

CitiWeekly

Inflacja wspiera gołębi ton RPP

- Choć wydawało się, że inflacja - po zaskakująco niskim odczycie za luty - niżej spadać już nie powinna, w marcu obniżyła się ona jednak do 1,3%. Dokładne rozbięcie danych inflacyjnych poznamy dopiero w rozpoczynającym się tygodniu, ale nasze szacunki sugerują, że spadek w znacznym stopniu wynikał z obniżenia inflacji bazowej (do około 0,5-0,6% r/r). Spadek inflacji bazowej w sytuacji silnego wzrostu gospodarczego oraz rosnącej presji płacowej to zaskakująca mieszanka, nawet biorąc pod uwagę relatywnie silnego złotego. Część komentatorów i uczestników rynku zadaje sobie pytanie, czy obecny poziom stóp procentowych nie jest za wysoki dla polskiej gospodarki. Jeżeli jednak – jak przypuszczamy – spadek inflacji bazowej był częściowo efektem zmiany listy leków refundowanych (a więc decyzji administracyjnych) lub zmian w doborze poszczególnych kategorii odzieży i obuwi w koszyku GUS (zmiana metodologiczna/statystyczna), dane o CPI nie powinny nic zmieniać w ocenie adekwatności obecnego poziomu stóp procentowych.
- Niespodzianka inflacyjna za marzec obniża ścieżkę inflacji w dalszej części roku. Z oczywistych względów tegoroczne zbiory oraz zmiany cen ropy naftowej mogą wpłynąć na wskaźnik CPI w kolejnych miesiącach, ale przyjmując nasz podstawowy scenariusz spodziewamy się, że inflacja w najbliższych miesiącach wzrośnie w okolice 1,9%, a następnie na koniec roku ponownie obniży się do około 1,4%.
- Rada Polityki Pieniężnej będzie miała okazję odnieść się do danych inflacyjnych już w najbliższą środę, po zakończeniu kwietniowego posiedzenia RPP. Podobnie jak konsensus rynkowy nie spodziewamy się na najbliższym posiedzeniu zmian stóp procentowych. Kluczowy jednak będzie wydźwięk komunikatu władz monetarnych oraz wypowiedzi przewodniczącego RPP. Jeszcze przed publikacją danych o CPI spodziewaliśmy się gołębiego komunikatu, a najnowsze dane nas tylko utwierdzają w tym przeświadczeniu. Rada zapewne będzie starała się schłodzić jakiekolwiek oczekiwania na podwyżki stóp i znajdzie to odzwierciedlenie w oficjalnych wypowiedziach członków RPP.

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	2,75
I KW 19	4,09	3,12	4,65	1,31	1,50	0,00	1,72	0,85	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 16.03.2017 r., pozostałe prognozy z dnia 21.03.2017 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

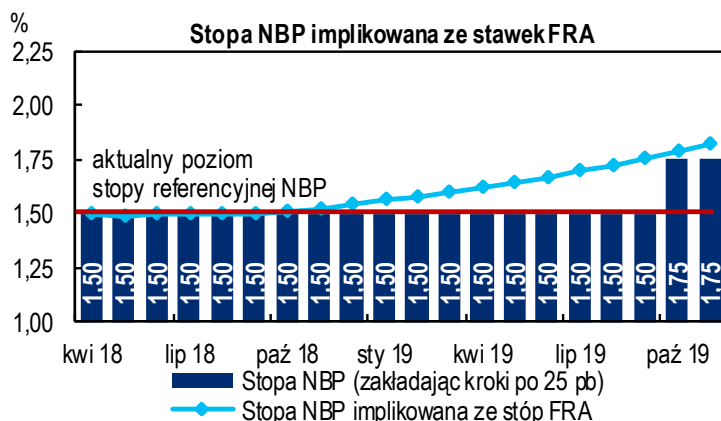
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

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

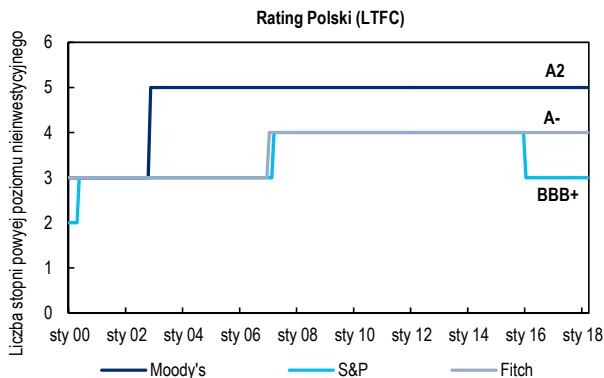
Wykres 1. Wykres z inflacją lub co wyceniają FRAsy (aktualny wykres z czwartku) lub rentowności obligacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Tydzień w wykresach

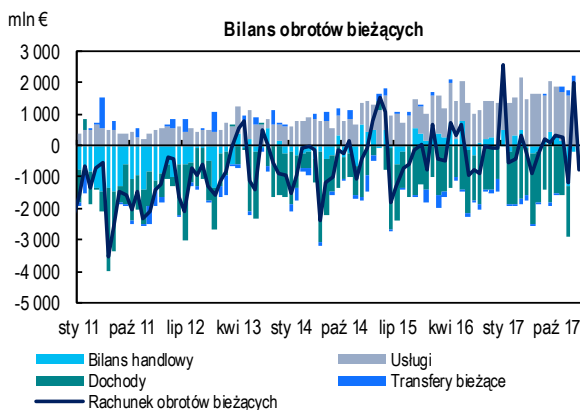
Wykres 2. Szansa na bardziej pozytywne komentarze agencji ratingowych



- Po publikacji przez GUS niższych od oczekiwań danych o deficycie i długu za 2017 r. agencja Moody's zrewidowała swoje prognozy długu publicznego do 49% PKB w 2019 roku. Naszym zdaniem prawdopodobny jest nawet spadek długu poniżej tego poziomu, szczególnie biorąc pod uwagę wysokie tempo wzrostu nominalnego PKB.
- Na najbliższy piątek (13 kwietnia) przegląd ratingu Polski zaplanowała agencja S&P. Nie spodziewamy się zmiany ratingu. Jeżeli jednak agencja opublikuje pełen raport, prawdopodobnie ton komentarzy na temat Polski będzie bardziej pozytywny niż w minionych latach (w związku z poprawą wskaźnika długu zagranicznego, długu publicznego oraz stopniowego łagodzenia sporu na linii Warszawa-Bruksela).

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

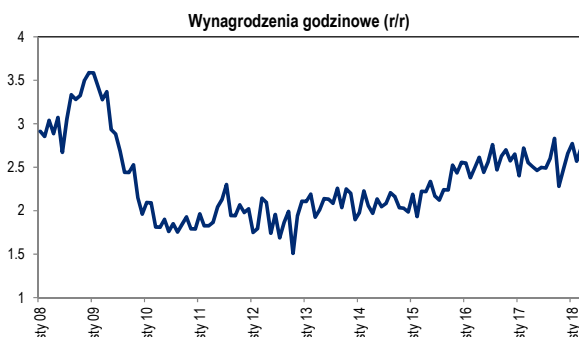
Wykres 3. Deficyt w rachunku bieżącym wzrośnie



- Oczekujemy, że piątkowe dane o bilansie płatniczym pokażą pogorszenie salda obrotów bieżących do -765 mln euro w lutym z +2mld zł w styczniu. Tym samym zakładamy większy deficyt niż prognoza konsensusu rynkowego.
- Pogorszenie w rachunku bieżącym było prawdopodobnie związane z mniejszym napływem funduszy unijnych oraz pogorszeniem salda handlu zagranicznego. Spodziewamy się spowolnienia eksportu do 9,7% r/r (z 13,2%) oraz importu do 10,5% (wobec 15,4%).

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 4. Rozczarowujące dane o liczbie zatrudnionych



- Dane z amerykańskiego rynku pracy rozczarowały. Liczba osób zatrudnionych poza rolnictwem wzrosła w marcu o 103 tys., wobec prognoz sięgających około 180 tys. Niemniej spadek ten nastąpił po zdecydowanie lepszych od oczekiwań danych za luty (dodatkowo skorygowanych w górę do 326 tys.).
- Kluczowy element danych, a mianowicie wzrost wynagrodzeń, okazał się zgodny z oczekiwaniami. Płace wzrosły bowiem o 2,7% r/r i 0,3% m/m.
- W reakcji na dane dolar stracił na wartości, a rentowności US Treasuries spadły.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 kwi PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	II	0.7	0.2	-0.5
10 kwi WTOREK 1.1							
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	II	--	0.7	0.7
11 kwi ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	III	--	2.5	2.9
	PL	Decyzja RPP	%	IV	1.5	1.50	1.50
14:30	USA	Inflacja	% m/m	III	--	0.0	0.2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	III	--	0.2	0.2
12 kwi CZWARTEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-0.2	0.1	-1.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	230.0	242
13 kwi PIĄTEK							
04:00	CN	Eksport	% r/r	II	--	--	--
10:00	PL	Inflacja	% r/r	III	1.3	1.3	1.4
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	II	-765	-355	2005
14:00	PL	Eksport	mln EUR	II	16863	16700	16852
14:00	PL	Import	mln EUR	II	17581	17221	17057
16:00	USA	Indeks nastrojów konsumentów Michigan	pkt	II	--	101.0	101.4
	PL	Przegląd ratingu przez S&P					

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	657	754
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 851	1 970	2 104	2 243
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 199	12 417	12 215	13 617	17 142	19 683
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	1,4	3,3	3,8	2,9	4,6	4,2	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	5,2	7,5	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,3	3,8	3,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,2	3,5
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	6,7	7,3	6,4
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,9	7,7	8,7	7,0
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	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,4	4,5	7,6	7,4	4,9	5,4	7,0	7,9
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	2,19
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,50	3,80
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,20	2,94
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,74	3,28	3,05
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,10	4,06
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	-1,5	-1,6	-2,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,6	0,1	-0,1	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,2	46,7	44,9

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.