

CitiWeekly

Niższa inflacja i gołębia RPP

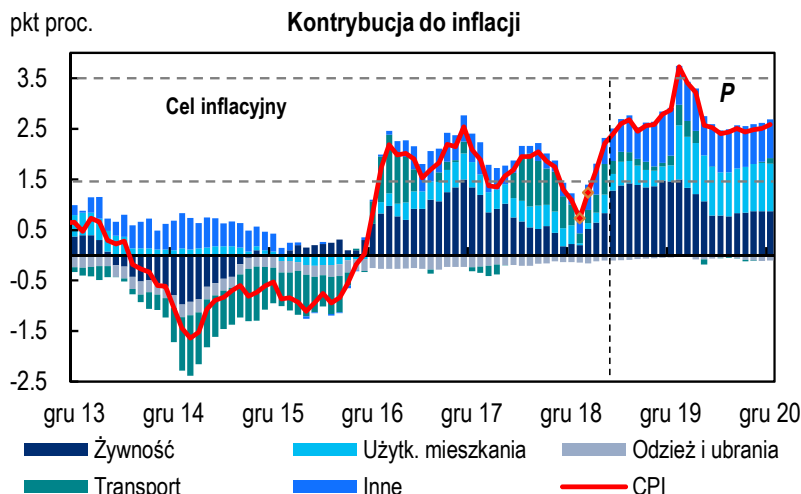
- Po nieoczekiwanie mocnym wzroście inflacji w kwietniu wstępny szacunek za maj okazał się niższy od oczekiwań. Według wstępnego szacunku GUS inflacja wzrosła w maju do 2,3% z 2,2% w kwietniu, co było poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 2,4%. GUS opublikował tylko częściowe rozbięcie szacunku CPI, który pokazał silny wzrost głównych komponentów CPI, tj. cen żywności o 1,4% m/m, co potwierdziło nasze obawy o mocny wzrost cen w tej kategorii wynikający z rosnących cen wieprzowiny i cen warzyw, i który był nawet powyżej naszego szacunku 0,9%. Wysokie ceny żywności były tylko częściowo zniwelowane przez obniżki cen energii, co oznacza że na tak niski odczyt CPI musiał złożyć się także niski odczyt inflacji netto. Szacujemy, że inflacja netto spadła w maju do 1,7% z 1,8%.
- Oczekujemy także, że inflacja zbliży się do celu NBP 2,5% w najbliższych miesiącach osiągając 3% na koniec roku. Zakładamy, że lokalny szczyt inflacyjny zostanie prawdopodobnie osiągnięty na początku 2020 r. pomiędzy 3,5% i 4% w zależności od zaaprobowanych podwyżek cen energii oraz efektu przeniesienia podatku od sieci detalicznych na konsumentów. Oczekujemy także, że inflacja będzie stopniowo spadać w kolejnych miesiącach 2020 r. Gdy inflacja wzrośnie w najbliższych miesiącach presja na Radę może rosnąć, aby podwyższyć stopy procentowe, ale naszym zdaniem przejściowy charakter wzrostu inflacji, ryzyka zewnętrzne i perspektywy wolniejszego wzrostu w kolejnych latach będą wystarczającym argumentem dla Rady aby nie zmieniać stóp przez długi czas, prawdopodobnie do końca kadencji większości członków RPP w 2022 r.
- RPP nie zmieniła stóp procentowych w czerwcu i nie zmieniła gołębiego przekazu mimo zaskakująco mocnych danych o aktywności gospodarczej. To potwierdza niski apetyt Rady na zmiany parametrów polityki pieniężnej. Na konferencji prezes Glapiński zasugerował, że rynki w końcu zaczęły realistycznie wyceniać szanse na zmianę stóp.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 19	4,32	3,86	4,97	1,12	1,50	-0,40	1,72	0,05	2,85
II KW 20	4,27	3,56	4,97	1,20	1,50	-0,40	1,72	0,35	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.05.2019 r.

Wykres 1. Oczekujemy dalszego wzrostu inflacji i wstrzemięźliwej Rady



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

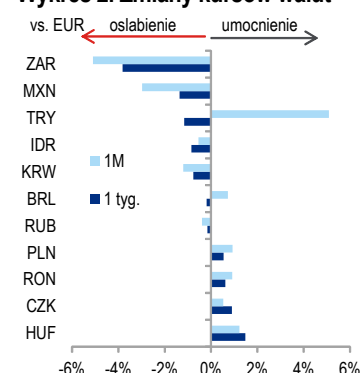
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.06.2019 r.

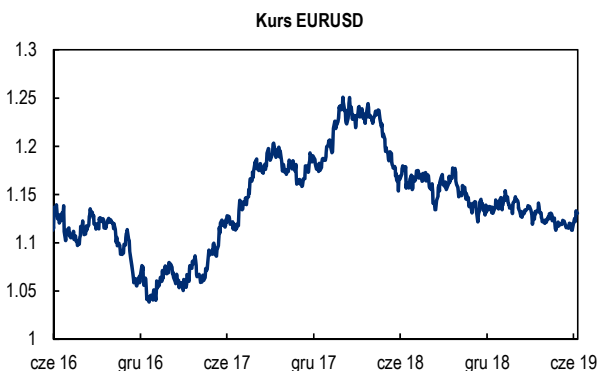
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

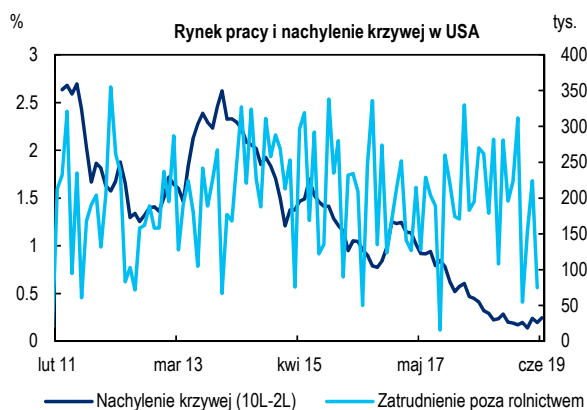
Wykres 3. EBC wydłużył forward guidance i dopuszcza wszystkie opcje wspierające gospodarkę



- Na czerwcowym posiedzeniu Rada EBC zdecydowała jednogłośnie wydłużyć forward guidance o 6 miesięcy sygnalizując utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie co najmniej do połowy 2020 r. i tak długo jak będzie potrzeba. Prezes Draghi nie powiedział nic na temat możliwych obniżek stóp, których część uczestników rynku oczekiwała, ale zapowiedział, że jeśli będzie to konieczne w Radzie EBC uzbiera się niezbędna większość do łagodzenia polityki pieniężnej.
- Naszym zdaniem wypowiedzi prezesa EBC sugerują, że w dopuszczalnym arsenale leży także ponowne uruchomienie programu skupu aktywów, które może być bardziej preferowane przez EBC niż obniżki stóp.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

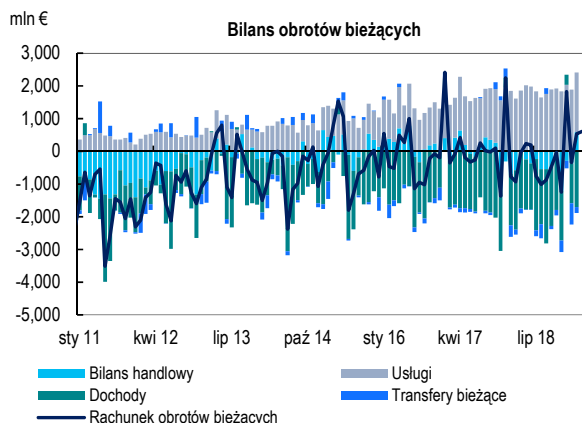
Wykres 4. Zatrudnienie poza rolnictwem rozczarowało i wzrosły szanse na obniżki stóp w USA



- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w maju o 75 tys. osób, co było poniżej oczekiwań Citi oraz rynkowych prognoz w pobliżu 175 tys. Jednocześnie dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w dół. Dynamika płac była słabsza niż oczekiwano, ok. 3,1% r/r.
- Najnowsze dane z rynku pracy zmieniają reguły gry dla krótkoterminowych perspektyw polityki pieniężnej w USA i wraz z dosyć słabymi danymi o aktywności gospodarczej mogą skłonić Fed do rozpoczęcia obniżek stóp. Dotychczas w bazowym scenariuszu zakładaliśmy brak zmian stóp w USA przez długi czas, ale wraz z osłabieniem danych amerykańskiemu bankowi centralnemu coraz trudniej uniknąć przynajmniej jednej obniżki stóp, które obecnie są wyceniane przez rynek. Perspektywy dla obniżek stóp w najbliższym czasie będą silnie uzależnione od wyników gospodarki.

Źródło: Haver, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Bilans obrotów bieżących wciąż dobry



- Oczekujemy kolejnego miesiąca poprawy w bilansie obrotów bieżących w kwietniu przy utrzymaniu się nadwyżki powyżej 0,5 mld EUR. Według naszych szacunków kompromis będzie uwzględniał pogorszenie w bilansie handlowym, gdyż oczekujemy większego odreagowania importu niż eksportu po bardzo słabym odczycie importu w marcu.
- Naszym zdaniem towarzyszyć temu będzie sezonowa poprawa na rachunku usług oraz nieco większy napływ na rachunek dochodów pierwotnych. To może także oznaczać dalszą redukcję deficytu skumulowanego za 12 miesięcy to 0,3% PKB, ale spodziewamy się zwiększenia deficytu do ok. 1% PKB na koniec roku w związku z oczekiwanym ożywieniem importu przy mocnym popycie krajowym.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 cze WTOREK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	2,8	3	2,8
12 cze ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	V	--	2,7	2,5
14:30	USA	Inflacja CPI - niewyrównana sezonowa	% m/m	V	0,2	0,1	0,3
13 cze CZWARTEK							
	PL	Aukcja obligacji					
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	-1,2	-0,2	-0,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	IV	606	518	533
14:00	PL	Eksport	mln EUR	IV	19474	19243	19654
14:00	PL	Import	mln EUR	IV	19333	18980	19065
14 cze PIĄTEK							
10:00	PL	Inflacja	% r/r	V	2,3	2,3	2,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0,6	0,6	-0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,2	0,1	-0,5
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	VI	99,2	98	100

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	605	691
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.242	2.372
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.792	18.033
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,6	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	9,1	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	5,0	4,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,7	5,0
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	5,4	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,20	3,10
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,73	3,38
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,79	3,56
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,29	4,26
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-6,7	-10,7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,1	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-11,1	-16,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	266,6	302,9
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	277,6	319,8
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,1	33,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,0	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,4	-0,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,0	0,0	1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	45,4	43,3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. *prognozy PKB w trakcie rewizji

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.