

CitiWeekly

Rada nie zaskoczy?

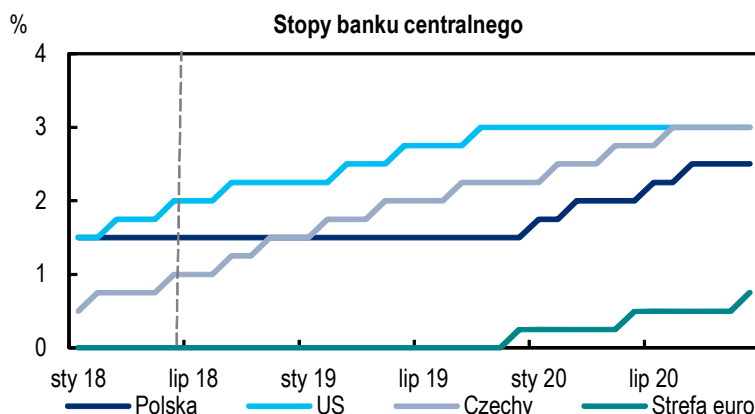
- Środowa decyzja Rady Polityki Pieniężnej ma szansę przykuć uwagę uczestników rynku. Po pierwsze dlatego, że bank centralny przedstawi swoją nową projekcję inflacyjną. Po drugie, część inwestorów będzie chciała ocenić na ile osłabienie złotego oraz bardziej jastrzębi zwrot w polityce banków w regionie (podwyżka w Czechach; Węgry porzucający łagodną retorykę) wpłynie na RPP. Naszym zdaniem osoby liczące na istotne zmiany w polskiej polityce pieniężnej mogą być rozczarowane.
- Spodziewamy się, że w lipcu stopy procentowe pozostaną bez zmian (stopa referencyjna: 1,5%), a przedstawiciele RPP po raz kolejny zasygnalizują zamiar stabilizacji stóp przez dłuższy czas – najprawdopodobniej do końca 2019 r. Po pierwsze, jeżeli chodzi o zaostrenie tonu przez banki centralne w regionie, najprawdopodobniej członkowie RPP będą argumentować, że stopy procentowe w Polsce są i tak wyższe niż w Czechach i dlatego podwyżki mogą być odłożone w czasie (w rzeczywistości spread stóp rynkowych jest na historycznie niskim poziomie w porównaniu z Czechami, strefą euro i nawet Węgrami). Po drugie, RPP zazwyczaj w swoich decyzjach stara się nie kierować wahaniami kursu złotego i dlatego przypuszczamy, że ostatnie osłabienie PLN nie powinno silnie wpływać na ton wypowiedzi Rady. Wreszcie po trzecie, ostatnie dane o inflacji zaskoczyły w dół, a nowa projekcja inflacyjna zapewne zostanie zauważalnie obniżona (o około 0,3 pp w 2018 r.), co powinno przedstawicielom RPP dać większy komfort w odsuwaniu momentu pierwszych podwyżek. Biorąc to wszystko pod uwagę oczekujemy, że lipcowe posiedzenie ostatecznie nie przyniesie dużych zmian w retoryce RPP.
- Jeżeli chodzi o nasz scenariusz stóp procentowych na kolejne miesiące, spodziewamy się, że pozostaną one na dotychczasowym poziomie nie tylko w 2018 roku, ale prawdopodobnie również w 2019 r. Aby doszło do wcześniejszych podwyżek RPP musiałaby zostać zaskoczona przez większy od prognoz wzrost inflacji w kraju (zapewne powyżej 3%) lub przez szybsze podwyżki stóp procentowych przez EBC. Niemniej wypowiedzi przedstawicieli Europejskiego Banku Centralnego po ostatnim posiedzeniu sugerują jednak, że ten scenariusz jest obecnie mało prawdopodobny.

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. Oczekujemy, że RPP zaczeka z podwyżkami stóp na ruchy EBC



Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

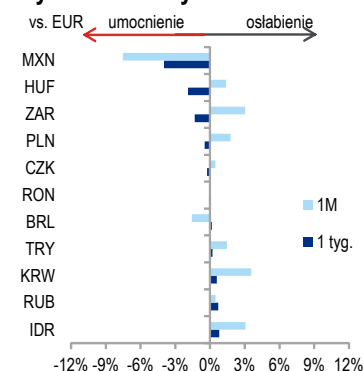
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

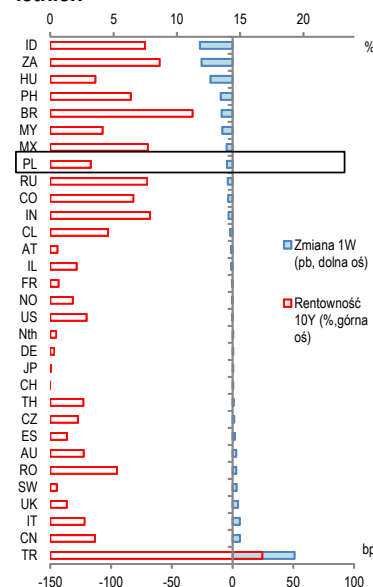
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 6.07.2018 r.

Źródło: Reuters.

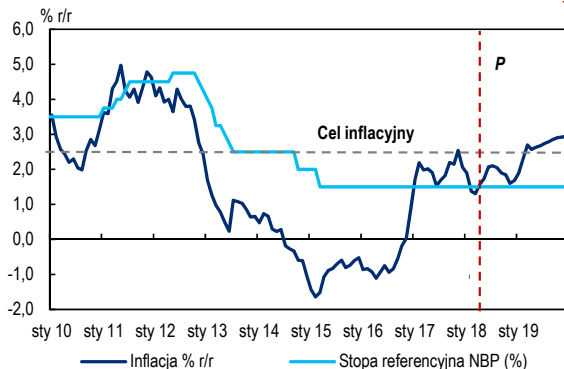
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

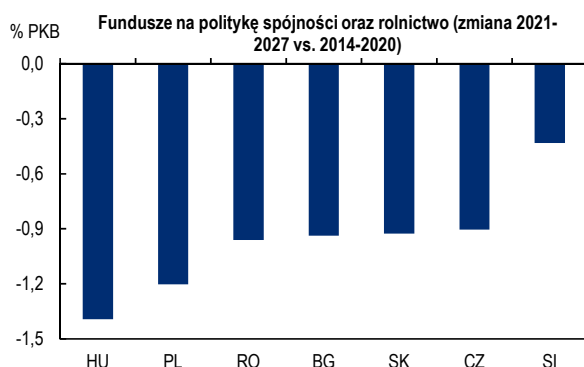
Wykres 4. GUS poda szczegóły inflacji za czerwiec



- Pod koniec tygodnia GUS poda szczegółowe rozbięcie danych o inflacji za czerwiec. Wstępny odczyt zaskoczył w dół pokazując inflację na poziomie 1,9% przy niższej od naszych założeń dynamice cen żywności.
- Inflacja zaskakuje w dół, a jednocześnie w ostatnim czasie zrewidowaliśmy prognozy PKB w górę. Na podobny ruch zdecydowała się agencja S&P podnosząc szacunek wzrostu dla Polski na 2018 r. do 4,7% i obniżając prognozę inflacji do 1,7% z 2,5%.
- Naszym zdaniem na aukcji w tym tygodniu resort finansów może odkupić obligacje za 5-6 mld zł, w tym także obligacje zapadające w 2019 r., podobnie jak na poprzedniej aukcji zamiany.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

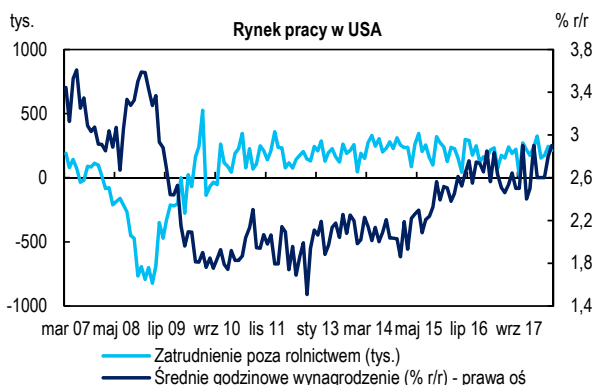
Wykres 5. Komisja Europejska uruchomiła kolejną procedurę przeciw Polsce



- Komisja Europejska wszczęła postępowanie w sprawie naruszenia przez Polskę prawa (*infringement procedure*) w związku ze zmianami w Sądzie Najwyższym.
- Polski rząd ma miesiąc na odpowiedź i po tym terminie Komisja zdecyduje czy sprawa zostanie odesłana do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. W konsekwencji ETS mógłby nałożyć kary finansowe na Polskę, ale nie jest pewne czy taka decyzja sprawi, że polski rząd zmieni w tej kwestii zdanie.
- Bazując na dotychczasowych doświadczeniach Polski i innych krajów można przypuszczać, że procedura KE nie będzie miała bezpośredniego wpływu na gospodarkę w krótkim terminie.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 6. Dobre dane z USA



- Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w czerwcu o 213 tys. (powyżej oczekiwań rynku), a dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę o 37 tys. Dane z rynku pracy a także lepszy od prognoz indeks ISM dla usług wpisują się w scenariusz szybszego wzrostu w II kwartale.
- *Minutes* z posiedzenia Fed odzwierciedlają obawy członków FOMC o skutki „wojen handlowych” oraz o konsekwencje słabości gospodarek wschodzących. Fed obawia się także negatywnego wpływu płaskiej krzywej rentowności na wzrost. Mimo to oczekujemy mocnego wzrostu PKB i inflacji w Stanach, prowadzących do jeszcze czterech podwyżek stóp przez Fed.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 lip PONIEDZIAŁEK							
17:00	EUR	Wystąpienie M. Dragiego					
10 lip WTOREK							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VI	--	1,9	1,8
09:00	HU	Inflacja	% r/r	VI	--	--	2,8
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	-15,0	-18,2	-16,1
11 lip ŚRODA							
08:00	RO	Inflacja	% r/r	VI	5,3	--	5,4
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	VI	2,5	--	2,2
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	V	--	0,4	0,5
	PL	Decyzja RPP	%	VI	1,5	1,5	1,5
12 lip CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	V	1,5	1,1	-0,9
12:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	220	230	231
14:30	USA	Inflacja	% m/m	VI	0,1	0,2	0,2
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	VI	0,2	0,2	0,2
13 lip PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	VI	1,9	1,9	1,7
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VII	97,2	98,2	98,2

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, pieniądź 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. 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.