

CitiWeekly

Śpiąca hydra

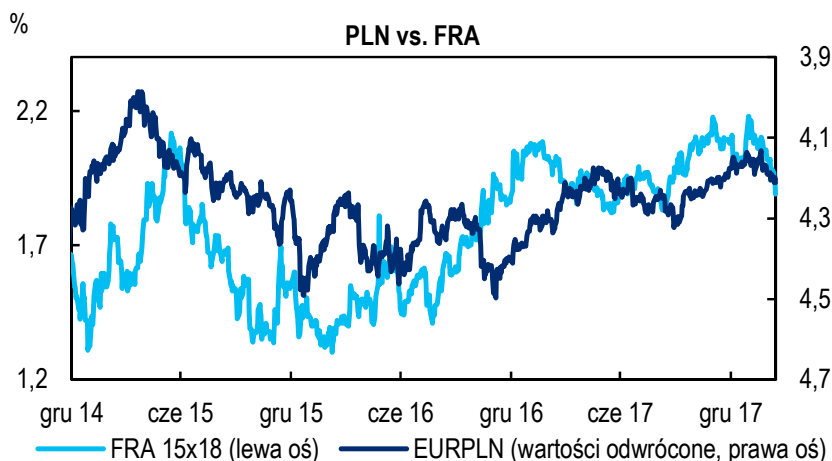
- Początek roku miał przynieść zauważalny spadek inflacji i tak rzeczywiście się stało, jednak skala tego spadku zdecydowanie przekroczyła nasze i rynkowe oczekiwania. W lutym ceny wzrosły tylko o 1,4% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, wobec 1,9% w styczniu oraz naszych prognoz na poziomie 1,7%. Niespodzianka ta w dwóch trzecich była związana z niższymi od prognozowanych cenami żywności oraz transportu. Odwrócenie wcześniejszych wzrostów cen jaj oraz masła (w obu przypadkach spadki o ok. 3% m/m) oraz spadek cen cukru (o niemal 9%) miały istotny wpływ na ten wynik. Jednocześnie spadek inflacji bazowej był przede wszystkim efektem obniżek cen usług komunikacyjnych.
- Najnowsza publikacja inflacji oznacza, że inflacja w 2018 roku prawdopodobnie będzie niższa o 0,2-0,3 pkt. proc. niż wcześniej zakładaliśmy. Jednocześnie luty najprawdopodobniej stanowił lokalne minimum inflacji i w kolejnych miesiącach wskaźnik CPI będzie rosnąć. Jeżeli tegoroczne zbiory nie zaskoczą nadmiernie, inflacja powinna w 2018 roku utrzymać się poniżej celu Rady Polityki Pieniężnej, a na zakończenie roku może wynieść około 1,8% r/r.
- W świetle powyższych danych obawy o możliwości przebudzenia przysłowiowej hydry inflacji wydają się nieuzasadnione, przynajmniej w najbliższym (czyli najważniejszym dla uczestników rynku) horyzoncie. Niemniej fakt, że niska dynamika cen paliw i żywności obniża wskaźnik CPI niewiele zmienia w ogólnej ocenie presji inflacyjnej. Tak jak już wcześniej sygnalizowaliśmy w naszych raportach, niskiemu wskaźnikowi CPI będzie towarzyszyć wzrost inflacji bazowej do około poziomu 2% w grudniu 2018 r. Dla RPP większe znaczenie ma jednak inflacja CPI niż bazowa i dlatego oczekujemy, że w najbliższym czasie Rada będzie się trzymać swojej bardzo łagodnej retoryki i możliwe, że będzie wciąż zaskakiwać uczestników rynku swoją łagodnością. Pierwszej podwyżki spodziewamy się najwcześniej w III kwartale 2019 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 18	4,18	3,37	4,75	1,24	1,50	0,00	1,70	0,65	2,50
I KW 19	4,09	3,12	4,65	1,31	1,50	0,00	1,72	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 16.03.2017 r., pozostałe prognozy z dnia 21.02.2017 r.

Wykres 3. Niższa inflacja i gołębia RPP mogą osłabić pozytywny trend złotego, choć wciąż oczekujemy umocnienia w kolejnych kwartałach.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

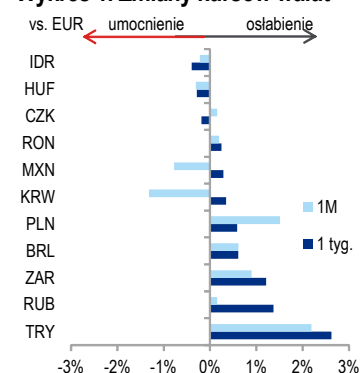
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

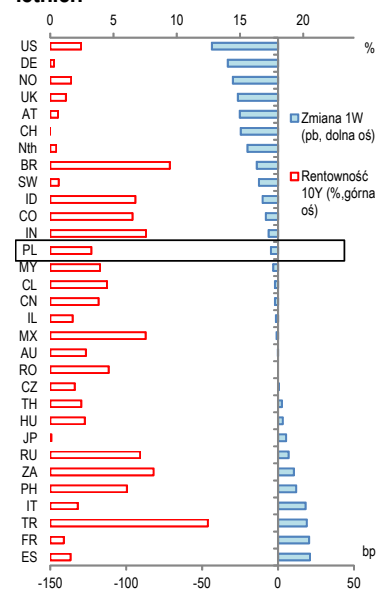
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 16.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

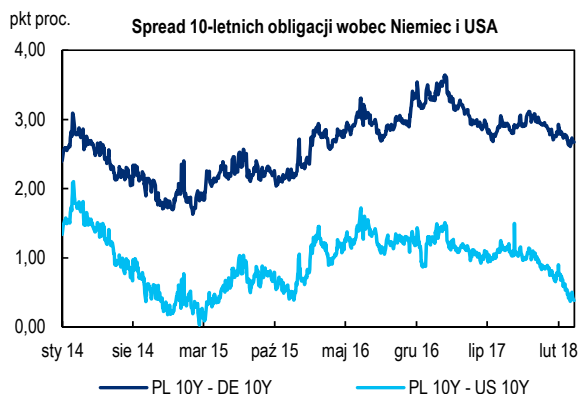


Według stanu na dzień 16.03.2018 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

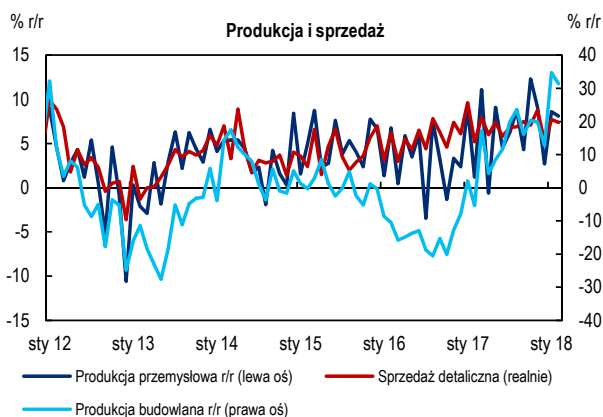
Wykres 4. Fed podwyższy stopy o 25 pb



- W tym tygodniu Fed najprawdopodobniej zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych. Taki ruch jest wyceniony przez rynek, a bardziej interesujący będzie aktualizacja wykresu kropkowego podsumowującego oczekiwania co do podwyżek stóp przez członków FOMC. Oczekujemy, że mediana wciąż będzie wskazywać na 3 podwyżki stóp w 2018 r., ale możliwe jest podwyższenie mediany za 2019 r.
- Na ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów sprzedał 5,3 mld zł. Wsparciem dla wyników aukcji i rynku długu był niski odczyt inflacji. Po aukcji resort finansów ma zrealizowane 49% potrzeb pożyczkowych. Sądzymy, że niska inflacja i gołębia RPP może utrzymywać niskie rentowności, ale dalszy wzrost stóp w USA i podwyżki stóp przez EBC mogą wyrzucić presję na krajowy rynek.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

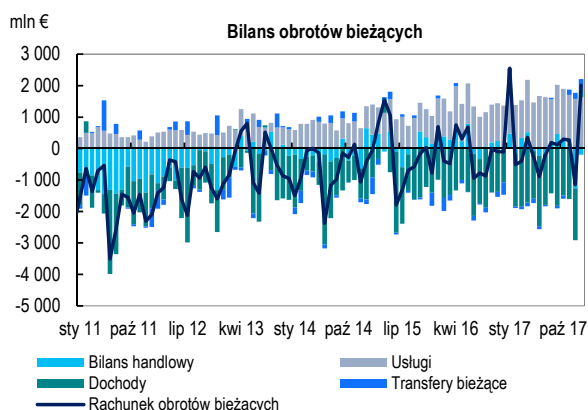
Wykres 5. Produkcja spowolniła w lutym



- Produkcja przemysłowa spowolniła do 7,4% z 8,6% i była niższa od naszego szacunku oraz mediany prognoz rynkowych na poziomie 8,1%. Ponadto wzrost produkcji budowlanej spowolnił do 31,4% z 34,5% w styczniu, co było powyżej zarówno konsensusu na poziomie 28,1% oraz naszej prognozy 30,5%.
- Pomimo lekkiego spowolnienia dane pozostały stosunkowo mocne. Wzrost produkcji będzie wspierany przez mocny popyt krajowy i korzystne otoczenie zewnętrzne, które wspiera popyt na polski eksport. Dobre dane z sektora budowlanego są dobrym sygnałem odnośnie inwestycji w I kw. i produkcja budowlana będzie dalej wspierana przez napływ środków unijnych.
- Oczekujemy także niewielkiego spowolnienia sprzedaży w lutym, która w tym roku będzie cały czas wspierana przez rynek pracy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Płace lekko spowolniły, ale warunki na rynku pracy sprzyjają dalszemu narastaniu presji płacowej



- Wzrost płac spowolnił w lutym do 6,8% z 7,3% i był poniżej oczekiwań rynkowych (7%) oraz naszej prognozy (6,9%). Jednocześnie wzrost zatrudnienia spowolnił do 3,7% z 3,8% wobec oczekiwanej przez rynek stabilizacji i spodziewanego przez nas lekkiego przyspieszenia. W kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu dynamiki płac i spadku stopy bezrobocia przy utrzymaniu problemów pracodawców ze znalezieniem pracowników. To może też skutkować wolniejszym wzrostem zatrudnienia.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami bilans obrotów bieżących poprawił się do ok. 2 mld € z ok. -1 mld €. Taki wynik był możliwy dzięki większemu przyspieszeniu eksportu do 10,5% r/r z 2,1% niż importu do 15,4% z 10,9% oraz napływie dodatkowych ok. 2 mld € na rachunek transferów pierwotnych.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
19 mar	PONIEDZIAŁEK						
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	8,1	8,1	8,6
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	30,5	28,1	34,5
20 mar	WTOREK						
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	8,0	13,1	17,8
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	III	0,5	0,0	0,1
21 mar	ŚRODA						
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	II	7,4	7,6	7,7
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	II	5,32	5,40	5,38
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	1,75	1,75	1,50
22 mar	CZWARTEK						
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	58,9	59,8	60,6
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	III	54,5	55,0	55,3
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	58,8	58,1	58,6
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt	III	55,9	56,0	56,2
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	III	114,2	114,7	115,4
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	III	0,5	0,5	0,5
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	230	226
23 mar	PIĄTEK						
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	2,0	1,6	-3,6
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	II	630	620	593

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	1,8	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,9	2,7
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.