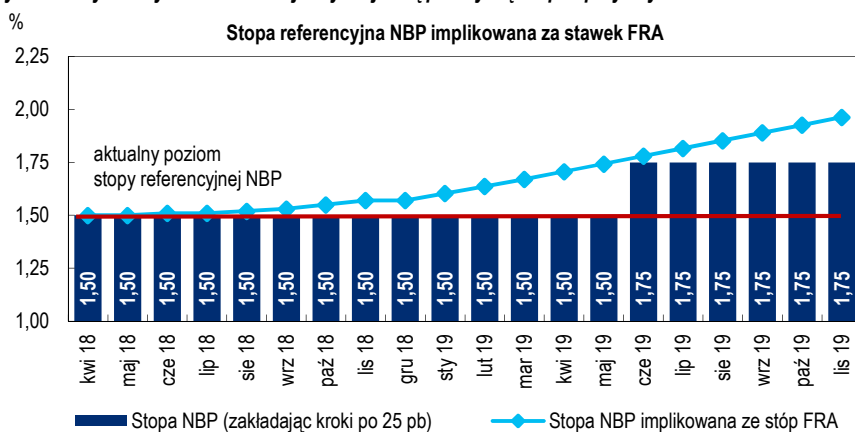
- W opinii większości analityków i komentatorów ubiegłotygodniowe posiedzenie RPP przeszło do historii jako najbardziej „gołębkie” od wielu lat. Ocena ta nie jest jednak związana z decyzjami podjętymi przez RPP, gdyż zgodnie z oczekiwaniami Rada nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna: 1,5%). O łagodności komentarzy przedstawicieli banku centralnego świadczy raczej to, że ich ton został złagodzony pomimo wyników najnowszej projekcji NBP. Prezes Głapiński stwierdził między innymi, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian nie tylko przez najbliższy rok (o tym mówiono od dawna), lecz nawet do końca 2020 roku, o ile spełni się scenariusz zarysowany w projekcji NBP. Deklaracja o stabilizacji stóp aż do 2020 roku włącznie była bardzo „mięka” i trudno ją traktować jako zobowiązanie ze strony NBP, jednak wielu inwestorów zaskoczył sam fakt, że taki scenariusz został otwarcie sformułowany przez szefa banku centralnego. Ponieważ projekcja zakłada średnioroczną inflację na poziomie 2,7% oraz 3% w latach 2019-2020, wypowiedzi te wskazują, że Rada jest gotowa zaakceptować dwa lata inflacji pozostającej powyżej celu.
- Gołębkie wypowiedzi przedstawicieli RPP to bardzo ważny sygnał, którego nie można ignorować. Warto jednak zwrócić uwagę, że były one formułowane w oderwaniu od otoczenia zewnętrznego, a w szczególności od prawdopodobnych zmian stóp przez inne banki centralne. Spodziewamy się do końca przyszłego roku jeszcze sześciu podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych i rozpoczęcia cyklu podwyżek w strefie euro. W takich warunkach utrzymywanie stóp NBP bez zmian może być trudniejsze niż się obecnie wydaje. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że w najbliższych kwartałach RPP pozostanie bardzo gołębka, ale ostatecznie w trakcie 2019 roku – pod wpływem podwyżek za granicą oraz szybszego od przewidywanego wzrostu płac – Rada zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych. Realistyczne wydaje się podniesienie stóp w II połowie 2019 roku łącznie o 50pb oraz o kolejne 50 pb w 2020 roku (wcześniej dopuszczaliśmy możliwość 50-75pb w 2019 r.).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/zł	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,08	3,24	4,69	1,26	1,50	0,00	1,72	0,65	2,50
I KW 19	4,04	3,06	4,59	1,32	1,50	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 FX z dnia 16.02.2017 r., pozostałe prognozy z dnia 21.02.2017 r.

Wykres 3. Rynek wycenia obecnie już tylko jedną podwyżkę stóp w przyszłym roku.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

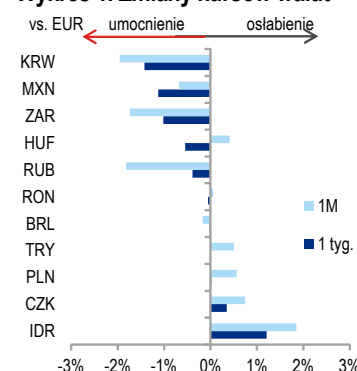
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

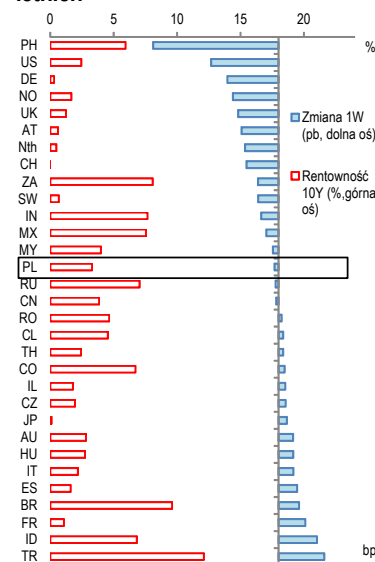
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 9.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

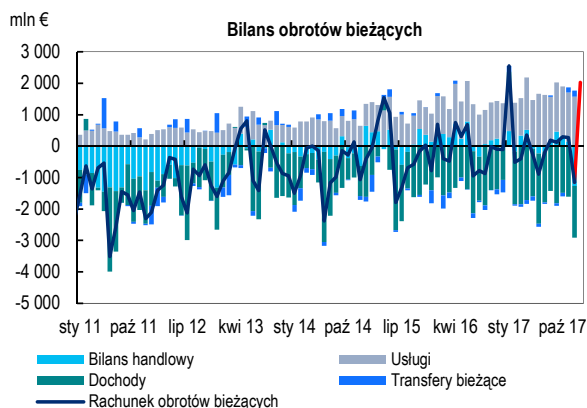
Wykres 4. Oczekujemy spadku inflacji do 1,7%

Projekcje NBP	PKB (% r/r)			Inflacja (% r/r)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
marzec-18	4,2	3,8	3,6	2,1	2,7	3,0
listopad-17	3,6	3,3		2,3	2,7	
lipiec-17	3,5	3,0		2,0	2,5	

- Według naszych prognoz inflacja spadła w lutym do 1,7% r/r z 1,9%. Naszym zdaniem przyczynił się do tego spadek cen paliw oraz niższa dynamika cen żywności w porównaniu do ubiegłego roku. GUS opublikuje nowe wagi w koszyku CPI, co naszym zdaniem stwarza ryzyko w dół dla naszej prognozy za luty oraz dla styczniowego odczytu. W kolejnych miesiącach oczekujemy wyższej inflacji, ale nie sądzimy, aby trwale i wyraźnie przekroczyła cel inflacyjny. Sądzimy, że rosnąca inflacja netto będzie równoważona przez spadające cen paliw.
- Spodziewamy się także lekkiego spowolnienia wzrostu płac do 6,9% z 7,3% oraz przyspieszenia zatrudnienia do 3,9% z 3,8%. Warunki na rynku pracy będą sprzyjać wysokiej dynamice płac i dalszemu spadkowi stopy bezrobocia.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

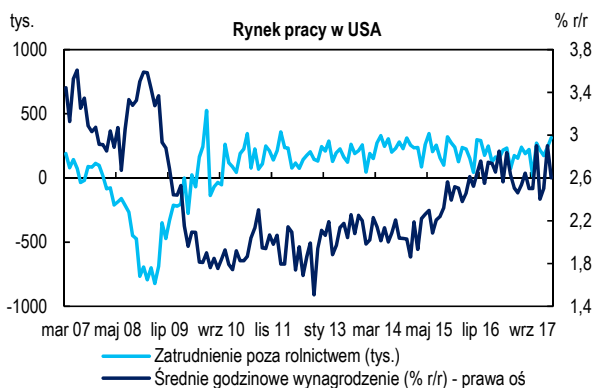
Wykres 5. Oczekujemy wyraźnej poprawy w bilansie obrotów bieżących



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy znacznej poprawy w bilansie obrotów bieżących do ponad 2 mld EUR nadwyżki wobec ponad 1 mld EUR deficytu w marcu. Na tak znaczną poprawę wpływ miało przede wszystkim ożywienie w eksporcie przy mniejszym przyspieszeniu importu, który był zawyżony przez jednorazowe czynniki w grudniu.
- Jednocześnie zdecydowanie wzrósł napływ środków unijnych na rachunek dochodów pierwotnych - o ok. 2 mld EUR w porównaniu do grudnia. W związku z tym, że w styczniu 2017 r. zanotowano jeszcze wyższą nadwyżkę to sądzimy, że skumulowane saldo za 12 miesięcy nieznacznie się pogorszyło i spadło nieznacznie poniżej zera.

Wykres 6. Mocne dane z rynku pracy w USA i lekka korekta komunikatu EBC



Źródło: MF, Citi Handlowy

- W minionym tygodniu EBC wyeliminował ze swojego komunikatu odniesienie do możliwego zwiększenia zakupów aktywów. Teoretycznie jest to zaostrzenie tonu komentarza, jednak w praktyce zmiana ta oznacza tylko dostosowania komunikatu do rzeczywistości. Oczekujemy, że w najbliższym czasie EBC pozostanie bardzo ostrożne, a na pierwszą podwyżkę zdecyduje się dopiero w trakcie 2019 r.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA wzrosło w lutym o 313 tys., tj. najmocniej od 1,5 roku, wobec zrewidowanych w górę 239 tys. w styczniu. Taki wynik był wyraźnie powyżej oczekiwanej stabilizacji na poziomie 200 tys. Jednocześnie stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,1%, wobec oczekiwanego spadku do 4%. Tymczasem wzrost wynagrodzeń rozczarował i wyniósł jedynie 0,1% m/m (2,6% r/r) wobec oczekiwanych 0,2% (2,8% r/r).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 mar	PONIEDZIAŁEK						
9:00	PL	Raport o inflacji					
13 mar	WTOREK						
13:30	USA	Inflacja	% m/m	II	0,2	0,1	0,5
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0,2	0,2	0,3
14 mar	ŚRODA						
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	I	-0,6	--	0,4
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,6	0,3	-0,3
15 mar	CZWARTEK						
10:00	PL	Inflacja	% r/r	II	1,7	1,7	1,9
12:00	PL	Aukcja obligacji					
13:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	III	--	15,5	13,1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	#N/D!	--	228,0	231,0
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	23,0	25,8
16 mar	PIĄTEK						
10:00	PL	Płace	% r/r	II	6,9	7,2	7,3
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	3,9	3,7	3,8
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	II	1,7	--	1,3
13:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	II	1300	1275	1326
13:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	II	1386	1310	1396
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mIn €	I	2027	624	-1152
14:00	PL	Eksport	mIn €	I	17386	17065	15232
14:00	PL	Import	mIn €	I	17309	17110	16500
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	1,0	1,0	0,9
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0,6	0,3	-0,1
15:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	III	99,0	99,5	99,7

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	469	523	655	750
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,970	2,100	2,232
PKB per capita (USD)	12,994	13,622	14,199	12,417	12,215	13,615	17,111	19,589
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	2,9	4,6	4,0	3,3
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,4	7,0	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,2	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,0	3,1
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,4	7,7	8,8	7,2	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,4	8,7	5,9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	2,0	2,7
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,1	2,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,7	7,3	7,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,65	2,40
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,70	4,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,14	2,88
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,24	3,01
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,05	4,01
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,07	4,02
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,8	-3,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	103,0	111,0	120,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,5	-0,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,2	49,0	47,5

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 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 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.