

CitiWeekly

Bardziej jastrzębi Fed negatywny dla złotego

- Choć publikacja FOMC (Federalnego Komitetu Otwartego Rynku) miała być wydarzeniem o małej wadze, to ich publikacja wywołała zamieszanie na rynku sygnalizując, że członkowie Fed byłoby skłonni podwyższyć stopy procentowe wcześniej, niż zakładał rynek, dopuszczając podwyżkę w czerwcu. To wywołało przecenę na rynku akcji oraz osłabienie walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Choć opublikowane *minutes* wydawały się jastrzębie, a prawdopodobieństwo podwyżki w czerwcu lub lipcu wzrosło z 32% do 47% według rynku, to naszym zdaniem do kolejnego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA dojdzie najprawdopodobniej najwcześniej we wrześniu.
- Bardziej jastrzębi, niż wcześniej oczekiwano, Fed wspiera wartość dolara w krótkim terminie, jednak sądzimy, że w dłuższym terminie podwyżki stóp procentowych prowadzące prawdopodobnie do odwróconej krzywej rentowności, niekoniecznie będą argumentem za trwałym trendem aprecjacji dolara. Sądzimy, że biorąc pod uwagę wciąż wysoką nadwyżkę w bilansie obrotów bieżących, niedoszacowany kurs euro i relatywnie niski poziom kursu EUR/USD w porównaniu do krzywej realnych stóp procentowych, wciąż możliwe jest wybiecie kursu EURUSD w górę z przedziału 1,05-1,15. W związku z tym spodziewamy się spadku EURUSD do 1,11 w perspektywie 3 miesięcy i odbicia do 1,16 w horyzoncie 12 miesięcy.
- Oczekiwania na szybsze podwyżki stóp najprawdopodobniej wpłyną negatywnie na waluty gospodarek wschodzących, szczególnie powiązanych z dolarem, ale także złotego. Spodziewamy się, że najsłabszy okres dla złotego będzie w najbliższych 3 miesiącach, a w ciągu 12 miesięcy złoty odrobi straty do 4,30 - wsparty przez ożywienie wzrostu gospodarczego, utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie, przy łagodzeniu polityki pieniężnej przez EBC oraz brak kolejnych obniżek ratingu Polski.
- Oczekujemy także stopniowego umocnienia funta w relacji do euro i złotego, po referendum 23-go czerwca nad członkostwem w UE, w którym według ekonomistów Citi, z prawdopodobieństwem 60-70% większość głosujących opowie się za pozostaniem Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej. Na taki rezultat wskazują także kwotowania firm bukmacherskich, również sondaże nieznacznie przesunęły się w tym kierunku. Inny wynik referendum byłby negatywny nie tylko dla funta, ale także dla złotego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 16	4,45	4,01	5,56	1,11	1,50	0,00	1,67	0,15	1,80
II KW 17	4,33	3,73	5,62	1,16	1,50	-0,25	2,02	0,30	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dn. 23.05.2016 r., pozostałe prognozy z dn. 22.04.2016 r.

Wykres 2. Umocnienie złotego w reakcji na brak obniżki ratingu przez Moody's okazało się przejściowe z powodu bardziej jastrzębiego od oczekiwań minutes Fed



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

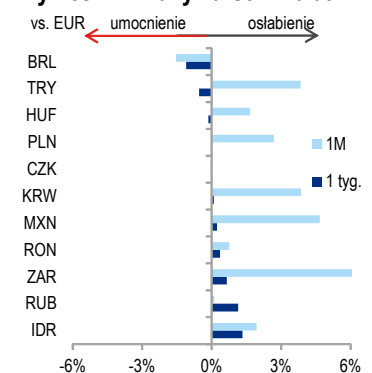
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut

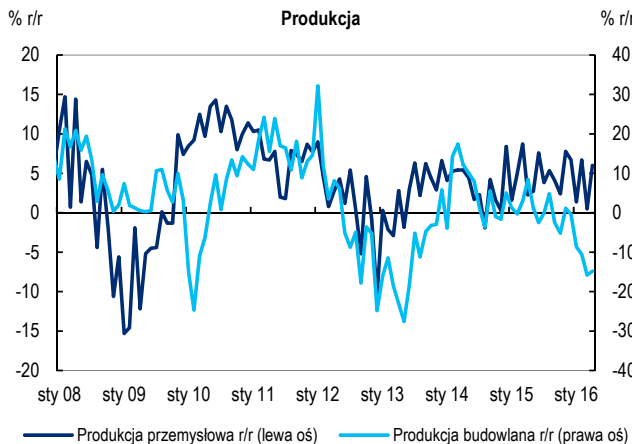


Według stanu na dzień 20.05.2016 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Produkcja przemysłowa okazała się silniejsza od prognoz, ale budownictwo rozczarowało

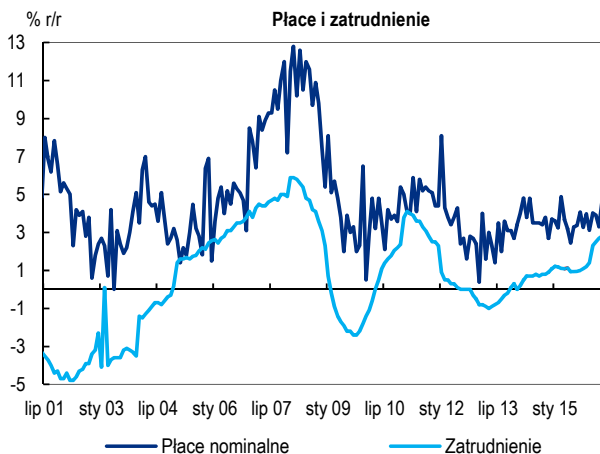


- Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w kwietniu do 6% r/r z 0,5% w marcu, głównie za sprawą mocnego odreagowania w przetwórstwie do 8,3% z 1,8%. Wzrost produkcji przekroczył oczekiwania rynkowe (3,3%) i nasz szacunek (4,7%), mimo nieoczekiwanie dużego spadku indeksu PMI. Produkcja odreagowała także po korekcie o efekt liczby dni roboczych do 5,7% z 0,8%.
- Mocniejsze dane o produkcji przemysłowej wpisują się w nasz bazowy scenariusz przewidujący ożywienie aktywności gospodarczej po słabszym I kwartale.
- Skala spadku produkcji budowlanej zmniejszyła się jedynie nieznacznie do -14,8% z 15,8%, mniej niż zakładał rynek (-12,4%). To sygnalizuje, że dynamika inwestycji może pozostać słaba w całym roku.

W skrócie: Odreagowanie produkcji przemysłowej, ale budownictwo sygnalizuje słabe inwestycje

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie przyspieszyły, a stopa bezrobocia prawdopodobnie spadła

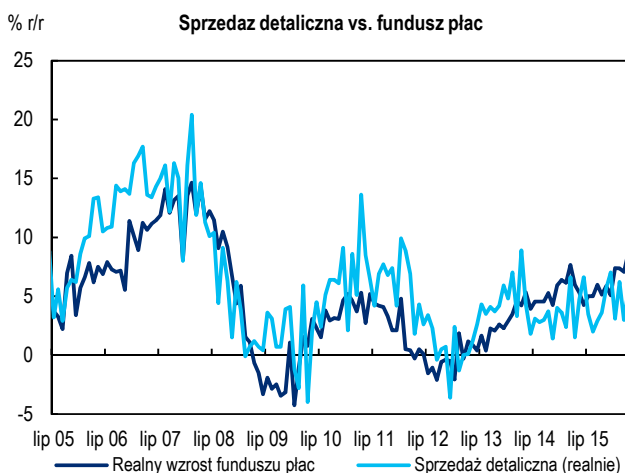


- Płace przyspieszyły w kwietniu do 4,6% r/r z 3,3%, powyżej konsensusu na poziomie 3,8% (nasza prognoza 4,1% r/r). Zatrudnienie przyspieszyło do 2,8% r/r z 2,7%, nieznacznie poniżej konsensusu (2,9%).
- Spodziewamy się także dalszego spadku stopy bezrobocia do 9,5% z 10%.
- Dobre dane z rynku pracy są optymistycznym prognostykiem dla konsumpcji, wciąż przy stosunkowo niewielkiej presji na wzrost płac i cen. Jednocześnie ograniczają ryzyko dla naszego scenariusza, który zakłada brak obniżek stóp procentowych.

W skrócie: Rynek pracy mocniejszy bez presji inflacyjnej

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Sprzedaż detaliczna odreagowała a kolejne miesiące powinny przynieść mocne odczyty



- Sprzedaż detaliczna odreagowała w ujęciu realnym do 5,5% r/r z 3, zgodnie z konsensem rynkowym. Szczegółowe rozbięcie pokazało niewielkie spowolnienie sprzedaży żywności i przyspieszenie w większości pozostałych kategorii w tym zwłaszcza dóbr trwałego użytku, co częściowo można wyjaśnić przesunięciem świąt wielkanocnych na marzec z kwietnia w porównaniu do zeszłego roku.
- Naszym zdaniem przyspieszenie nominalnego wzrostu funduszu płac (w kwietniu do 7,5% z 6,1% a w ujęciu realnym do 8,7% z 7%, tj. najmocniej od lat 2007-2008) oraz program 500+ będzie sprzyjać konsumpcji prywatnej.

W skrócie: Dobre perspektywy dla konsumpcji

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 maj WTOREK							
	EA	Spotkanie Eurogrupy					
08:00	DE	PKB	% kw/kw	I kw.	0,7	0,7	0,7
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	10,0	12,0	11,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IV	--	522	511
25 maj ŚRODA							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	V	9,5	9,6	10,0
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	106,4	106,6	106,6
	EA	Spotkanie Ecofinu					
26 maj CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	278
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	tys.	IV	--	0,8	0,8
16:00	USA	Wstępna sprzedaż domów	% m/m	IV	--	--	1,4
27 maj PIĄTEK							
16:00	USA	Finalny indeks nastrojów Michigan	pkt	IV	--	95,5	89,0

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	478	523	579
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,656	1,719	1,790	1,849	1,946	2,065
PKB per capita (USD)	13,740	12,983	13,615	14,197	12,363	12,447	13,649	0
Populacja (mln)	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4	38.3	38.2
Stopa bezrobocia (%)	12.5	13.4	13.4	11.5	9.8	8.7	8.2	8.2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.0	1.6	1.3	3.3	3.6	3.4	3.5	3.5
Inwestycje (% r/r)	12.8	-3.9	-5.8	12.6	4.1	4.3	6.2	7.4
Spożycie ogółem (% r/r)	2.0	0.5	0.7	3.1	3.1	3.8	3.9	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.3	0.8	0.2	2.6	3.1	4.2	4.2	3.4
Eksport (% r/r)	7.9	4.6	6.1	6.4	6.5	6.2	6.5	5.4
Import (% r/r)	5.8	-0.3	1.7	10.0	6.0	7.3	8.6	6.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4.6	2.4	0.7	-1.0	-0.5	0.7	1.8	2.3
Inflacja CPI (% średnia)	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.9	-0.6	1.9	2.7
Płace nominalne (% r/r)	4.9	3.5	2.6	3.8	3.5	4.3	6.3	6.5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	1.50	2.25	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4.77	4.21	2.61	2.71	1.65	1.57	2.47	3.39
Rentowność obligacji 10-letnich	5.91	3.73	4.34	2.52	2.95	3.20	3.90	4.30
USD/PLN (Koniec okresu)	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	3.84	3.67	3.51
USD/PLN (Średnia)	2.96	3.26	3.16	3.15	3.77	3.87	3.72	3.57
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.42	4.09	4.15	4.26	4.26	4.41	4.23	4.14
EUR/PLN (Średnia)	4.12	4.19	4.20	4.18	4.18	4.38	4.30	4.15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27.0	-17.6	-6.7	-11.0	-1.1	2.0	-3.7	-7.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5.1	-3.5	-1.3	-2.0	-0.2	0.4	-0.7	-1.3
Saldo handlu zagranicznego	-17.4	-9.2	-0.4	-4.3	2.4	4.4	-1.2	-4.7
Eksport	184.2	181.0	198.1	210.4	190.9	205.7	219.3	242.9
Import	201.6	190.2	198.5	214.7	188.5	201.3	220.6	247.7
Saldo usług	7.3	8.0	10.1	11.4	10.9	11.9	12.3	13.2
Saldo dochodów	-18.0	-16.2	-15.8	-17.6	-13.4	-13.1	-13.4	-14.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	-14.0	-6.6	-3.4	-8.1	-10.0	-11.0	-11.0	-10.0
Rezerwy międzynarodowe	89.7	100.3	99.3	94.1	89.4	89.4	89.4	89.4
Amortyzacja	39.1	47.2	49.9	58.2	56.3	51.0	55.2	54.1
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.9	-3.7	-4.0	-3.2	-2.9	-3.0	-3.2	-3.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-1.1	-1.2	-1.6	-1.6
Dług publiczny (Polska metodologia)	52.0	51.6	53.3	47.9	49.5	50.1	50.3	50.0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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 ofertą ani 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów 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.

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.