

CitiWeekly

Niezmienne gołębi

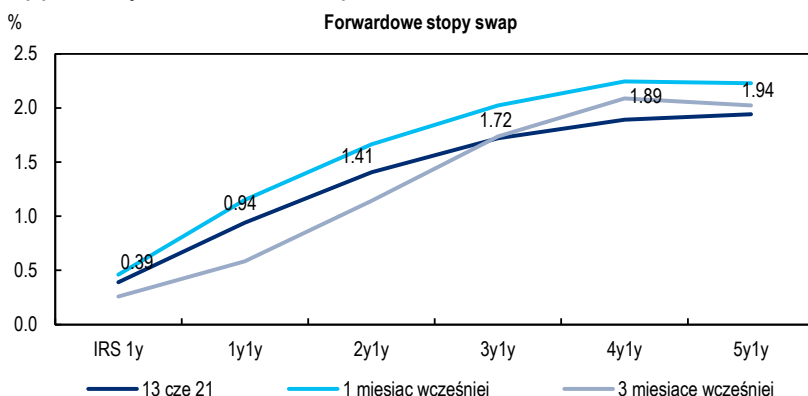
- Ostatni tydzień nie przyniósł rewolucji w polityce pieniężnej, ale i tak okazał się bardzo ciekawy pod względem rynkowym. Przed czerwcowym posiedzeniem RPP pojawiały się oczekiwania, że Rada mogłaby wykorzystać tę okazję do zaostrzenia retoryki i do zasygnalizowania przyszłych podwyżek stóp. Nic takiego nie miało jednak miejsca. RPP nie tylko nie złagodziła swojego komunikatu, ale uzupełniła go o elementy tłumaczące, dlaczego nie zamierza na razie zacieśniać polityki pieniężnej.
- W szczególności do komunikatu powróciło stwierdzenie o tym, że polityka pieniężna sprzyja powrotowi inflacji do celu. Usunięcie tego fragmentu miesiąc wcześniej było przez uczestników rynku interpretowane jako zawołany jastrzębi sygnał. Tym razem Rada postanowiła pokazać, że takie interpretacje nie są uzasadnione i ponownie włączyła to zdanie do swojego komunikatu. Dodatkowo RPP wyraźnie zasygnalizowała, że odchylenia inflacji od celu są w świetle „Założeń polityki pieniężnej” dopuszczalne i nie wymagają ze strony RPP żadnych działań.
- Z kolei podczas piątkowej konferencji prezes NBP stwierdził, że ostatnie ograniczenie skupu aktywów nie było żadnym istotnym sygnałem. W jego ocenie ograniczenie skupu to efekt głównie mniej korzystnych cen zgłoszonych przez banki na przetargu.
- Brak istotnej zmiany w komunikacji RPP w czerwcu nie powinien naszym zdaniem zaskakiwać (był to nasz scenariusz podstawowy). Oczekujemy, że zmiany w retoryce będą powolne i będą postępować w tempie wyznaczanym przez projekcje inflacyjne zaplanowane na lipiec i listopad. Podtrzymujemy nasz scenariusz, że do pierwszej podwyżki stóp w Polsce dojdzie około kwietnia 2022 roku, choć furka dla wcześniejszych działań jest lekko uchylona.
- Pewne nadzieje na szybszą zmianę nastawienia RPP daje fakt, że podczas piątkowej konferencji prezes Głapiński nie powtórzył swojego tradycyjnego zdania zapowiadającego pozostawienie stóp bez zmian do końca kadencji RPP. Jak pokazują jednak doświadczenia z innymi rzekomymi sygnałami (ograniczenie skupu aktywów, usunięcie zdania o sprzyjaniu powrotowi inflacji do celu), uczestnicy rynku mogą przywiązywać zbyt dużą wagę do tego typu zmian. To co jest jasne, to fakt, że dla Rady poprzeczka dla podwyżek stóp procentowych jest zawieszona znacznie wyżej niż uczestnikom rynku się wydaje.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,45	3,68	5,24	1,21	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,42	3,81	5,46	1,16	0,75	-0,50	-0,0	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 9.06. Pozostałe prognozy z 20.05.2021 r

Wykres 1. Oczekiwania na podwyżki przez RPP osłabły - rynek finansowy wycenia docelowo wzrost stóp procentowych w Polsce o około 1,5 pkt.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

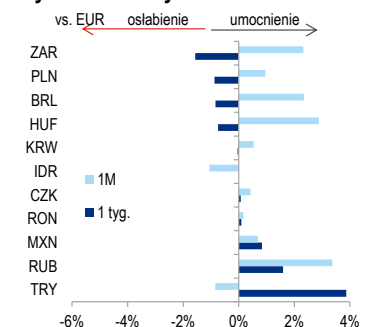
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

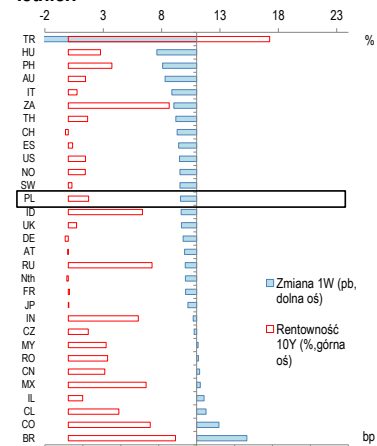
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 11.06.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 11.06.2021 r.

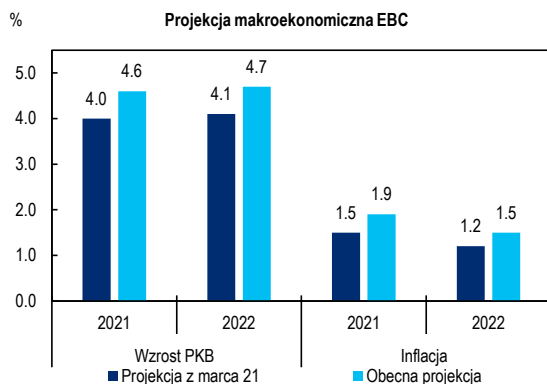
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

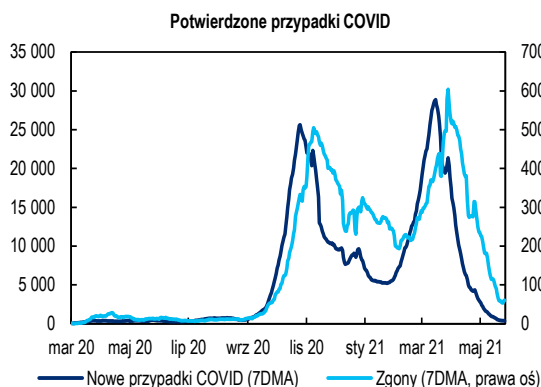
Wykres 4. EBC rewiduje projekcję inflacji i PKB w górę



- Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego postanowiła odłożyć na później jakiegokolwiek istotne zmiany w parametrach polityki pieniężnej. EBC poinformował, że dotychczasowe szybsze tempo skupu aktywów (PEPP) będzie obowiązywało również w III kwartale, a prezes Lagarde uznała, że dyskusja na temat zakończenia programu PEPP byłaby „zbyt wczesna i niepotrzebna”.
- EBC podniósł swoje projekcje PKB oraz inflacji (wykres obok). Z punktu widzenia polityki pieniężnej najważniejszym wnioskiem z projekcji jest to, że inflacja osiąga szczyt w IV kw. 2021, a następnie ścieżka HICP spada poniżej celu Europejskiego Banku Centralnego.
- W EBC trwają prace nad zakończeniem przeglądu strategii polityki pieniężnej. Na razie nie pojawiły się żadne konkretne informacje na temat daty zakończenia tego procesu, a więc można przypuszczać, że do ogłoszenia wyników dojdzie dopiero po wakacjach.

Źródło: ECB, Citi Handlowy

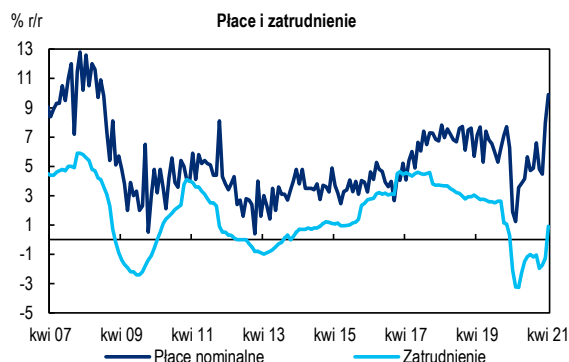
Wykres 5. Znaczny spadek liczby potwierdzonych przypadków COVID otwiera drogę do łagodzenia restrykcji



- Od 26.06. anytpandemiczne restrykcje w Polsce zostaną po raz kolejny [poluzowane](#). Główne zmiany dotyczą zwiększenia liczby gości hotelowych oraz limitów obłożenia w kinach, teatrach i wesołych miasteczkach (do 75%).
- Dodatkowo dopuszczono większą liczbę gości podczas targów i konferencji (1 os. na 10 m kw.), a także zwiększono liczbę widzów podczas koncertów i wydarzeń sportowych. Do limitów nie są włączane osoby w pełni zaszczepione, a więc dwa tygodnie po podaniu drugiej szczepionki.
- Luzowanie restrykcji postępuje wraz ze znacznym ograniczeniem potwierdzonych liczby przypadków COVID i w założeniu ma obowiązywać do końca wakacji.

Źródło: MZ, NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Oczekujemy dwucyfrowego wzrostu płac, głównie ze względu na efekty statystyczne



- W tym tygodniu rozpoczyna się kolejna seria publikacji miesięcznych danych z polskiej gospodarki.
- Na pierwszy ogień pójść dane o bilansie płatniczym. Szacujemy, że w kwietniu nadwyżka w rachunku obrotów bieżących obniżyła się do 880 mln euro, głównie za sprawą mniejszej nadwyżki eksportowej. Jednocześnie efekt ten powinien być częściowo kompensowany przez większy napływ środków z UE.
- Z kolei w piątek poznamy majowe dane z rynku pracy. Spodziewamy się 10,5% r/r wzrostu płac, co jednak wciąż będzie efektem bardzo niskiej statystycznej bazy z okresu, gdy podczas pandemii część firm ograniczała godziny pracy i wynagrodzenia.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 cze PONIEDZIAŁEK							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0.3	0.4	0.1
14:00	PL	Saldo rachunku obrotów bieżących	mIn EUR	IV	880	1215	938
15 cze WTOREK							
10:00	PL	Inflacja (ostateczny odczyt)	% r/r	V	4.8	4.8	4.8
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	-1.1	-0.6	0.0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna bez aut	% m/m	V	0.4	0.4	-0.8
16:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0.7	0.6	0.7
16 cze ŚRODA							
10:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	V	4.1	4.0	3.9
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	V	1645	1640	1569
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	V	1720	1730	1760
20:00	USA	Decyzja Fed (FOMC)	%	VI	0.25	0.25	0.25
17 cze CZWARTEK							
10:00	EUR	HICP (ostateczny odczyt)	% r/r	V	2.0	2.0	1.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350	360	375
18 cze PIĄTEK							
10:00	PL	Przecietne wynagrodzenie	% r/r	V	10.5	10.4	9.9
10:00	USA	Zatrudnienie	% r/r	V	2.6	2.5	0.9

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	5,2	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
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	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,40	2,80
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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „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. Niniejszy materiał 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne 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 prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. 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 pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

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.