CitiWeekly

Złoty lepszy niż forint

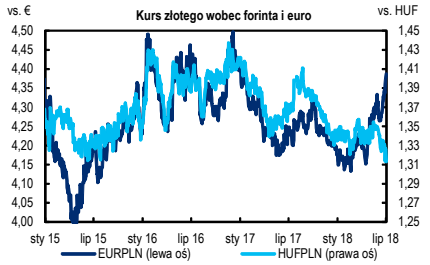
- Złoty, podobnie jak inne waluty gospodarek wschodzących, wciąż traci na wartości i to pomimo wyhamowania aprecjacyjnego trendu dolara. Od połowy kwietnia złoty osłabił się o 5,7% wobec euro i na tle innych głównych walut EM plasuje się w środku stawki jeśli chodzi o skalę zanotowanych strat zarówno w okresie od początku roku, jak i w ostatnim miesiącu oraz tygodniu. Sugeruje to, że złoty nie wyróżnia się szczególnie spośród grupy walut EM i można powiedzieć, że jest ofiarą globalnego trendu, szczególnie w konktekście wciąż bardzo dobrych danych z krajowej gospodarki.
- Polityka pieniężna może mieć również wpływ na wartość złotego wobec głównych walut. Choć - jak podkreślają członkowie RPP - stopy procentowe w Polsce są na wyższym poziomie niż w innych krajach Europy Środkowej oraz zdecydowanie powyżej stóp w strefie euro, to istotna część banków centralnych zacieśnia politykę pieniężną. W USA stopa Fed już obecnie jest wyższa niż w Polsce i najprawdopodobniej będzie rosnąć. Przedstawiciele EBC brzmieli ostatnio „gołębio", ale nie zmienia to faktu, że zapowiedzieli zacieśnienie polityki pieniężnej poprzez zakończenie programu skupu aktywów w tym roku i prawdopodobne podwyżki stóp procentowych w II poł. 2019 roku. Z kolei banki centralne w Czechach i w Rumunii już rozpoczęły cykl podwyżek stóp. Jedynym bankiem, do którego często porównywany jest NBP i który prowadzi jeszcze łagodniejszą politykę pieniężną jest węgierski bank centralny.
- Co ciekawe na początku czerwca implikowana zmienność złotego wobec euro spadła poniżej zmienności dla forinta po raz pierwszy od końca 2015 r. Trend umocnienia złotego wobec forinta trwa od końca 2016 r., a ostatni ruch od końca maja doprowadził złotego do najmocniejszych poziomów od 2015 r. W rezultacie złoty nie jest już najbardziej zmienną walutą regionu i stracił w ostatniej fali osłabienia wobec euro i dolara mniej niż forint. Możliwe, że w najbliższym czasie dojdzie do pokonania historycznego wsparcia i złoty osiągnie rekordowe mocne poziomy wobec forinta. Spadek zmienności kursu EURPLN wobec EURHUF jest też optymistycznym sygnałem na kolejne miesiące.
- W bazowym scenariuszu oczekujemy odreagowania euro w perspektywie kolejnych miesięcy, co powinno sprzyjać także odreagowaniu złotego wobec głównych walut.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

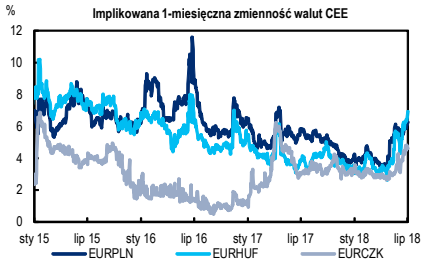
	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 18	4,25	3,63	4,83	1,17	1,50	-0,40	1,70	0,60	2,65
III KW 19	4,16	3,23	4,67	1,29	1,50	-0,25	1,74	0,85	2,80

Źródło:Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 18.06.18 r. pozostałe prognozy z dnia 20.06.2018 r.

Wykres 3. Mimo fali osłabienia walut EM złoty umocnił się do forinta blisko historycznie mocnych poziomów



Wykres 4. Zmienność złotego spadła poniżej zmienności forinta po raz pierwszy od końca 2015 r.

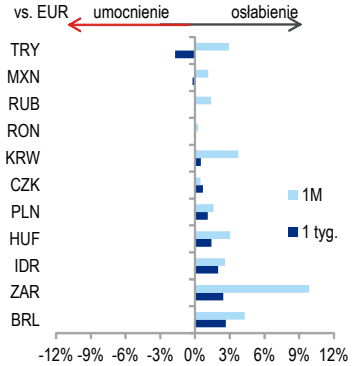


Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

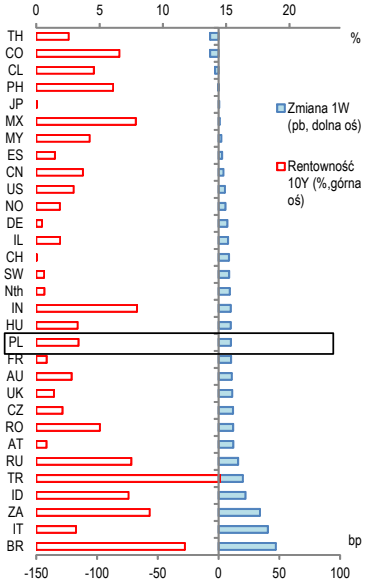
Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



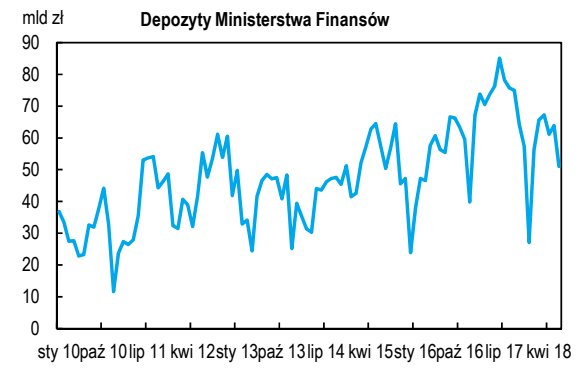
Według stanu na dzień 29.06.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści **Nr str.**

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

Tydzień w wykresach

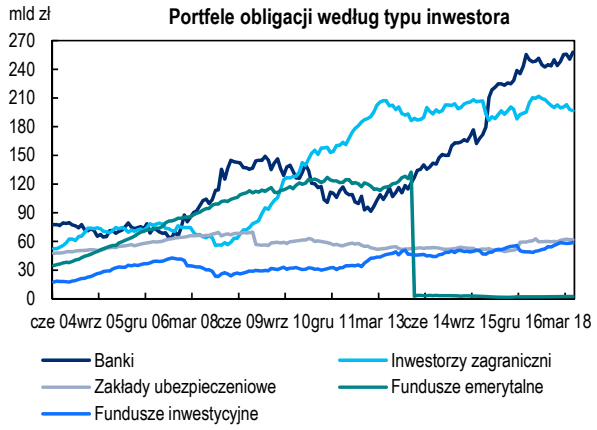
Wykres 2. Resort finansów odwołuje aukcję długu



- W minionym tygodniu resort finansów odwołał aukcję obligacji, choć już wcześniej zapowiedział, że podaż miała być niska (0-3 mld zł) i uzależniona od sytuacji rynkowej. Elastyczne podejście MF zapewnia wysoki poziom depozytów (51 mld zł na koniec czerwca) oraz wysoki stopień finansowania potrzeb pożyczkowych (60-65%).
- Resort finansów podał także plan podaży obligacji na III kw. w wysokości 8-18 mld zł na aukcjach podstawowych (w tym w lipcu 4-8 mld zł) i 2-3 przetargi zamiany, nieco poniżej pierwotnego planu na II kw. 15-25 mld zł i faktycznej sprzedaży na poziomie ok. 21 mld zł. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami emisja obligacji wzrośnie w dalszej części roku.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

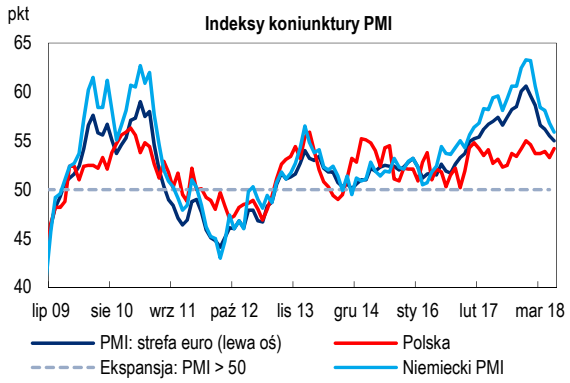
Wykres 3. Inwestorzy zagraniczni ograniczają portfele krajowych obligacji



- Według informacji Ministerstwa Finansów w maju to przede wszystkim krajowe banki kupowały krajowe obligacje (+7,4 mld zł), podczas gdy inwestorzy zagraniczni zmniejszyli swoje portfele o ok. 1 mld zł.
- Jednocześnie w dalszym ciągu pozycje ograniczali inwestorzy z USA - o kolejny 1 mld zł w stosunku do kwietnia oraz 3,7 mld zł w stosunku do końca ubiegłego roku. W obliczu bardzo niskiego spreadu polskich obligacji krajowych do amerykańskich, naszym zdaniem można oczekiwać kontynuacji tego trendu. Pozycje w ostatnich miesiącach zwiększali za to inwestorzy z Wielkiej Brytanii, Holandii i Francji.
- Wśród inwestorów zagranicznych jedyną grupą, która zwiększyła zangażowanie w krajowy dług w maju były banki.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 4. PMI zaskakuje w górę, a inflacja ponownie w dół



- Indeks wyprzedzający koniunktury PMI nieoczekiwanie wzrósł w czerwcu do 54,2 z 53,3 wobec konsensusu rynkowego na poziomie 53,1 i naszego szacunku 52,9. Wzrost indeksu nastąpił mimo spadku analogicznych indeksów dla strefy euro i Niemiec. PMI osiągnął w czerwcu najwyższy poziom od stycznia przy najszybszym wzroście zatrudnienia od kwietnia 2017 r., wzroście indeksu produkcji i nowych zamówień. Ponadto wzmocnieniu uległy presje cenowe, a średni wzrost kosztów produkcji w przemyśle osiągnął najwyższy poziom od kwietnia 2011 roku.
- Wstępny odczyt inflacji GUS za czerwiec pokazał jej wzrost do 1,9% r/r z 1,7%, wobec naszych i rynkowych oczekiwań na poziomie 2,0%. Niższa od naszych oczekiwań okazała sie dynamika cen żywności (-0,2% m/m). Pełne rozbicie danych zostanie opublikowane 13 lipca.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 lip		**PONIEDZIAŁEK**					
09:00	**PL**	**PMI dla przemysłu**	**pkt**	**VI**	**52,9**	**53,1**	**53,3**
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	VI	--	55,9	55,9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	VI	55,0	55,0	55,5
10:00	**PL**	**Inflacja**	**%**	**VI**	**2,0**	**2,0**	**1,7**
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	59,0	58,1	58,7
3 lip		**WTOREK**					
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0,2	0,1	0,1
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	--	0,0	-0,8
4 lip		**ŚRODA**					
	USA	Dzień Niepodległości					
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VI	--	53,9	53,9
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	VI	54,8	55,0	55,0
5 lip		**CZWARTEK**					
08:00	EUR	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	2,8	1,0	-2,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VI	--	180	178
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	221	227
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	58,7	58,2	58,6
20:00	USA	Minutes FOMC					
6 lip		**PIĄTEK**					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m		0,7	0,3	-1,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	190	185	223
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	3,8	3,8	3,8

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	471	526	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
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	3,0	4,6	4,7	3,9
Inwestycje (%, r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	7,6	6,0
Spożycie ogółem (%, r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,0	3,7
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,4	3,8
Eksport (%, r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (%, r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,7	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,6
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)	2,42	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	1,50
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,65	1,64	1,87
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	3,55	3,11
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,47	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,22	4,14
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,20	4,14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
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	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-1,7	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	-0,2	-0,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,0	45,6

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. Jakiekolwiek 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 tożsamych bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuję w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzy rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakikolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzy rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedniości 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.