

CitiWeekly

RPP już była jastrzębia

- W ostatnich miesiącach członkowie RPP bardzo starali się przekonać uczestników rynku o tym, że nie zamierzają wprowadzać zmian w polityce pieniężnej. W publicznych wypowiedziach odżegnywali się od pomysłu obniżek stóp procentowych oraz niekonwencjonalnych działań. Ostrożny ton pozwolił Radzie zacząć budować antyinflacyjną reputację w sytuacji gdy do RPP powołano ośmiu nowych członków.
- Naszym zdaniem RPP już ma za sobą szczyt „jastrzębiości” i w kolejnych tygodniach spodziewamy się łagodzenia, a nie zaostrzania retoryki. Po pierwsze dlatego, że część członków RPP ma już poczucie, że udało się im przekonać uczestników rynku o tym, że posiadają wyważone poglądy. Po drugie, wspomnienie decyzji S&P z początku roku i ówczesnego osłabienia złotego poszło w niepamięć, co zwiększa skłonność polityków gospodarczych do odważniejszych działań. Po trzecie, dane ze Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro wskazują na lekkie pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu.
- W kolejnych tygodniach będziemy świadkami bardzo powoli zarysowującej się polaryzacji opinii. Już w ostatnich dniach pojawiły się gołębie komentarze A. Łona oraz J. Żyżyńskiego, które częściowo były równoważone przez zdecydowanie mniej gołębie wypowiedzi innego członka RPP – J. Osiatyńskiego.
- Niemniej nie spodziewamy się na razie żadnych istotnych zmian w polityce pieniężnej. Wciąż oczekujemy, że w tym roku stopy procentowe pozostaną bez zmian, a szanse na niekonwencjonalne działania ze strony banku centralnego są – przynajmniej na razie – relatywnie niewielkie. Największa zmiana będzie dotyczyła nie tyle rzeczywistych działań, co raczej retoryki RPP - uczestnicy rynków coraz częściej mogą słyszeć opinie gołębiego skrzydła w Radzie, a nie tylko jastrzębi.
- Głównym zagrożeniem dla tego scenariusza jest sytuacja na rynku FX. RPP mogłaby ponownie stać się bardziej ostrożna dopiero w przypadku zwiększenia zmienności na rynkach finansowych i większego osłabienia złotego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

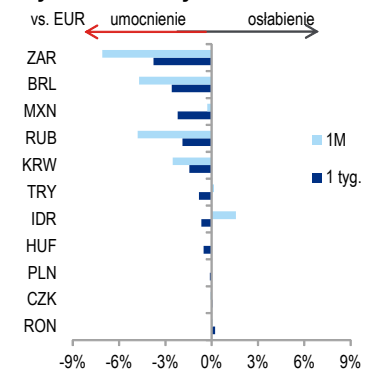
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



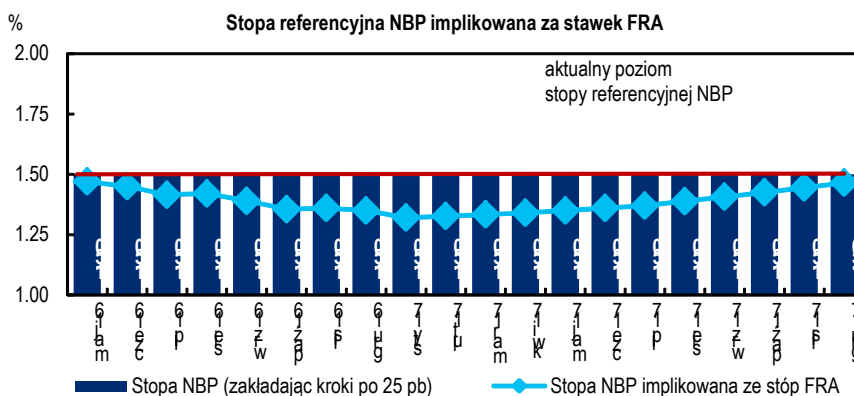
Według stanu na dzień 15.04.2016 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 16	4,36	3,86	5,52	1,13	1,50	0,00	1,68	0,15	1,80
II KW 17	4,29	3,90	5,57	1,10	1,50	0,00	1,76	0,30	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 19.03.2016 r.

Wykres 2. Naszym zdaniem w najbliższych tygodniach komentarze z RPP mogą być bardziej gołębie niż dotychczas.

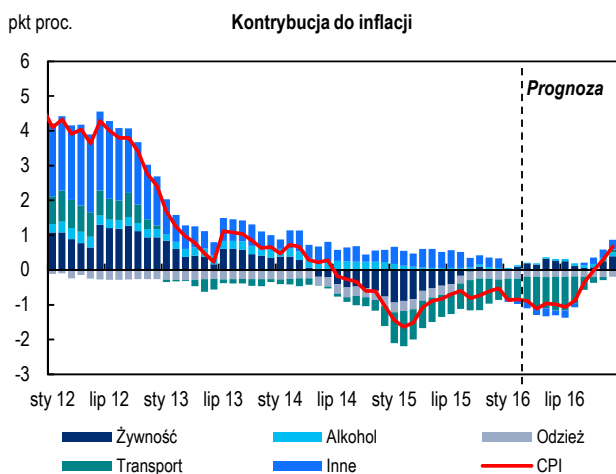


Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Inflacja pozostanie poniżej zera do listopada

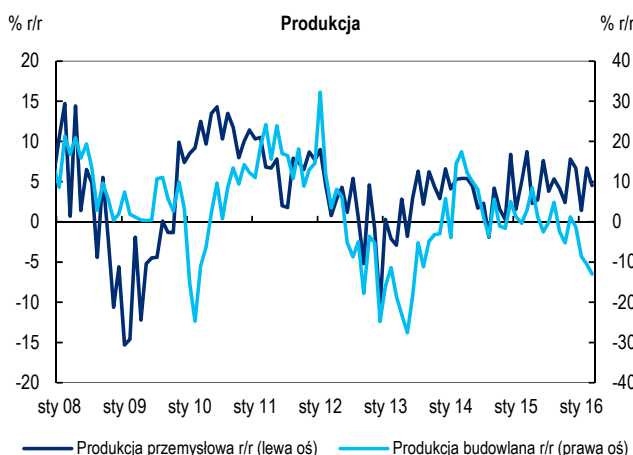


- Inflacja spadła w marcu do -0,9% r/r z -0,8% jak wskazał wstępny szacunek GUS. Spadek inflacji wynikał w dużej mierze z niższej niż zakładaliśmy dynamiki cen w kategorii rekreacja i kultura (-1,7% m/m).
- Przyspieszenie wzrostu cen żywności zostało zniwelowane przez wolniejszy wzrost cen transportu. Poza tym w obydwu kategoriach miesięczne zmiany cen były wyższe od naszych szacunków co sprawiło, że inflacja netto okazała się niższa niż zakładaliśmy i wyniosła -0,2%.
- Spodziewamy się, że inflacja utrzyma się znacznie poniżej zera do końca III kw. i wzrośnie na koniec roku do 0,6% w związku z oczekiwanym wzrostem cen ropy.

W skrócie: Inflacja będzie rosła, ale ścieżka będzie niższa niż wcześniej oczekiwaliśmy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Oczekujemy spowolnienia produkcji głównie za sprawą liczby dni roboczych

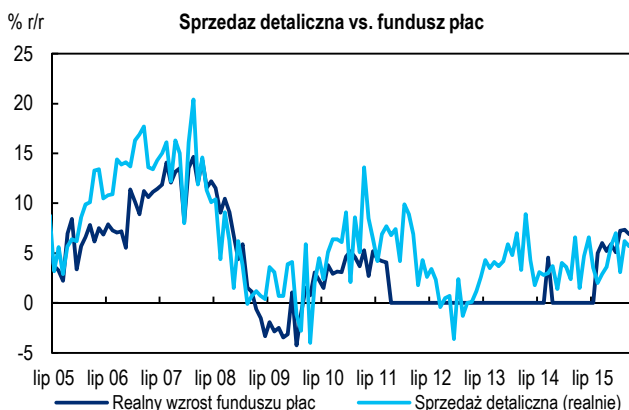


- Produkcja przemysłowa najprawdopodobniej spowolniła w marcu do 4,5% r/r z 6,7% w lutym. Głównym powodem będzie jednak efekt mniejszej liczby dni roboczych, który wspierał produkcję miesiąc wcześniej.
- Jednak naszym zdaniem ogólna sytuacja w przemyśle jest korzystna szczególnie biorąc pod uwagę ostatnie zaskakujące wzrosty wyrównanego sezonowo indeksu PMI. Wynikają one ze wzrostów indeksów produkcji oraz nowych zamówień.
- Według naszych szacunków spadek produkcji budowlanej pogłębił się do -13% r/r z -10,5%. Słaby wynik w produkcji budowlanej może wynikać z mniejszego napływu środków unijnych.

W skrócie: Koniunktura w przemyśle jest wciąż dobra.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Bardzo mocny wzrost realnego funduszu płac potwierdza, że konsumpcja będzie głównym motorem wzrostu



- Dane z rynku pracy za marzec potwierdzają korzystną sytuację. Wzrost płac co prawda spowolnił w marcu do 3,3% z 3,9%, nieco bardziej niż zakładał rynek (3,4%), ale z kolei wzrost zatrudnienia przyspieszył do 2,7% r/r z 2,5%, tj. bardziej niż oczekiwano. To oznacza kolejny miesiąc realnego wzrostu funduszu płac ok. 7% potwierdzając, że konsumpcja prywatna będzie głównym motorem wzrostu w tym roku.
- Pomimo mniejszej liczby dni roboczych w porównaniu do analogicznego miesiąca poprzedniego roku spodziewamy się, że sprzedaż detaliczna będzie rosła w solidnym realnym tempie 5,7% r/r wobec 6,2% w lutym.

W skrócie: Rynek pracy wciąż wspiera konsumpcję.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 kwi PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Płace	% r/r	III	3.6	3.4	3.9
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	III	2.5	2.5	2.5
19 kwi WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	--	8.0	4.3
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	4.5	3.8	6.7
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	III	-13.0	-8.8	-10.5
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	III	5.7	5.7	6.2
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy nowych domów	% m/m	III	--	1.188	1.178
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	% m/m	III	--	1.200	1.167
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	II	--	-46.20	-45.7
20 kwi ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	% m/m	III		5.26	5.08
21 kwi CZWARTEK							
13:45	EA	Decyzja EBC	%	IV	--	0.0	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	264	253
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IV	--	8.0	12.4
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	III	--	0.4	0.1
16:00	EA	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	--	-9.5	-9.7
22 kwi PIĄTEK							
09:30	DE	Indeks PMI dla przemysłu	%	IV	--	51.00	50.7
09:30	DE	Indeks PMI dla usług	%	IV	--	51.80	55.1
10:00	EA	Indeks PMI dla przemysłu	%	IV	--	53.30	51.6
10:00	EA	Indeks PMI dla usług	%	IV	--	--	53.1
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	--	--	106.7
13:45	USA	Indeks PMI	pkt	IV	--	52.00	51.5

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	475	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,790	1,859
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,363	12,415
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	12,6	4,1	4,3
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,2
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,2
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,5
Płace nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,71	1,65	1,57
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,20
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,99
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-0,8	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,9	5,0
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	190,6	205,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	187,8	200,5
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	11,0	12,0
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,7	-13,4
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,9	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,5	50,1

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.