

CitiWeekly

Niewzruszona RPP

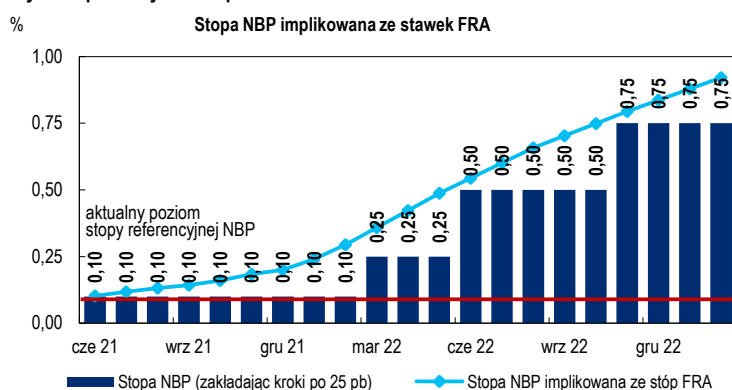
- Najbardziej wyczekiwany wydarzeniem minionego tygodnia była konferencja prezesa NBP, która miała rzucić trochę światła na perspektywy zmian stóp procentowych. Odsłuchując dwukrotnie zapis konferencji prasowej mamy wrażenie, że w postawie władz monetarnych zmieniło się niewiele, a w szczególności na razie nie widać gotowości do szybszego zacieśniania polityki pieniężnej.
- Inflacja nie martwi** – Po pierwsze, prezes NBP jako pierwsze zagadnienie, do którego się odniósł, wybrał inflację. W tym przypadku przesłanie było jasne – zdaniem A. Glapińskiego podwyższony poziom inflacji to efekt głównie zmian, które pozostają poza kontrolą NBP (paliwa, energia, wywóz śmieci) i które same w sobie dodają do wskaźnika CPI aż 2 pp. W sumie ta wypowiedź jasno wskazuje, że RPP nie zamierza na razie reagować na podwyższoną inflację.
- Bez pośpiechu z podwyżkami** – Prezes NBP po raz kolejny powtórzył, że stabilizacja stóp procentowych do końca kadencji (połowa 2022 r.) jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Odnosząc się do możliwości wcześniejszych podwyżek, A. Glapiński stwierdził: „prawdopodobieństwo tego uważam za niesłychanie małe”. Naszym zdaniem przesłanie w tym przypadku było jasno wyartykułowane i bynajmniej nie było „jastrzębie”.
- Nowość QE** – Jedynym naprawdę nowym elementem było stwierdzenie, że program skupu obligacji (SOOR) zostanie zakończony jeszcze przed pierwszymi podwyżkami stóp procentowych. Ponieważ SOOR został niedawno ponownie zwiększony, jest to raczej argument przeciw scenariuszowi szybkich podwyżek.
- Wnioski** – Naszym zdaniem wysoka inflacja i wzrost gospodarczy są argumentami za zaostrzeniem retoryki i szybszymi podwyżkami. Nic jednak nie wskazuje, że NBP podziela ten pogląd i widzi potrzebę zaostrzenia tonu już teraz. Prezes NBP wyraźnie położył akcent na to, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2022 i taki scenariusz wydaje się na razie najbardziej prawdopodobny. Reakcja rynkowa (stabilne stawki FRA) sugeruje, że w podobny sposób piątkową konferencję zinterpretowali uczestnicy rynku. Złoty się umocnił, lecz była to raczej reakcja na fakt, iż NBP po raz kolejny „odżegnywał się” od interwencji walutowych. Biorąc pod uwagę, że kolejna projekcja inflacyjna zostanie opublikowana w lipcu, do tego czasu nie spodziewamy się istotnych zmian w komunikacji.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 21	4,59	3,79	5,34	1,21	0,10	-0,50	-0,30	1,81
II KW 22	4,47	3,85	5,26	1,16	0,10	-0,50	-0,05	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 8.04. Pozostałe prognozy z 21.04.2021 r.

Wykres 1. Część ekonomistów uważa, że RPP powinna podwyższyć stopy już w tym roku, ale rynek wciąż wycenia pierwszy ruch w poł. 2022 r.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

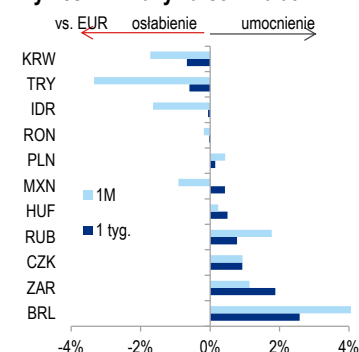
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

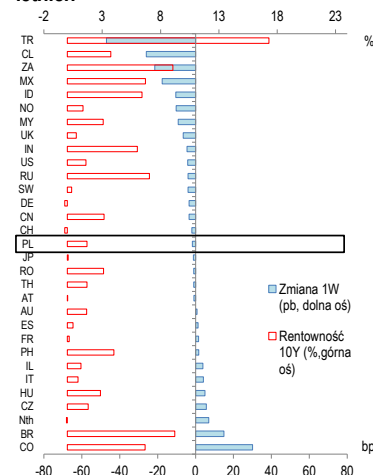
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.05.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 7.05.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Krajowy plan odbudowy przesłany do UE

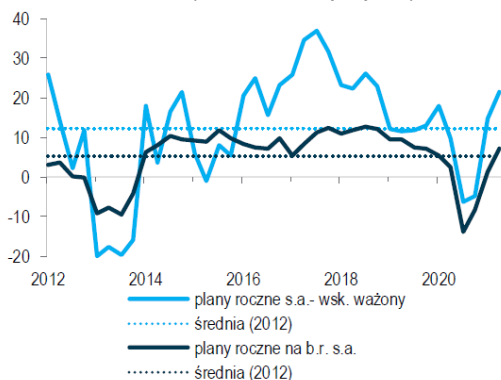
Komponenty Krajowego Planu Odbudowy	Granty (mld EUR)	Pożyczki (mld EUR)
Odporność i konkurencyjność gospodarki	4,5	0,245
Zielona energia i zmniejszenie energochłonności	5,7	8,6
Transformacja cyfrowa	2,8	2,1
Efektywność, dostępność i jakość systemu ochrony zdrowia	4,1	0,45
Zielona, inteligentna mobilność	6,8	0,7
Suma	23,9	12,1

- Sejm przyjął uchwałę umożliwiającą ratyfikację Funduszu Odbudowy. Z kolei rząd przyjął i przesłał do Brukseli Krajowy Program Odbudowy, który zawiera agendę wykorzystania środków unijnych. KPO zakłada wykorzystanie wszystkich dostępnych grantów (ok. 32,5 mld EUR) oraz 12,1 z 34,2 mld EUR z przydzielonej puli pożyczek.
- KPO przewiduje przebudowę systemu energetycznego i zmniejszenie udziału węgla w produkcji energii elektrycznej do 56% w 2030 r. z 74% w 2019 r., rozwój transportu zeroemisyjnego, reformę prawa gospodarczego oraz wzrost PKB per capita do ok. 95% śr. UE z 72,8%. Program zawiera ambitne cele zwiększenia wydatków na innowacje i badania i rozwój do 2030 r. do 3% PKB, wzrost udziału inwestycji w PKB do ok. 25% z 17,1% i współczynnika zatrudnienia do 77,3% z 68,2%.
- Środki z funduszu (max. 750 mld €) zaczną płynąć do krajów UE prawdopodobnie w ciągu ok. 2 mies., gdy Rada UE zatwierdzi krajowe programy. Środki UE będą dystrybuowane przez 6 lat.

Źródło: MFIPR, Citi Handlowy

Wykres 5. PMI i koniunktura NBP wskazują na poprawę kondycji przedsiębiorstw i presję cenową

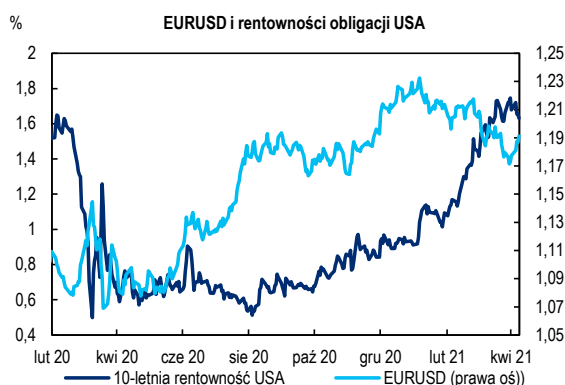
Planowana zmiana skali inwestycji w perspektywie do końca roku (saldo zmian w pkt proc.)



- PMI dla przemysłu niespodziewanie spadł do 53,7 z 54,3. Nieznacznie obniżył się indeks produkcji w wyniku niedoborów surowców i pracowników przy mocnych zamówieniach eksportowych. Utrzymujący się popyt doprowadził do zmniejszenia zapasów, wzrostu zatrudnienia, opóźnień dostaw, rekordowej inflacji kosztów produkcji i cen wyrobów gotowych. Nieznacznie spadł optymizm na kolejne 12 miesięcy.
- Wyniki ankiety NBP wśród firm wskazały na dość dużą elastyczność i odporność sektora przedsiębiorstw na wstrząsy związane pandemią oraz oczekiwaną poprawę kondycji w II kw. Ankieta NBP podobnie jak dane PMI pokazała niedobory materiałów i surowców, a także wzrost wykorzystania mocy wytwórczych, szczególnie wśród eksporterów. Ponownie poprawie uległy perspektywy inwestycyjne. Raport NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym pokazał łagodzenie kryteriów.

Źródło: NBP, Citi Handlowy, *wskaznik ważony zatrudnieniem

Wykres 6. Decyzja Sądu Najwyższego ważna dla złotego; słabsze zatrudnienie w USA może opóźnić zacieśnienie polityki Fed



- W tym tygodniu w centrum uwagi będzie kolejna decyzja Sądu Najwyższego (11.05) w sprawie kredytów walutowych. Jeśli decyzja będzie korzystna dla kredytobiorców lub kolejne banki będą decydować się na konwersję kredytów i dokonywać zabezpieczenia wpływ kwestii CHF na złotego może wzrosnąć w kolejnych miesiącach. Zaangażowanie NBP w ten proces mogłoby ten proces ograniczać.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA okazały się znacznie słabsze od prognoz (266 tys. nowych miejsc pracy wobec oczekiwań ok. 1 mln), a dane za marzec zostały zrewidowane w dół. Przy bardzo dobrych danych o aktywności dane o zatrudnieniu mogą sygnalizować wzrost wydajności pracy. Choć bazowy scenariusz wciąż wskazuje na rozpoczęcia ograniczania skupu aktywów przez Fed w grudniu (tapering) to rośnie ryzyko jego przesunięcia na 2022 r. oraz że polityka Fed pozostanie akomodacyjna na dłużej.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 maj WTOREK							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	IV	--	1,0	0,4
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	IV	4,8	5,0	3,7
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	IV	2,8	2,7	2,3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	79,0	71,0	70,7
12 maj ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	1,0	0,6	-1,0
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	IV	0,2	0,2	0,6
13 maj CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	480	500	498
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tyg.	tys.	3650	3640	3690
14 maj PIĄTEK							
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	% r/r	IV	-1,7	-1,0	-2,8
10:00	PL	Inflacja	% r/r	IV	4,3	4,3	3,2
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	III	1635	1511	1619
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	-1,0	1,1	9,8
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,2	1,3	1,4
16:00	USA	Wstępny indeks konsumentów Michigan	pkt	V	88,7	90,0	88,3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	595	650	713
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.317	2.462	2.691
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.537	16.990	18.665
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	4,2	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,5	10,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	5,5	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,8	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,0	9,6
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-2,6	13,8	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	4,5	3,2
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,9	3,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,04
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,80	2,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,5	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	0,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,6	7,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	286,1	322,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	275,5	315,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	30,0	33,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-22,2	-30,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-5,4	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,4	-4,0	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,1	47,7	45,9

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 całości 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.