

CitiWeekly

Gołębia RPP mimo wysokiej projekcji inflacji

- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. RPP odnotowała spowolnienie aktywności w III kw., ale wciąż zauważa mocną konsumpcję i nastroje konsumentów. Rada podkreśliła także, że pomimo mocnego wzrostu dynamika płac i inflacja pozostały niskie, a w ostatnim czasie pogorszeniu uległy indeksy wyprzedzające koniunktury, a ceny surowców spadły. Rada wciąż podtrzymała oczekiwania utrzymania inflacji w pobliżu celu oraz stabilizacji makroekonomicznej przy obecnym poziomie stóp.
- Nastawienie Rady pozostało gołębie mimo znacznie wyższej projekcji inflacji. W listopadowej projekcji NBP zrewidował prognozę inflacji na przyszły rok do 3,2% z 2,7% w projekcji lipcowej oraz wobec 1,8% oczekiwanych w 2018 r. Przyszłoroczna prognoza jest wyższa od naszego szacunku 2,8% co wynika ze znacznie wyższego założenia odnośnie wzrostu cen energii w 2019 r. Jednocześnie nowe projekcje zakładają spadek inflacji w 2020 r. do 2,9%. Rewizja prognoz inflacji jest jastrzębim sygnałem ze strony NBP, gdyż taki scenariusz nie wyklucza, że inflacja mogłaby przekroczyć 3,5%, tj. górną granicę celu, co mogłoby doprowadzić do zmiany tonu na bardziej jastrzębi i być może wcześniejszych podwyżek stóp. Reakcja Rady na nową projekcję była niezmiennie gołębia podobnie jak ton analityków NBP na dzisiejszej konferencji, a prezes NBP wydawał się dystansować od projekcji sugerując, że zakłada zbyt duży wzrost energii. Ponadto komunikacja Rady sugerowała, że ceny energii są poza jej kontrolą, a inflacja prawdopodobnie spadnie w 2020 r. i istnieje niepewność związana ze spadkiem indeksów koniunktury.
- Podtrzymujemy w bazowym scenariuszu oczekiwania na cztery podwyżki stóp procentowych, jednak dopiero począwszy od 2020 r. Sądzymy, że pozwoli na to niższa niż zakłada NBP inflacja w przyszłym roku. Obecnie jedynie 2. z 10. członków RPP preferuje wcześniejsze podwyżki stóp i naszym zdaniem przy naszej prognozie inflacji nie zmieni się to istotnie w 2019 r. Sądzymy, że Rada będzie chciała wstrzymać się z podwyżką stóp co najmniej do pierwszego ruchu ze strony EBC, a istotność takiej decyzji podkreślił też prezes NBP. Wiele zależeć też będzie od decyzji URE w sprawie cen energii na 2019 r. W przypadku znacznego wzrostu inflacji i braku reakcji Rady mogłoby dojść do wystromienia krzywej rentowności.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 18	4,28	3,72	4,86	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,60	2,75
IV KW 19	4,25	3,48	4,78	1,22	1,50	0,00	2,08	0,85	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10.18 r. pozostałe prognozy z dnia 24.10.2018 r.

Wykres 3. Centralna ścieżka projekcji NBP

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

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

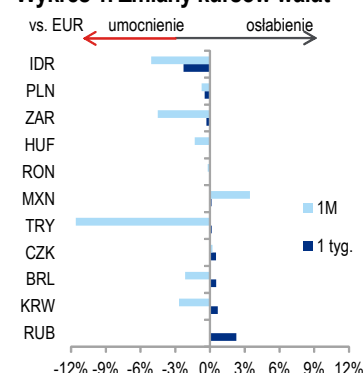
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

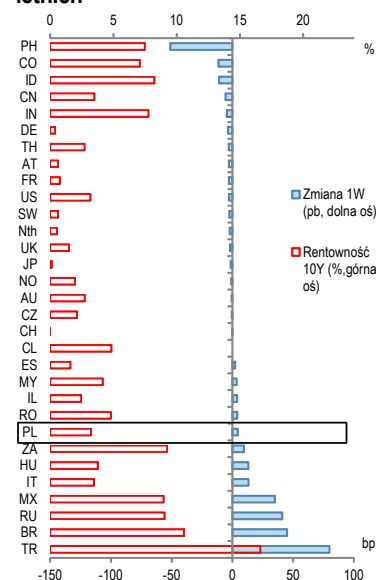
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



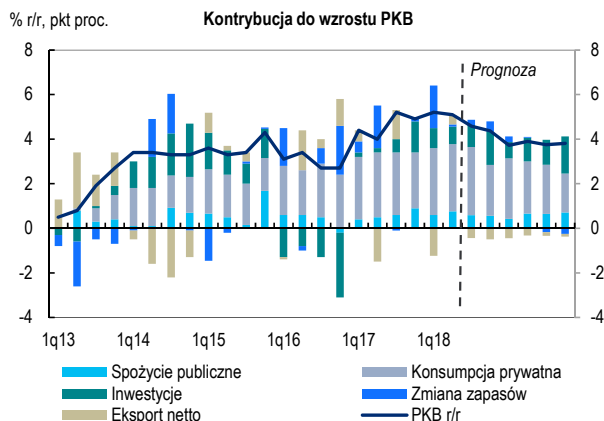
Według stanu na dzień 11.11.2018 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

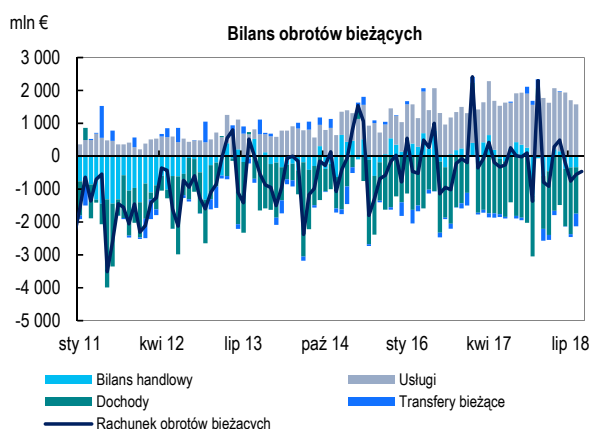
Wykres 4. PKB prawdopodobnie spowolnił w III kw. do 4,6%



- Zgodnie z naszymi prognozami wzrost PKB w III kw. najprawdopodobniej spowolnił do 4,6% z 5,1%. Przyczyniło się do tego naszym zdaniem pogorszenie kontrybucji netto, podczas gdy popyt krajowy pozostał mocny przy konsumpcji prywatnej rosnącej w tempie ok. 5% i przyspieszeniu inwestycji. Miesięczne dane o aktywności zaskoczyły w dół we wrześniu I podczas gdy cały kwartał pokazał spowolnienie produkcji to sprzedaż rosła w tempie 5,8% niewiele wolniej niż w II kw. Spodziewamy się stopniowego spowolnienia w kolejnych kwartałach, choć wzrost powinien pozostać powyżej potencjału.
- Finalny odczyt inflacji prawdopodobnie potwierdzi wstępny szacunek GUS na poziomie 1,7%. Oczekujemy, że inflacja netto wyniosła 0,8%. Spodziewamy się, że inflacja wzrośnie powyżej celu inflacyjnego w I kw. za sprawą cen energii.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

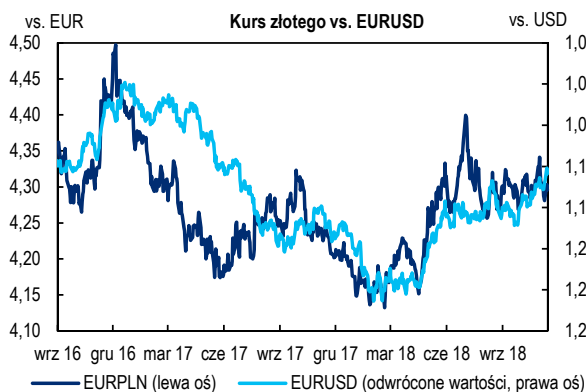
Wykres 5. Oczekujemy mniejszej niż rynek poprawy w obrotach bieżących



- Bilans obrotów bieżących nieznacznie się poprawił we wrześniu do -547 mln EUR z -582 mln EUR wobec naszego szacunku - 465 mln EUR i poniżej oczekiwań rynku. Wynikało to ze z pogorszenia bilansu handlowego przy głębszym niż zakładaliśmy spowolnieniu eksportu do 0,3% z 7,2% przy spowolnieniu importu do 5,4% z 11,3%. Ponadto znacznie słabsze niż zakładaliśmy było saldo dochodów pierwotnych co zostało częściowo zrekomensowane przez lepszy wynik w dochodach wtórnych oraz na rachunku usług.
- Skumulowany 12-miesięcy deficyt obrotów bieżących nieznacznie wzrósł do ok. 0,4% PKB i co zostało z nawiązką pokryte przez napływ środków unijnych na rachunek kapitałowy. To z kolei powinno obok wciąż wysokiej dynamiki PKB wspierać złotego i równoważyć efekt łagodnej polityki pieniężnej.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Neutralna reakcja rynku na wybory w USA, oczekiwania na podwyżkę stóp Fed w grudniu i spotkanie G20



- W wyborach w USA zgodnie z oczekiwaniami Demokraci przejęli władzę w Izbie Reprezentantów a Republikanie utrzymali kontrolę nad Senatem. W rezultacie doszło do niewielkiego spłaszczenia krzywej rentowności w USA w oczekiwaniu na brak istotnych zmian w polityce makroekonomicznej w USA. Jednocześnie jednak dolar wciąż zyskiwał wobec euro.
- Posiedzenie Fed nie przyniosło istotnych zmian i pozostawiło rynki w stanie oczekiwania na podwyżkę stóp w grudniu.
- Wypowiedzi administracji chińskiej wobec porozumienia handlowego między USA i Chinami w oczekiwaniu na szczyt G20 w Argentynie pod koniec miesiąca wspierały optymizm na rynkach akcji, choć początek tego tygodnia była już słabszy.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lis WTOREK							
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	%	IX	--	3,8	1,5
11:00	DE	Indeks ZEW		XI	-26	-25	-24,7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	IX	-465	-189	-549
14:00	PL	Eksport	mln EUR	IX	18282	18139	17195
14:00	PL	Import	mln EUR	IX	18482	18250	17524
14 lis ŚRODA							
08:00	DE	PKB - wstępny	% kw/kw	III kw	0,1	-0,1	0,5
10:00	PL	PKB - wstępny	% r/r	III kw	4,6	4,7	5,1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-0,4	0,3	0,9
11:00	EUR	PKB - wstępny	% kw/kw	III kw	0,2	0,2	0,4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	X	0,3	0,3	0,1
15 lis CZWARTEK							
	PL	Aukcja obligacji					
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	X	0,8	0,9	0,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	214
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	0,4	0,6	0,1
14:30	USA	Indeks Philly Fed		XI	--	20,2	22,2
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork		XI	--	20	21,1
16 lis PIĄTEK							
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	X	2,2	2,2	2,1
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0	0,2	0,3

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	585	633
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 129	2 276
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 415	11 944	13 696	15 268	16 537
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	39,5	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	109,8	6,7	5,5	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,8	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,4	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	4,0
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	3,6	5,6
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	5,0	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,6	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	2,8
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,0	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	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,11	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,72	3,48
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,59	3,63
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,28	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,28
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,8	-2,1	-4,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,2	-0,4	-0,8
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,1	-8,8
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	248,6	253,8
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	262,5
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	21,0	24,0	26,3
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,8	-21,9
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	-1,4	-0,7	-1,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	0,2	0,8	0,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	46,4	44,8

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, CFA

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.