

CitiWeekly

Gołębia RPP, jastrzębi Fed

- Kluczowym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie posiedzenie Fed. Jak już sygnalizowaliśmy w naszym poprzednim raporcie tygodniowym, spodziewamy się, że Fed tym razem podniesie stopy procentowe o 0,25 punktu procentowego. Po marcowej podwyżce spodziewamy się kolejnych dwóch zmian stóp do końca bieżącego roku.
- Z kolei w kraju na najbliższe dni zaplanowano publikację kilku istotnych wskaźników z polskiej gospodarki (strony 2-3). Niezależnie od tego jakie będą lutowe dane, najprawdopodobniej nie zmienią one nic w nastawieniu Rady Polityki Pieniężnej. Na ostatnim posiedzeniu (8 marca) RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, a prezes NBP ponownie zasignalizował, że w jego ocenie nie ma przesłanek do zmian stóp procentowych przynajmniej do końca bieżącego roku. Ten relatywnie łagodny komunikat został wysłany pomimo wyraźnej rewizji projekcji inflacyjnej. NBP podniósł bowiem swoją projekcję CPI na bieżący rok do 2,1% r/r (o około 0,8 punktu proc.), a na przyszły rok do 1,9% (o 0,4 pkt. proc.). Naszym zdaniem pokazuje to w dobitny sposób, że RPP na razie nawet nie rozważa możliwości podwyżek stóp w 2017 roku.
- Biorąc to pod uwagę uważamy, że szanse na to, iż w najbliższym czasie RPP zmienił zdanie są niewielkie. Jeden z członków Rady (Łukasz Hardt) zasignalizował, że okazją do ponownego zastanowienia się nad poziomem stóp procentowych będzie dopiero publikacja lipcowej projekcji inflacyjnej. Nawet gdyby ta projekcja okazała się ponownie wyraźnie wyższa, budowanie konsensusu potrzebnego do podwyżki stóp procentowych zapewne potrwa co miesiąc. Tym samym RPP zapewne dotrwa do początku 2018 roku zanim po raz pierwszy podniesie stopy procentowe. W całym 2018 roku spodziewamy się podwyżek stóp łącznie o 100 pkt. bazowych.
- Ważnym wydarzeniem dla UE mogą być wybory parlamentarne w Holandii w środę 15 marca.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 17	4,36	4,15	5,13	1,05	1,50	0,0	1,73	0,40	2,45
I KW 18	4,19	4,19	4,82	1,00	1,75	0,0	2,18	0,40	2,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.2.2017.

Wykres 3. Projekcja inflacyjna NBP – marzec 2017.

	Inflacja			Wzrost PKB		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
lip 16	1,3	1,5	-	3,5	3,3	-
lis 16	1,3	1,5	-	3,6	3,3	-
mar 17	2,0	2,0	2,3	3,7	3,3	3,2

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

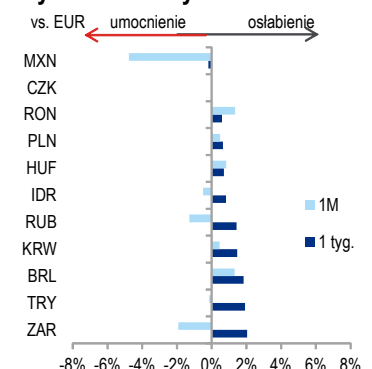
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

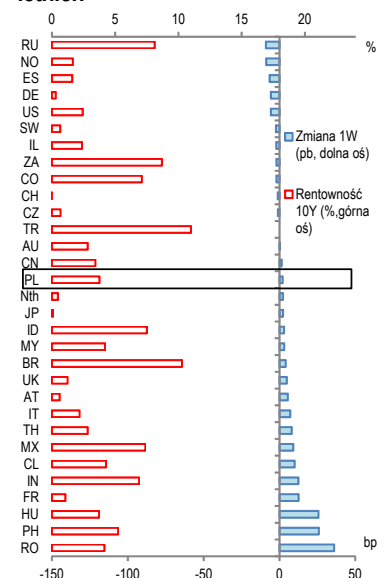
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.3.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



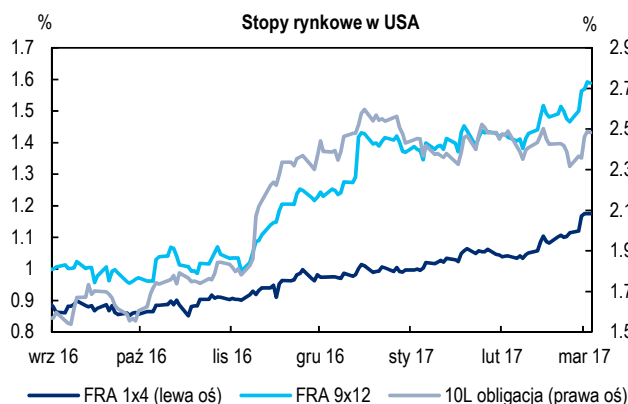
Według stanu na dzień 10.3.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

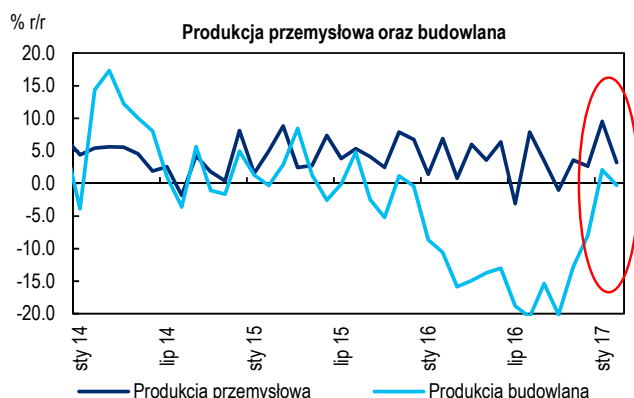
Wykres 4. EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, Fed może je podnieść



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

- Europejski Bank Centralny nie zmienił parametrów polityki pieniężnej na marcowym posiedzeniu. Choć EBC podwyższył prognozy wzrostu PKB i inflacji na lata 2017-2018, ton wypowiedzi M. Draghiego był bardzo ostrożny. Zdaniem prezesa EBC bilans ryzyka dla wzrostu PKB jest obecnie bardziej zbilansowany i nie ma podstaw by oczekiwać znacznie wyższej inflacji w horyzoncie projekcji.
- Dane z USA i komentarze członków Fed sprawiły, że podwyżka stóp w USA w marcu stała się niemal pewna. Istotny będzie komunikat FOMC i zakładana liczba podwyżek w tym roku przez członków Fed. Citi oczekuje jeszcze dwóch podwyżek w bieżącym roku.

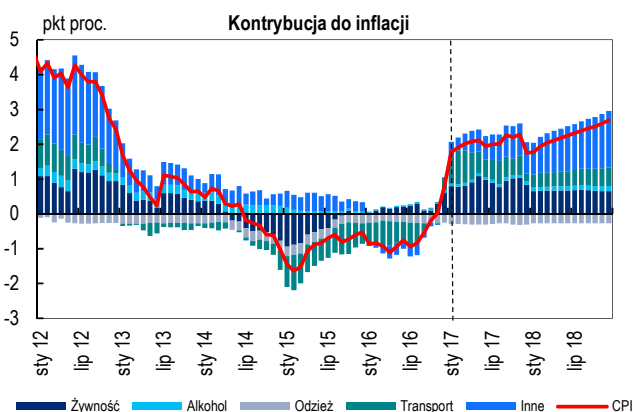
Wykres 5. Po wyjątkowym dobrym styczniu, luty przyniesie pogorszenie aktywności



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- W przypadku wszystkich kluczowych wskaźników aktywności gospodarczej (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz produkcja budowlana) spodziewamy się pogorszenia w stosunku do stycznia. Głównym czynnikiem stojącym za spowolnieniem będą efekty kalendarzowe – relatywnie mniejsza liczba dni roboczych.
- Pomijając ten fakt, gospodarka wydaje się rosnąć w szybkim tempie – możliwe, że ponad 3% już w I kwartale.
- Dobre wyniki gospodarki wspierają dochody z tytułu VAT, które według Pulsu Biznesu wzrosły w lutym o 40%. Po wyeliminowaniu jednorazowych czynników wzrost wyniósł naszym zdaniem nieco ponad 10%.

Wykres 6. Inflacja wciąż rośnie, ale dużo wolniej niż w poprzednich miesiącach.



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy.

- Według naszych prognoz inflacja wzrosła w lutym do 1,9% r/r, wobec wstępnie szacowanych 1,8% w styczniu. Nasza prognoza jest niższa niż konsensus rynkowy (2,1%).
- Zakładamy możliwość niewielkiej rewizji styczniowych danych w dół, w związku z coroczną zmianą koszyka inflacyjnego.
- Nasz scenariusz na kolejne miesiące przewiduje dalszy wzrost CPI do ponad 2%, jednak pod koniec roku inflacja może nieco obniżyć się ze względu na wysoką statystyczną „bazę” (efekt wzrostu cen paliw pod koniec 2016 r.). W horyzoncie prognozy ustępować będzie znaczenie wysokich cen paliw, a rosnąć będzie znaczenie inflacji bazowej.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 mar WTOREK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	I	1.5	1.4	-1.6
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	18.0	13.0	10.4
14:00	PL	Inflacja	% r/r	II	1.9	2.1	1.8
15 mar ŚRODA							
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	--	8.0	2.7
13:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	III	--	15.0	18.7
13:30	USA	Inflacja	% m/m	II	0.0	0.0	0.6
13:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	II	0.2	0.2	0.3
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-0.1	0.1	0.4
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	II	0.4	0.4	--
19:00	USA	Decyzja Fed	%	III	1.00	1.00	0.75
16 mar CZWARTEK							
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	II	2.0	2.0	1.8
13:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	II	1283	1262	1246
13:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	II	1290	1260	1293
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	233	245	243
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	30.0	43.3
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	I	1510	354	-533
14:00	PL	Eksport	mln €	I	--	--	14615
14:00	PL	Import	mln €	I	--	--	14766
14:00	PL	Płace	% r/r	II	3.8	4.0	4.3
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	4.5	4.5	4.5
17 mar PIĄTEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	3.2	2.7	9.0
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	-0.3	0.0	2.1
14:00	PL	PPI	% r/r	II	--	4.6	4.1
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	II	6.9	6.4	9.6
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0.4	0.2	-0.3
15:00	USA	Wstępny indeks konsumentów Michigan	pkt	III	--	97	96.3

Źródło: Reuters, Bloomberg, 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)	529	501	524	546	477	469	440	496
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,850	1,934	2,030
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,216	11,480	12,964
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,6	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,9	2,8	3,2	2,8
Nakłady na środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	2,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	3,0	3,6	3,7	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,2	3,6	3,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	7,2	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,0	6,5	5,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,8	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,3
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	4,20	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	4,21	4,25	3,99
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	4,22	4,08
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,42	4,20	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,27	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-2,5	-4,3	-6,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,0	-0,2	-0,5	-1,0	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	1,8	-0,9	-3,3
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,3	184,6	206,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,5	185,4	210,0
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	14,7	14,4	16,2
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,7	-16,5	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,6	-2,9	-3,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,9	-1,2	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	51,6	51,7	51,2

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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. 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 części 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.