

CitiWeekly

RPP nie jest gotowa na zmianę retoryki

- Środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej ma szansę okazać się najmniej interesującym posiedzeniem dla inwestorów od dobrych kilku miesięcy. Już w lutym i marcu RPP wyraźnie zasygnalizowała, że przynajmniej do końca roku nie zamierza zmieniać stóp procentowych. Dane, które od tego czasu zostały opublikowane (w tym inflacja, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna) mogły tylko utwierdzić członków RPP w takim przekonaniu. Zwolennicy stabilizacji stóp procentowych będą teraz mogli spokojnie obstawać przy swoim scenariuszu. Biorąc to pod uwagę, nie spodziewamy się ze strony RPP istotnej zmiany w tonie komunikatu, ani tym bardziej samej zmiany stóp procentowych. Naszym zdaniem kolejna zmiana stóp to będzie podwyżka, ale będzie trzeba na nią poczekać do I kwartału 2018 r.
- W praktyce oznacza to, że okres ujemnych lub bliskich zera realnych stóp procentowych będzie relatywnie długi i prawdopodobnie przeciągnie się na 2018 r. Na razie nie dostrzegamy z tego tytułu poważnych zagrożeń dla złotego. Przykład innych krajów OECD, które utrzymywały ujemne stopy realne pokazuje, że poziom stóp realnych nie tłumaczy zbyt dobrze zachowania się kursów walutowych. Obecna siła złotego wydaje się potwierdzać, że poziom stóp ma drugorzędne znaczenie – kurs EUR/PLN spadł bowiem w tym tygodniu w okolice 4,21, nawet szybciej niż zakładaliśmy. Abstrahując od poziomu stóp procentowych widzimy ryzyko, że z obecnego bardzo niskiego poziomu, istnieje większe ryzyko po stronie korekty na rynku FX i wzrostu EUR/PLN. Niemniej w horyzoncie do końca roku spodziewamy się powrotu złotego do trendu aprecjacyjnego.
- W minionym tygodniu Wielka Brytania ostatecznie rozpoczęła dwuletni okres przygotowań do opuszczenia Unii Europejskiej. Przedstawiciele KE stoją na stanowisku, że negocjacje powinny najpierw skoncentrować się na ustaleniu warunków wyjścia z UE (w tym praw obywateli 27 krajów pracujących w Wielkiej Brytanii), a dopiero na późniejszym etapie rozpoczną się rozmowy na temat porozumień handlowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 17	4,27	3,95	4,91	1,08	1,50	0,0	1,74	0,30	2,65
II KW 18	4,18	4,02	4,70	1,04	2,00	0,0	2,60	0,50	2,70

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.03.2017.

Wykres 3. Na horyzoncie długi okres ujemnych realnych stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

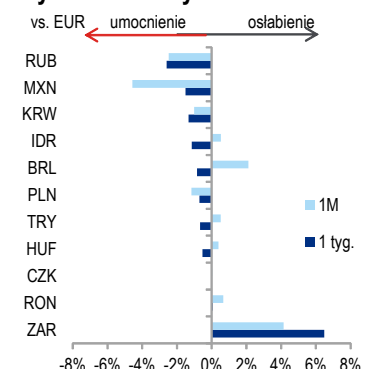
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

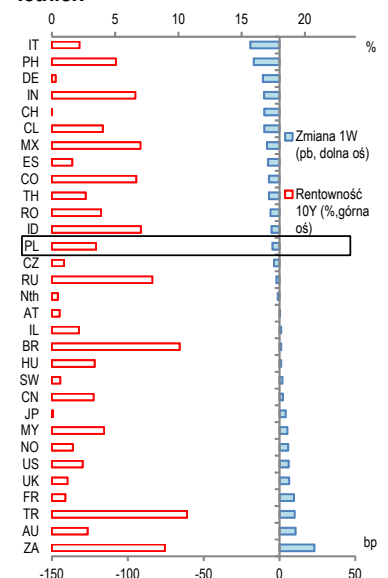
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 31.3.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 31.3.2017 r.
Źródło: Reuters.

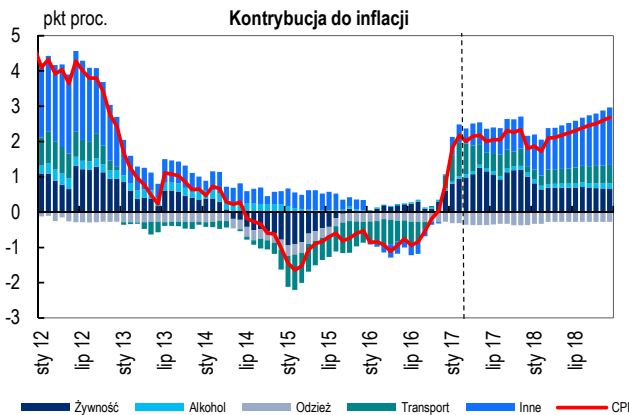
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

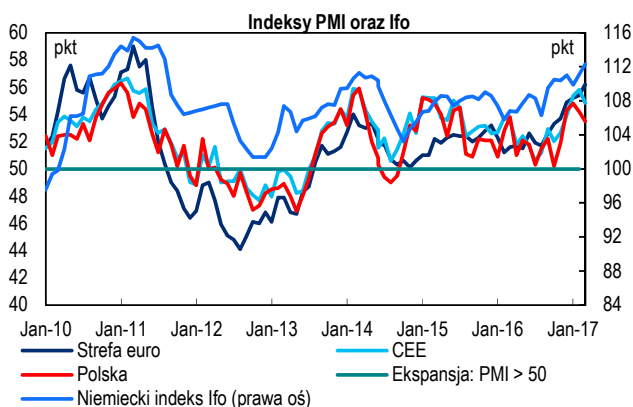
Wykres 4. Inflacja lekko spadła w marcu



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS.

- Inflacja w marcu spadła do 2% i okazała się niższa od naszej, i tak „pesymistycznej” prognozy na poziomie 2,2% (konsensus: 2,3%). Dane mają charakter wstępny i na tym etapie GUS nie podaje dokładnego rozbitcia wskaźnika CPI. Niemniej przypuszczamy, że źródłem niespodzianki mogły być – oprócz żywności – między innymi niskie ceny w kategorii „rekreacja” w związku z niższymi cenami wycieczek pakietowych, podobnie jak to miało miejsce w innych krajach.
- Jak sygnalizowaliśmy w naszych wcześniejszych raportach najbliższe miesiące to będzie okres wypłaszczenia ścieżki wzrostowej CPI i tak właśnie interpretujemy marcową publikację.

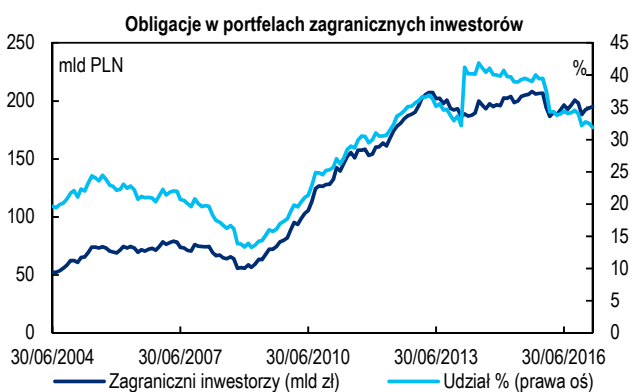
Wykres 5. Indeks PMI słabszy od prognoz



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- W marcu wskaźnik PMI spadł do 53,5 punktu z 54,2 w lutym i był niższy od naszych oraz rynkowych prognoz. Niemniej indeks pozostał wciąż na relatywnie wysokich poziomach, sugerując dynamiczny wzrost produkcji oraz nowych zamówień.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, firmy z sektora przetwórczego sygnalizowały wzrost presji kosztowo-cenowej. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że rosnące ceny producentów z pewnym opóźnieniem przełożą się również na indeks cen konsumentów (CPI).

Wykres 6. Zagraniczni inwestorzy kupują obligacje, jednak ich udział wciąż spada



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

- W lutym zagraniczni inwestorzy zwiększyli zaangażowanie w polskie obligacje rządowe o 1,3 mld do 195,1 mld zł, a więc najwyższego poziomu od października 2016 r. Udział zagranicznych inwestorów w całym rynku spadł jednak do 31,9%.
- Po jednym miesiącu przerwy tytuł największego kraju-inwestora powrócił do Stanów Zjednoczonych, które nieznacznie wyprzedziły Japonię (posiadając odpowiednio 17,1% oraz 17,0% całości zadłużenia).
- Wyraźny wzrost odnotowano w przypadku portfeli obligacji pięcio- i dziesięcioletnich, co wskazuje, że zagraniczni inwestorzy zwiększali swoją ekspozycję na ryzyko stopy procentowej.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 kwi PONIEDZIAŁEK							
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	58,0	59,5
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	54,9	54,6	54,2
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	III	56,0	57,5	57,6
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	III	58,3	58,3	56,8
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	III	56,2	56,2	55,4
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	53,5	53,4
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	III	57,7	57,2	57,7
4 kwi WTOREK							
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,7	0,5	-0,1
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	II	--	-45,0	-48,5
5 kwi ŚRODA							
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	wda % r/r	II	2,3	3,0	1,6
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	III	55,6	55,6	54,4
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	III	56,5	56,5	55,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	III	--	195	298
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	III	--	53,1	52,9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	56,6	57,0	57,6
20:00	USA	Minutes FOMC					
	PL	Decyzja RPP	%	III	1,50	1,50	1,50
6 kwi CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienie w przemyśle	%m/m	II	4,5	4,0	-7,4
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	250	250	258
7 kwi PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	155	175	235
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	4,7	4,7	4,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	III	--	0,4	0,4

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	470	490	515
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,798	1,853	1,953	2,056
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,410	12,235	12,804	13,471
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	8,3	7,6	7,2
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,9	2,8	3,4	2,8
Nakłady na środki trwałe (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-5,5	3,7	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	3,0	3,6	3,6	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	8,4	6,2	5,0
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	8,7	6,9	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	4,04	3,97
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,98	3,99
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	4,25	4,17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-2,5	-4,7	-6,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	-1,0	-1,2
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	1,8	-0,8	-3,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,4	182,9	204,8
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	183,7	208,0
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	107,0	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.

Biuro Głównego Ekonomisty

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.