

CitiWeekly

Rada jeszcze bardziej gołębia?

- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Ponadto członkowie RPP utrzymali w komunikacie sformułowanie wskazujące, że w ich ocenie „*obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną*”. Naszym zdaniem takie sformułowanie może być interpretowane jako *forward guidance* sugerujące, że stopy procentowe w Polsce pozostaną na niezmiennym poziomie przez długi czas.
- Niższa projekcja inflacji – Bank centralny zrewidował projekcje inflacji w dół o 0,3 pkt proc. do 1,8% na rok 2018 (zgodnie z naszymi prognozami) i o 0,2 pkt proc. na rok 2020. Jednocześnie, ścieżka wzrostu PKB została zrewidowana w górę na 2018 r., ale obniżona w okresie 2019-2020. Projekcje pokazują, że inflacja będzie rosła w kolejnych dwóch latach, ale pozostanie w przedziale odchyłki od celu inflacyjnego 2,5 % $\pm$ 1 pkt proc.
- Na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński podkreślił, że jego zdaniem wyniki nowej projekcji zwiększają prawdopodobieństwo stabilizacji stóp w 2020 r. (w poprzednich miesiącach prezes NBP sygnalizował stabilne stopy do końca 2019 r.). Naszym zdaniem część członków Rady może nie zgadzać się z tym sformułowaniem, co zasugerował jeden z bardziej jastrzębich członków RPP Łukasz Hardt. Jednak ton komentarzy A. Glapińskiego pokazuje, że w przeciwieństwie do czeskiego czy nawet węgierskiego banku centralnego polska RPP nie planuje zmiany retoryki na bardziej jastrzębią. Prezes Glapiński zasugerował także, że Rada nie będzie podejmować decyzji pod wpływem sytuacji na rynku walutowym, a złoty ma mocne fundamenty. Jednocześnie jednak dodał, że istotnym czynnikiem dla Rady będzie moment podwyżki stóp w strefie euro i bez takiego ruchu nie ma co myśleć nad zacieśnieniem polityki pieniężnej w Polsce.
- Oficjalny komunikat RPP sugeruje, że Rada pozostaje w stanie wyczekiwania, co wspiera scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez cały 2019 r. Niemniej nawet jeśli nie nastąpiła większa zmiana w oficjalnym komunikacie Rady, naszym zdaniem uczestnicy rynku mieli prawo odnieść wrażenie, że RPP jest nawet bardziej gołębia niż w poprzednich miesiącach.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 18	4,25	3,60	4,78	1,18	1,50	-0,40	1,70	0,60	2,65
III KW 19	4,18	3,34	4,70	1,25	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 13.07.18 r. pozostałe prognozy z dnia 20.06.2018 r.

Wykres 3. Bank centralny obniżył swoje szacunki inflacji na 2018 r. i 2020 r. a także prognozy PKB na 2020 r.

	CPI			PKB		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
lip-18	1,8	2,7	2,9	4,6	3,8	3,5
mar-18	2,1	2,7	3,0	4,2	3,8	3,6
lis-18	2,3	2,7		3,6	3,3	

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

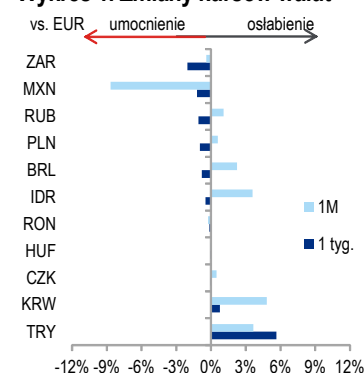
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

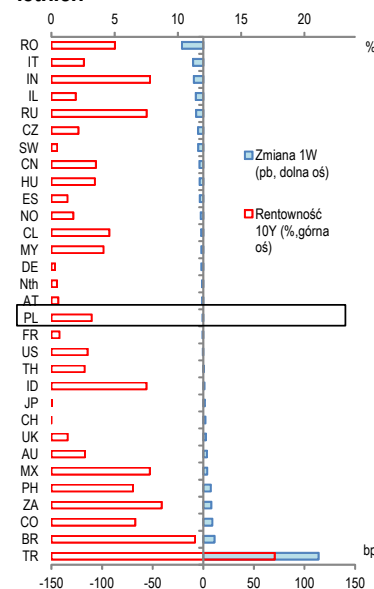
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



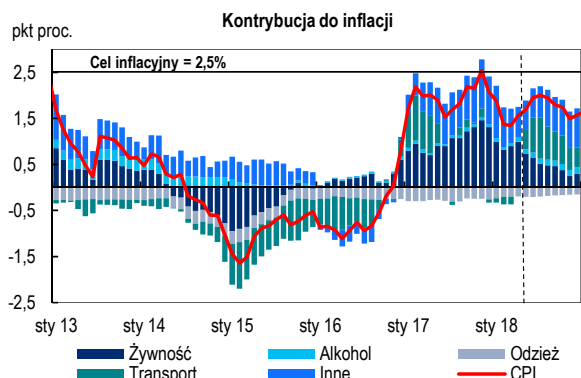
Według stanu na dzień 13.07.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

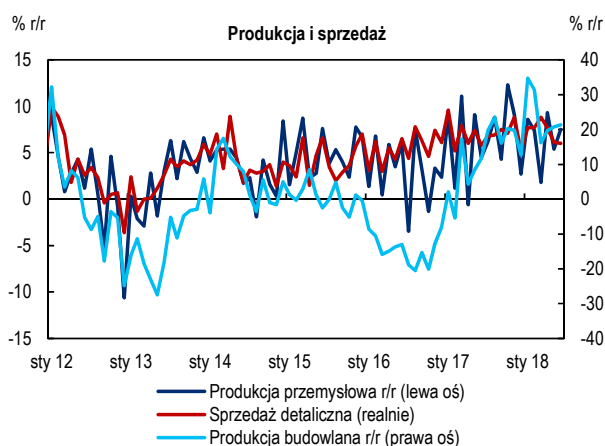
Wykres 4. Inflacja wzrosła w czerwcu do 2%



- Finalne dane GUS o inflacji za czerwiec zostały zrewidowane do 2% z 1,9% wobec 1,7% w maju. Już wstępny odczyt pokazał, że wyjątkowo niskie w czerwcu były ceny żywności (-0,2% m/m). Pełne rozbięcie pokazało, że niższe od naszych założeń były ceny odzieży i obuwniczych (-1,4% m/m), ale wyższa okazała się dynamika cen w transporcie i łącznie. Inflacja netto wzrosła w czerwcu do 0,6% r/r.
- W kolejnych dwóch miesiącach inflacja najprawdopodobniej pozostanie w pobliżu 2%, aby pod koniec roku spaść nawet do ok. 1,5-1,6%. Oczekujemy wzrostu inflacji i inflacji bazowej w 2019 r. nawet do 3% w związku z efektami bazy i mocnym popytem krajowym oraz materializacją presji płacowej.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

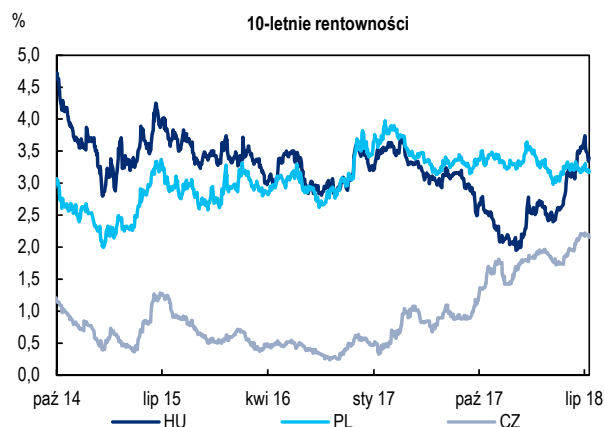
Wykres 5. Oczekujemy przyspieszenia produkcji i płac oraz stabilizacji sprzedaży



- Dane o aktywności gospodarczej prawdopodobnie pokażą poprawę produkcji przemysłowej i budowlanej za sprawą efektu kalendarzowego. Jednocześnie spodziewamy się stabilizacji w sprzedaży detalicznej przy wolniejszym wzroście sprzedaży samochodów. Dane z rynku pracy pokażą, naszym zdaniem, wysoką dynamikę płac i stabilizację tempa wzrostu zatrudnienia.
- Saldo obrotów bieżących wzrosło w maju do 42 mln EUR z -90 mln EUR przy niewielkim pogorszeniu bilansu handlowego i słabszym wzroście eksportu i importu od naszych założeń. Jednocześnie pogorszyło się saldo usług, a poprawę odnotowano na rachunku dochodów. Skumulowane saldo obrotów bieżących za 12 miesięcy utrzymuje się blisko zera i oczekujemy jedynie niewielkiego pogorszenia do końca roku.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Ujemna emisja netto długu w lipcu będzie wspierać ceny obligacji



- Ministerstwo Finansów sprzedało na ubiegłotygodniowej aukcji zamiany obligacje za ok. 5,9 mld zł. Po aukcji MF ma zrealizowane ok. 63% potrzeb pożyczkowych wstępnie planowanych na 180 mld zł, a biorąc pod uwagę niższy deficyt budżetowy faktyczna realizacja może wynieść nawet 70%.
- Biorąc pod uwagę wysokie zapadalności i płatności kuponowe w lipcu, emisja netto może być ujemna, wspierając rynek długu. Z kolei w sierpniu i wrześniu emisja będzie dodatnia.
- Dobre wyniki budżetu, wyjątkowo gołębne nastawienie RPP oraz niska inflacja mogą utrzymać rentowności obligacji i spready *asset swap* na stosunkowo niskich poziomach. Do ich wyraźniejszego wzrostu może dojść dopiero w przyszłym roku. Wówczas do wystromienia krzywej może przyczynić się mocniejszy wzrost płac, wyższa inflacja oraz zwlekająca z podwyżkami RPP.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 lip PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	V	-132	-99	-21
14:00	PL	Eksport	mln €	V	17914	12267	17176
14:00	PL	Import	mln €	V	17663	17405	16862
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	0,6	0,6	0,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0,7	0,5	0,8
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	VII	--	20,6	25,0
		Spotkanie Trump-Putin					
17 lip WTOREK							
10:00	PL	Płace	% r/r	VI	7,2	7,0	7,0
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	3,7	3,7	3,7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0,3	0,5	-0,1
18 lip ŚRODA							
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	7,5	6,4	5,4
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VI	21,3	20,2	20,8
10:00	PL	PPI	% r/r	VI	--	3,6	2,8
11:00	EUR	Inflacja	% r/r	VI	2,0	2,0	1,9
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	VI	1315	1323	1350
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	VI	1327	1328	1301
19 lip CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	225	220	214
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	--	22,0	19,9
20 lip PIĄTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	VI	6,0	6,8	6,1

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	3,56	3,24
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,50	3,20
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,24	4,15
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,23	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.