CitiWeekly

Słabszy złoty na dłużej?

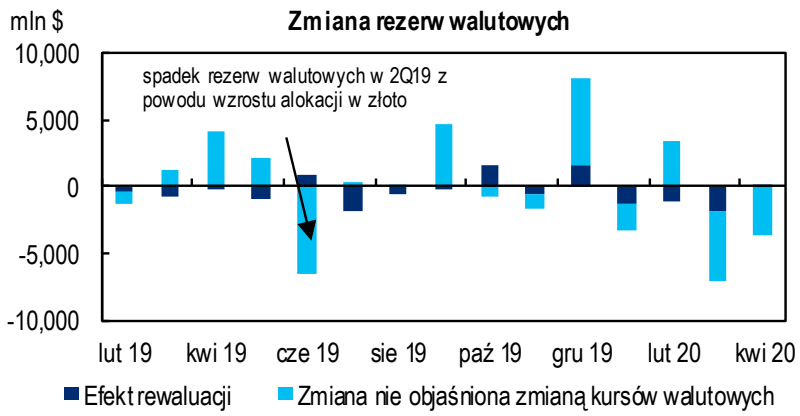
- Aktywa rezerwowe NBP zanotowały już drugi miesiąc z rzędu wyraźny spadek. Rezerwy walutowe obniżyły się w kwietniu o ponad 3,5 mld $, po spadku o ponad 7 mld $ w marcu. Choć skala spadku jest znaczna, to nie sądzimy, aby świadczyła ona o interwencjach walutowych banku centralnego w ostatnich dwóch miesiącach. W marcu ok. 25% spadku rezerw w ujęciu dolarowym, tj. ok. 1,7 mld $ wynikała ze zmian kursowych, w tym szczególnie z osłabienia takich walut jak: australijski dolar, nowozelandzki dolar, norweska korona czy funt brytyjski, które stanowią ok. 30% całkowitych rezerw walutowych NBP. Z kolei pozostałe zmiany aktywów można próbować wyjaśnić przeprowadzaniem przez NBP operacji repo na rezerwach. Efekt zmiany kursowej na rezerwy w kwietniu był minimalny.
- Nie oczekujemy interwencji walutowych w najbliższych miesiącach, a złoty może pozostać słabszy na dłużej. Skala osłabienia złotego w ostatnich dwóch miesiącach była zgodna z wzorcami dla innych walut gospodarek wschodzących. Złoty zachowywał się nieco gorzej niż forint ze względu na mniej łagodną politykę pieniężną prowadzoną przez węgierki bank centralny i trochę lepiej niż czeska korona. Sądzimy, że takie tendencje mogą się utrzymać tym bardziej, że czeski bank centralny obniżył stopy procentowe poniżej stopy referencyjnej NBP (do 0,25%) nieco szybciej niż zakładaliśmy i oczekujemy dalszego obniżenia stopy repo do 0%. Choć złoty może zachować się nieco lepiej niż czeska korona, to sądzimy, że pozostanie na słabych poziomach w związku z niskim poziomem stóp nominalnych i realnych i znacznym zawężeniem spreadu wobec rynkowych stóp procentowych dla strefy euro. W rezultacie złoty może nie korzystać tak bardzo z poprawy apetytu na ryzyko i spadku zmienność na rynkach jak w przeszłości i jak waluty wyżej oprocentowane. Ponadto słaby złoty byłby naszym zdaniem akceptowalny dla NBP z punktu widzenia wsparcia eksportu i realizacji celu inflacyjnego.
- Ograniczeniem dla skali osłabienia złotego będzie utrzymująca się równowaga zewnętrzna oraz stosunkowo nieduży na tle innych krajów regionu i strefy euro spadek PKB. Oczekujemy poprawy salda obrotów bieżących w tym roku do 1% PKB i spadku PKB o około 5%. Dane publikowane w tym tygodniu pokażą naszym zdaniem poprawę w obrotach bieżących już w marcu i spowolnienie wzrostu PKB w I kwartale do 1,8% z 3,2% w IV kwartale.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 20	4,56	4,11	5,24	1,11	0,50	-0,50	-0,40	0,98
II KW 21	4,55	3,92	5,35	1,15	0,50	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 15.04. pozostałe prognozy z 29.04.2020 r.

Wykres 1. Rezerwy walutowe spadły dosyć wyraźnie drugi miesiąc z rzędu.

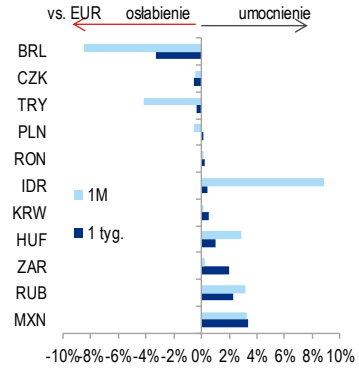


Źródło: NBP, Citi Handlowy

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

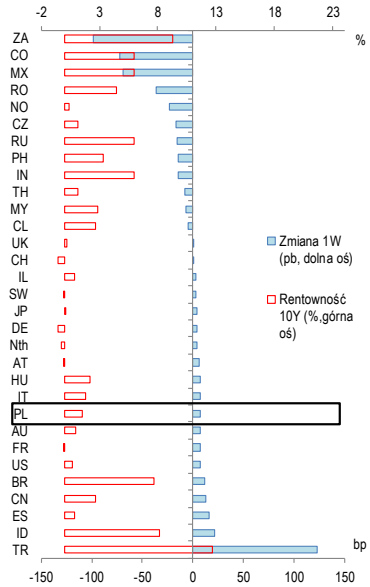
Cezary Chrapek, CFA
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 8.05.2020 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



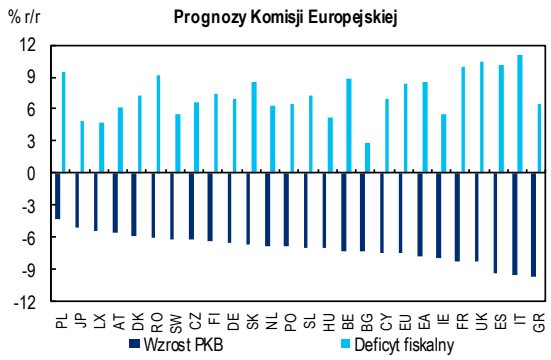
Według stanu na dzień 8.05.2020 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści **Nr str.**

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Tygodniowy Monitor Aktywności 3
- Kalendarz publikacji 4
- Tabela z prognozami 5

Tydzień w wykresach

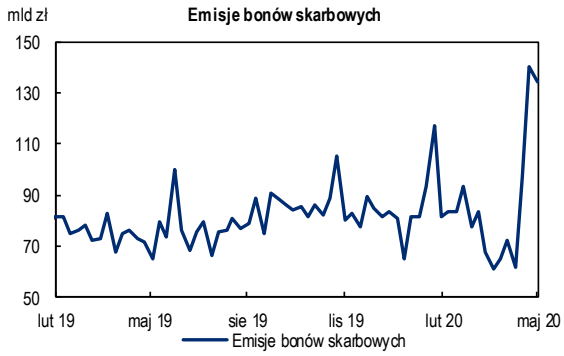
Wykres 4. Według Komisji Europejskiej Polska zniesie kryzys najłagodniej przy dużym wsparciu fiskalnym



- Zgodnie z najnowszymi prognozami Komisji Europejskiej spadek PKB w 2020 r. dla Polski - szacowany na -4,3% r/r – ma być najmniejszy spośród analizowanych krajów. Komisja przedstawiła bardziej pesymistyczny scenariusz niż ekonomiści Citi dla USA i nieco bardziej optymistyczny dla strefy euro. Jednocześnie KE szacuje dla Polski jeden z większych deficytów fiskalnych w UE (9,5% PKB).
- Oczekujemy poprawy bilansu obrotów bieżących w marcu do ok 0,8 mld € przy spadku eksportu o ponad 10% r/r i głębszym spadku importu o ok. 15% r/r pod wpływem spadku cen ropy. Jednocześnie zakładamy głębszy (16% r/r) spadek eksportu usług ze względu na duży (~30%) udział transportu w całkowitym eksporcie usług i nieco mniejszą skalę spadku importu usług. Sądzimy, że w kwietniu spadki obrotów handlowych pogłębiły się, ale w ciągu roku dojdzie do dalszego wzrostu nadwyżki w obrotach bieżących.

Źródło: Komisja Europejska, Citi Handlowy

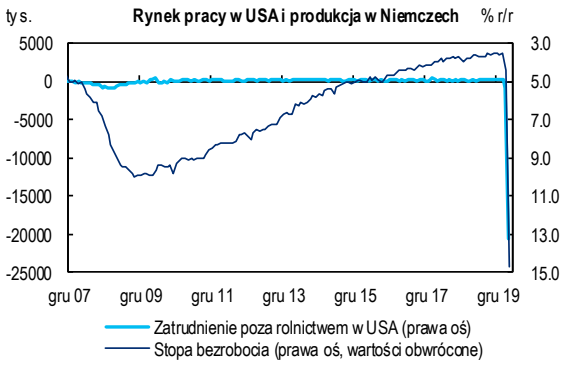
Wykres 5. Duże emisje MF, BGK i PFR, oczekiwane duże zakupy przez NBP będą zwiększać nadpłynność sektora bankowego



- Resort finansów sprzedał na ubiegłotygodniowej aukcji obligacje na kwotę 5,5 mld zł i naszym zdaniem pokrył dotychczas ok. 54% szacowanych przez nas potrzeb pożyczkowych na poziomie 270 mld zł. Ponadto resort finansów miał na koniec kwietnia na rachunkach ok. 90 mld zł depozytów, co pozwala elastycznie podchodzić do emisji w kolejnych miesiącach.
- Polski Fundusz Rozwoju wyemitował obligacje 5-letnie za 18,5 mld zł, a BGK obligacje 7-letnie za 8 mld zł.
- W kolejnych tygodniach można oczekiwać kontynuacji skupu obligacji Skarbu Państwa jak i BGK i PFR przez NBP. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w reakcji na skup obligacji przez NBP stopniowo rośnie nadpłynność sektora bankowego. W ubiegłym tygodniu NBP kupił bony pieniężne na kwotę 130 mld zł.

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 6. Słabe dane z USA

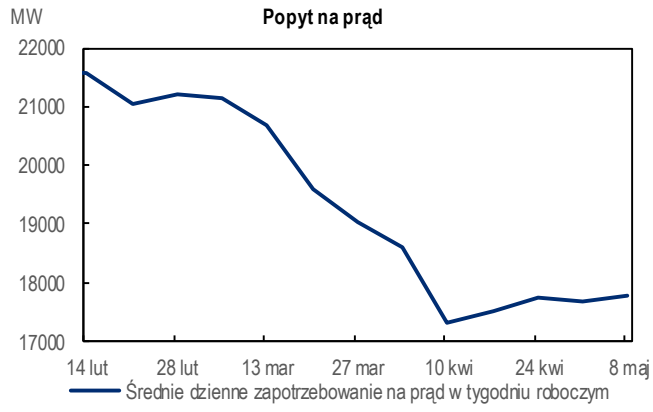


- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA spadło w kwietniu o 20,5 mln osób, wobec spadku o 870 tys. w marcu. Jednocześnie stopa bezrobocia wzrosła do 14,7% z 4,4% w marcu, co było poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 16,0% oraz powyżej prognozy Citi (13,4%). W maju prawdopodobny jest dalszy wzrost stopy bezrobocia, ale w kolejnych miesiącach nastąpi odreagowanie na rynku pracy w związku z otwieraniem gospodarki, które naszym zdaniem będziesz silniejsze niż zakłada rynek. W tym tygodniu częściowo otworzą się stany generujące ok. 65% PKB w USA i poznamy słabe dane o produkcji i sprzedaży za kwiecień.
- W ubiegłym tygodniu na kolejne obniżki stóp zdecydował się stóp czeski bank centralny (75 pb do 0,25%) i Bank Norwegii (25 pb do 0%). Z kolei D. Trump powrócił do bardziej konfrontacyjnego tonu w odniesieniu do negocjacji handlowych z Chinami.

Źródło: Reuters, Haver, Citi Handlowy

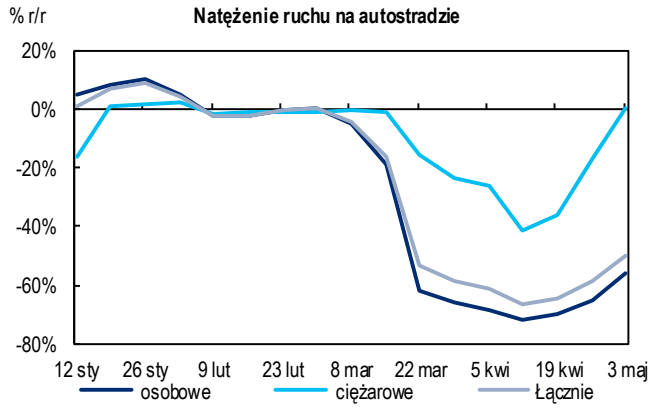
Tygodniowy Monitor Aktywności

Wykres 7. Popyt na prąd spadł w kwietniu średnio o 6-7% r/r, a w pierwszym tygodniu maja spadek wyniósł ok. 4% r/r.



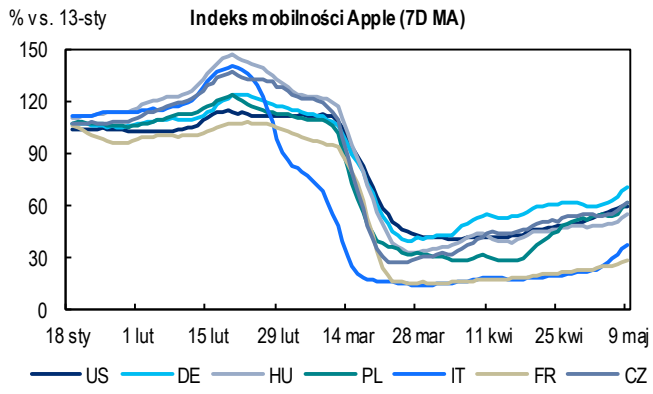
*Źródło: PSE, Citi Handlowy, * po eliminacji weekendów i dni świątecznych*

Wykres 8. Natężenie ruchu na autostradach wzrosło na przełomie kwietnia i maja



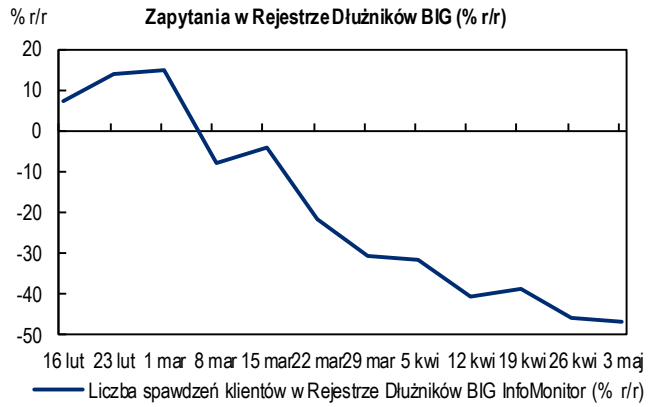
*Źródło: Stalexport,, Citi Handlowy, *dane dla fragmentu autostrady A4 zarządzanej przez Stalexport*

Wykres 9. Mobilność według Apple stopniowo rośnie także we Włoszech



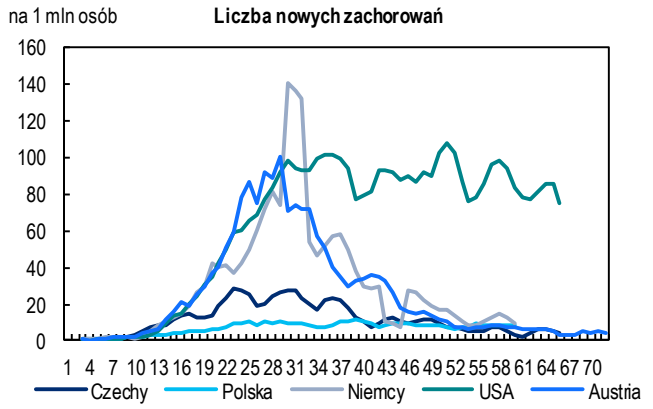
Źródło: Apple, Citi Handlowy, punktem odniesienia jest okres 3.01-6.02.2020r.

Wykres 10. Mniej zapytań o stan zadłużenia potencjalnych partnerów biznesowych sygnalizuje mniejszą liczbę transakcji



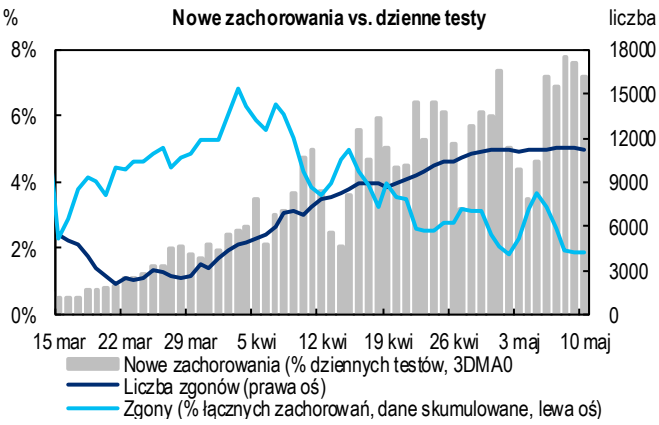
Źródło: BIG, Citi Handlowy

Wykres 11. Wypłaszczenie krzywej zachorowań w Polsce może oznaczać, że epidemia przyniesie mniej zachorowań i zgonów niż w innych krajach, ale może potrwać dłużej



*Źródło: worldometer.info, Reuters, Haver, Citi Handlowy, *od dnia kiedy łączna liczba zachorowań przekroczyła 1 na milion mieszkańców, (średnia 3-dniowa)*

Wykres 12. Odsetek zachorowań w relacji do liczby testów stopniowo się obniżał od początku kwietnia, a odsetek zgonów wśród zidentyfikowanych zachorowań ustabilizował się



Źródło: worldometer.info, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 maj		**WTOREK**					
03:30	CN	Inflacja	% r/r	IV	--	3,7	4,3
14:30	USA	Inflacja	% m/m	IV	-0,7	-0,7	-0,4
13 maj		**ŚRODA**					
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	IV	2,9	--	3,4
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	-14,5	-10,5	-0,1
14 maj		**CZWARTEK**					
14:00	**PL**	**Rachunek bieżący**	**mln EUR**	**III**	**821**	**432**	**659**
14:00	**PL**	**Eksport**	**mln EUR**	**III**	**17822**	**--**	**19463**
14:00	**PL**	**Import**	**mln EUR**	**III**	**16510**	**--**	**18938**
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	3000	2500	3169
15 maj		**PIĄTEK**					
08:00	DE	PKB - wstępny	% r/r	I kw.	-1,5	--	0,5
10:00	**PL**	**PKB - wstępny**	**% r/r**	**I kw.**	**1,8**	**--**	**3,2**
10:00	**PL**	**Inflacja**	**% r/r**	**IV**	**3,4**	**3,4**	**4,6**
11:00	EUR	PKB - wstępny	% r/r	I kw.	-3,3	-3,3	-3,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	-8,7	-10	-8,7
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	V	--	-68	-78,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	-11,7	-11,6	-5,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	V	70,2	72	71,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	624	684
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.363	2.494
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	16.286	17.848
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	10,9	11,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-5,0	3,8
Inwestycje (%, r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-19,1	10,2
Spożycie ogółem (%, r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-3,3	4,6
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-4,7	5,8
Eksport (%, r/r	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-8,0	5,2
Import (%, r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-12,0	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,1	2,2
Płace nominalne (%, r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	5,9	5,5
Kredyty dla sektora prywatnego (%, r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	7,0	6,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,50	0,50
WIBOR3M, (%, koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,70	0,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	4,04	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	4,05	3,84
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,60	4,48
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,51	4,46
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-3,4	4,5	7,0	6,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	0,8	1,1	0,9
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	0,5	4,4	4,9
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,0	26,2	26,6
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-20,6	-20,8	-21,9
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4	133,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,8	-7,5	-5,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	6,1	-3,9
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	44,3	52,1	53,0

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. 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.