

CitiWeekly

Jastrzębia RPP? Nie tym razem...

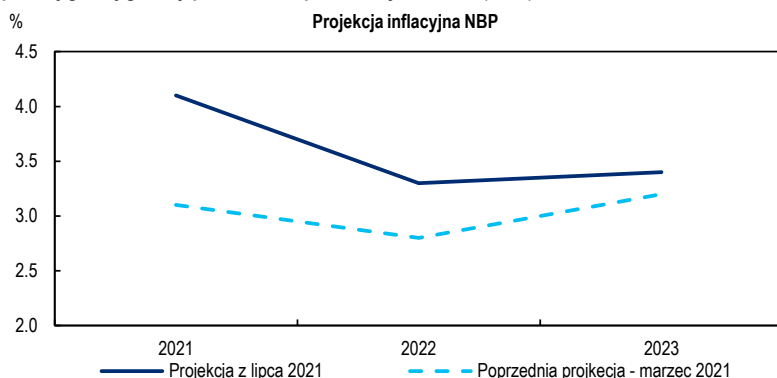
- Nadzieje na jastrzębi zwrot w Radzie Polityce Pieniężnej zderzyły się z rzeczywistością. W minionym tygodniu RPP nie tylko utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (tego oczekiwali wszyscy analitycy), lecz również podtrzymała bardzo łagodny ton swojego komunikatu (tu już oczekiwania były bardziej zróżnicowane). Naszym zdaniem w słowach Rady trudno doszukać się jakiegokolwiek sygnału świadczącego o istotnej zmianie nastawienia w polityce pieniężnej.
- Dla oceny perspektywy stóp procentowych w Polsce kluczowe znaczenie mają komentarze prezesa NBP z piątkowej konferencji prasowej, a te również były utrzymane w łagodnym tonie. Co prawda projekcja inflacyjna NBP została zrewidowana w górę (wykres 1) i jest wyższa od celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, jednak prezes Glapiński wyraźnie podkreślał to, że indeks CPI powinien obniżyć się w 2022 r. i będzie niższy od górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań.
- Ponadto, prezes NBP sformułował trzy warunki konieczne aby RPP w ogóle rozpoczęła dyskusję o dostosowaniu polityki pieniężnej. Po pierwsze, Rada musiałaby mieć pewność, że „*sytuacja pandemiczna nie będzie już zakłócać aktywności gospodarczej w sposób gwałtowny*”. Po drugie, prognozy musiałby pokazywać ryzyko trwałego przekroczenia górnej granicy odchyleń od celu (czyli od 3,5%). Po trzecie, inflacja musiałaby być napędzana szybkim wzrostem popytu przy mocnym rynku pracy. Naszym zdaniem łączne spełnienie tych warunków w najbliższym czasie może nie być łatwe, szczególnie w obliczu pojawiających się kolejnych mutacji wirusa.
- Jeżeli powyższe warunki są niezbędne do dyskusji o podwyżkach, można tylko przypuszczać, że do samych podwyżek konieczne byłoby jeszcze mocniejsze sygnały z gospodarki. Dodając do tego obawy NBP przed umocnieniem złotego („*Nie chcemy aprecjacji złotego*”), scenariusz odłożenia podwyżek stóp procentowych do 2022 roku wydaje się jak najbardziej prawdopodobny.
- Nasza prognoza pozostaje bez zmian – wciąż sądzimy, że rozpoczęcie cyklu podwyżek w Polsce nastąpi około marca/kwietnia 2022, a więc po tym jak do Rady trafią trzej nowi członkowie wybrani przez Senat. Naszym zdaniem do końca 2023 r. stopa referencyjna może sięgnąć 1,75-2,00%.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 21	4,52	3,85	5,40	1,18	0,10	-0,50	-0,15	1,91
III KW 22	4,49	3,83	5,48	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 23.06.2021 r

Wykres 1. Nowa projekcja inflacyjna jest wyższa od celu (2,5%), lecz wciąż pozostaje minimalnie poniżej górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań (3,5%)



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

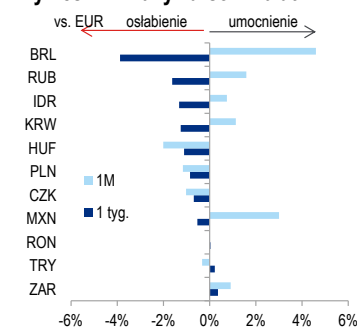
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

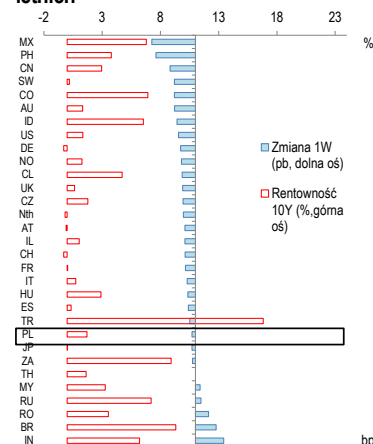
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.07.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 9.07.2021 r.

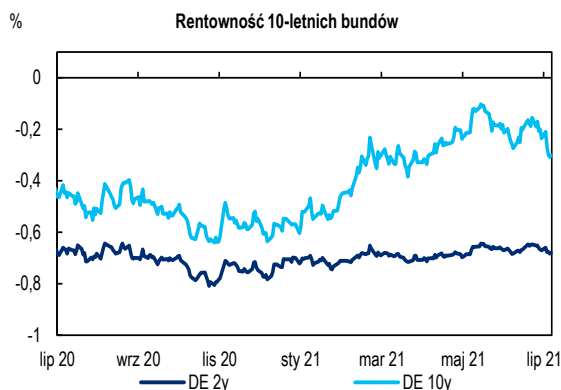
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

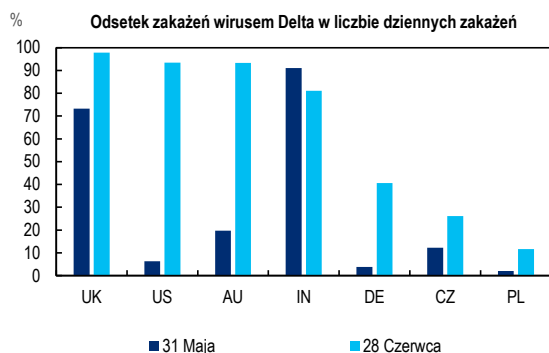
Wykres 4. Nowa strategia EBC



- W wyniku przeglądu swojej strategii Europejski Bank Centralny wprowadził symetryczny cel inflacyjny na poziomie 2%, wobec utrzymywanego wcześniej niesymetrycznego celu „poniżej, ale blisko 2%”. Zmiana ta może zachęcać EBC do utrzymywania nieco łagodniejszej polityki pieniężnej, co wpłynęło na spadek rentowności Bundów. Niemniej naszym zdaniem, powyższa modyfikacja raczej nie stanowi rewolucji w dotychczasowej polityce. Kolejnym krokiem może być wprowadzenie zmian w wytycznych EBC na temat przyszłej ścieżki stóp procentowych (tzw. *forward guidance*).
- Zapis dyskusji z ostatniego posiedzenia FED pokazał, że redukcja skupu aktywów może wystąpić nieco wcześniej niż przypuszczano. Podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający ogłoszenie redukcji QE we wrześniu i wdrożenie zmian począwszy od grudnia (zmniejszenie tempa skupu aktywów o 10 miliardów USD miesięcznie dla 10-letnich Treasuries i 5 miliardów USD miesięcznie dla MBS*).

Źródło: GUS, Citi Handlowy, MBS – instrumenty dłużne zabezpieczone hipoteką

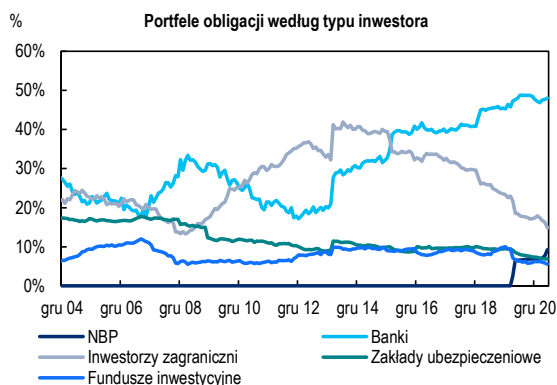
Wykres 5. Wariant Delta głównym zagrożeniem w kolejnej fali zachorowań



- Liczba dziennych zakażeń oraz zgonów z powodu COVID w Polsce utrzymuje się na poziomie z początku pandemii, jednak w minionym tygodniu premier Morawiecki ostrzegł przed możliwą IV falą spowodowaną wariantem Delta. Odsetek tej mutacji w liczbie zakażeń wzrósł ostatnio z 2,8% do ok. 12%. Niepokoi też wykryta w Peru mutacja Lambda, która według WHO, jest bardziej zakaźna i odporna na szczepionki.
- Kluczowe dla sytuacji pandemicznej jesienią będą nie tylko nowe warianty wirusa, lecz także poziom immunizacji. W związku ze spadkiem tempa szczepień w ostatnich tygodniach MZ zakłada w pesymistycznym scenariuszu do 15 tys. zakażeń dziennie jesienią. Premier zaznaczył możliwy powrót restrykcji w Polsce oraz UE.

Źródło: Reuters, Citi Research, Citi Handlowy

Wykres 5. Inwestorzy zagraniczni zmniejszają swoje zaangażowanie na krajowym rynku długu



- Na piątkowym przetargu resort finansów sprzedał obligacje za ok. 5,5 mld zł odkupując ok. 4,4 mld zł obligacji zapadalnych w 2021 r. Według resortu finansów realizacja potrzeb pożyczkowych po przetargu wynosi ok. 76%, ale nasze szacunki wskazują na ok. 86-90%.
- Głównym kupującym na rynku krajowych obligacji skarbowych pozostają banki, które w czerwcu powiększyły swoje portfele o ok. 16 mld zł (kwota ta wlicza zakupy NBP). To z kolei zrównoważyło znaczną redukcję zaangażowania ze strony inwestorów zagranicznych o ok. 11 mld zł i krajowych funduszy inwestycyjnych. Obligacje sprzedawali głównie inwestorzy z Japonii i Holandii.
- Spadek rentowności amerykańskich obligacji może przejściowo wzmocnić popyt na krajowe papiery, jednak naszym zdaniem krajowe banki pozostaną głównym nabywcą obligacji.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lip		WTOREK					
00:00	CN	Eksport	% r/r	VI	--	23,1	27,9
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	2,8	2,7	2,9
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	0,5	0,5	0,6
14 lip		ŚRODA					
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	--	--	39,1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	-0,4	-0,1	0,8
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	V	822	1506	1740
14:30	USA	PPI	% m/m	VI	0,6	0,5	0,8
15 lip		CZWARTEK					
04:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	--	7,8	8,8
04:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	VI	--	11	12,4
04:00	CN	PKB	% r/r	VI	--	8,1	18,3
10:00	PL	CPI	% r/r	VI	4,4	4,4	4,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350	360	373
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	--	28,3	30,7
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	VII	--	18,5	17,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	0,3	0,7	0,8
16 lip		PIĄTEK					
00:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	VII	-0,1	-0,1	-0,1
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	VI	1,9	1,9	1,9
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	VI	3,4	3,8	4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	-1,1	-0,5	-1,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan - wstępny	pkt	VII	83,9	86,5	85,5

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

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	597	597	668	717
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1990	2122	2293	2324	2506	2734
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13737	15313	15540	15582	17455	18768
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	5,7	5,1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	5,3	5,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	9,9	7,4
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	4,6	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,5	6,1
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	-0,2	15,0	10,7
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,9	16,5	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	4,9	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,1	3,6
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	8,0	8,6
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	2,25	2,70
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	18,1	9,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,7	1,3
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,7	8,9
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	313,1	353,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	302,4	344,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,2	25,9	26,5	26,7	29,9	32,9
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-20,9	-29,4
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	-7,0	-5,5	-4,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,6	-4,1	-2,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,3	46,4	43,2	48,0	47,5	46,9

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.