

CitiWeekly

Rada konsekwentnie gołębia

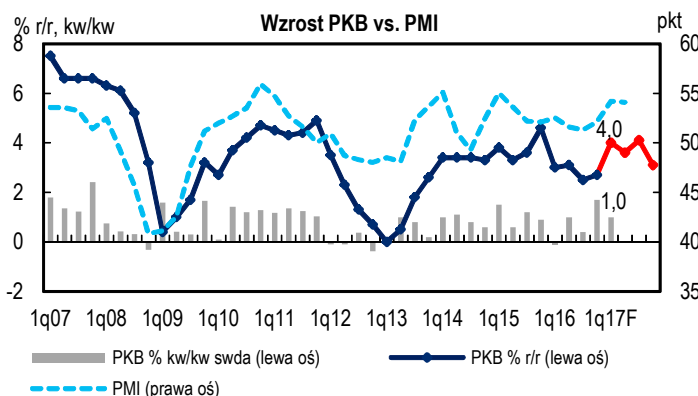
- Wzrost PKB przyspieszył wyraźnie w I kw. do 4% (1% kw/kw) z 2,5% w IV kw. 2016 r., tj. nieco bardziej niż zakładała nasza prognoza i konsensus (3,9%). GUS poda szczegółowe rozbięcie danych o PKB dopiero pod koniec miesiąca, jednak biorąc pod uwagę dane miesięczne i przyspieszenie wzrostu produkcji budowlanej sądzimy, że za przyspieszenie w PKB odpowiadały głównie inwestycje.
- Mimo bardzo dobrych danych o wzroście gospodarczym i dalszego wzrostu inflacji netto RPP pozostaje konsekwentnie gołębia. W komunikacie Rada zwróciła uwagę na poprawę wzrostu, ale nie wydawała się poruszona skalą przyspieszenia, mimo wcześniejszych wypowiedzi niektórych jej członków o oczekiwanym niewielkim przyspieszeniu wobec IV kw. Prezes NBP A. Głapiński powiedział, że nie byłby zaskoczony gdyby wzrost PKB osiągnął w tym roku 4% przy niewielkiej presji inflacyjnej.
- Rada prawdopodobnie rozważy zmianę gołębiego nastawienia, gdy projekcje pokażą wzrost inflacji powyżej celu NBP. Choć Rada dostrzegła wzrost inflacji netto to wciąż uważa jej poziom za umiarkowany, a prezes NBP spodziewa się utrzymania inflacji poniżej celu także w przyszłym roku i nie wyklucza stabilizacji stóp nawet do końca 2018 r. Jednocześnie A. Głapiński przyznał, że sytuacja może jednak się zmienić, a obecnie niektórzy członkowie Rady widzą możliwość wyższych stóp w połowie 2018 r.
- W bazowym scenariuszu wciąż zakładamy podwyżki stóp o 100 pb w 2018 r. Naszym zdaniem mocny wzrost gospodarczy i rynek pracy jak również zaktualizowane projekcje NBP z wyższą ścieżką inflacji zachęca członków Rady to zmiany tonu komentarzy na nieco bardziej jastrzębie w II połowie roku. Zakładana przez nas skala podwyżek stóp w 2018 r. wyraźnie przekracza oczekiwania rynkowe (1 podwyżka stóp w 2018 r.). Sądzymy, że Radzie będzie ciężko przyjąć bardziej gołębi ton niż obecnie, dlatego zakładamy stopniowy wzrost stóp swap w tym i przyszłym roku. Jednocześnie biorąc pod uwagę dobre fundamenty i pozytywne decyzje agencji ratingowych i powrót inwestorów zagranicznych wciąż widzimy miejsce do zawężenia spreadów asset swap.

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. 26.04.2017.

Wykres 3. Wzrost PKB w I kw. przyspieszył nieco bardziej niż oczekiwano do 4% r/r a w całym roku wyniesie naszym zdaniem 3,7%.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

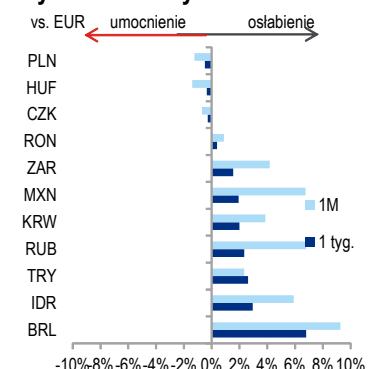
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

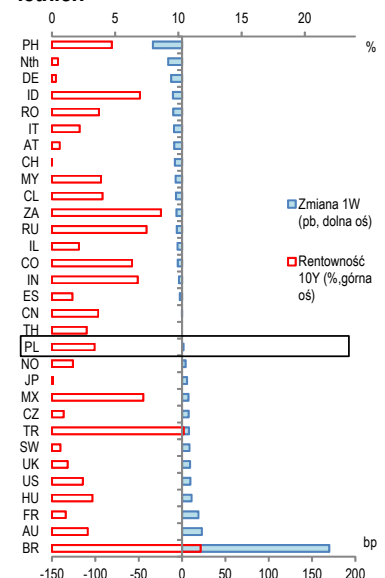
Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 19.5.2017 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 19.5.2017 r.

Źródło: Reuters.

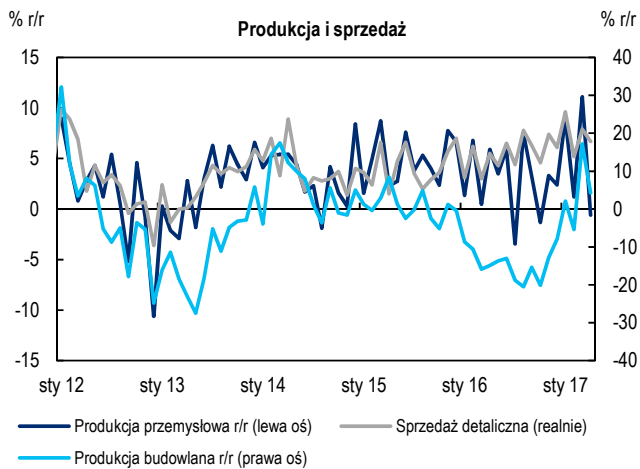
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

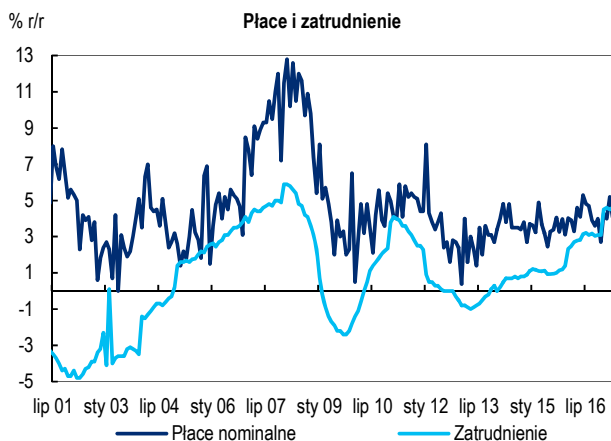
Wykres 4. Słabsza produkcja i sprzedaż w kwietniu



- Produkcja przemysłowa spadła w kwietniu o 0,6% r/r, po wcześniejszym wzroście o 11,1% w marcu. Dane były niższe od naszych oraz rynkowych prognoz. Słabsze od prognoz rynkowych okazały się również dane o produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej.
- Spowolnienie w kwietniu można częściowo zrzucić na czynniki kalendarzowe – mniejszą liczbę dni roboczych oraz okres Świąt Wielkanocnych. Teoretycznie czynnik ten nie powinien być źródłem niespodzianek, gdyż przygotowując prognozę ekonomiści wiedzą z góry o efektach kalendarzowych. Niemniej w praktyce wpływ efektów kalendarzowych jest trudny do sprecyzowania, a błędy prognoz są często „skorelowane” ze zmianami w liczbie dni roboczych. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się silnego wyniku produkcji w maju.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

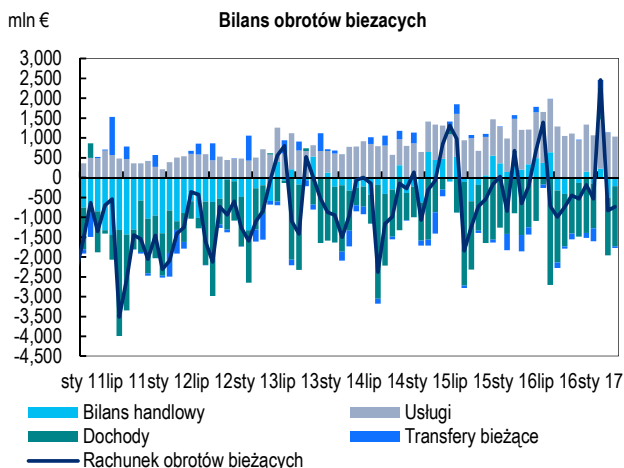
Wykres 5. Mimo chwilowego spowolnienia płac rynek pracy wciąż mocny



- Nominalne płace wzrosły w kwietniu o 4,1% r/r, a więc wolniej niż 5,2% w marcu. Dane te były jednak zbliżone do naszych oraz rynkowych prognoz. Z kolei zatrudnienie wzrosło o 4,6% r/r, co zapewne wynika z przechodzenia części dotychczasowych pracowników na etaty.
- Spodziewamy się, że presja płacowa będzie stopniowo rosła, wspierana rosnącym popytem na pracę oraz spadkiem podaży pracy (mniej osób w wieku produkcyjnym oraz niższy wiek emerytalny). Spodziewamy się z tego tytułu stopniowego wzrostu inflacji bazowej, która obecnie i tak oscyluje w okolicach 1,5-2,0% (dane annualizowane).

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Mocne ożywienie w obrotach handlowych, a 12-miesięczne saldo obrotów bieżących bliskie zera



- Deficyt obrotów bieżących obniżył się w marcu do 738 z 860 mln €, nieco mniej niż zakładaliśmy (ok. 0,6 mld €) i wyraźnie mniej niż zakładał konsensus rynkowy (ok. 0,3 mld €) €. Poprawie uległ bilans handlowy, choć w znacznie mniejszej skali niż oczekiwano. Mimo, że eksport przyspieszył (do 14,9%) bardziej niż zakładaliśmy to odreagowanie importu było jeszcze silniejsze (do 18,9%). Lepsze od naszych założeń okazały się salda na rachunkach dochodów.
- Skumulowany za 12 miesięcy bilans obrotów bieżących wyniósł w marcu ok 0% PKB wobec -0,3% w grudniu ub.r. i -0,6% na koniec 2015 r. Oczekujemy niewielkiego stopniowego pogorszenia bilansu obrotów bieżących w tym roku jednak będzie towarzyszył temu większy napływ środków unijnych.

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Data	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 maj PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Indeksy koniunktury					
23 maj WTOREK							
08:00	DE	PKB	% r/r	I kw.	1,8	2	1,7
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	V	58,5	58,0	58,2
09:30	DE	Wstępny PMI dla usług	pkt	V	56,5	55,5	55,4
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	V	57,0	56,5	56,7
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	V	56,8	56,6	56,4
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	V	114,0	113,1	112,9
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	V	-	53,0	52,8
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	V	-	53,0	53,1
15:45	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IV	612	611	621
24 maj ŚRODA							
08:00	DE	Indeks nastrojów konsumentów GfK	pkt	VI	10,3	10,2	10,2
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	IV	5,69	5,68	5,71
25 maj CZWARTEK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	7,7	7,7	8,1
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	IV	-	-64,6	-64,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	238	232
15:45	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	-	-	50,2
26 maj PIĄTEK							
14:30	USA	PKB	% r/r	I kw.	-	0,9	0,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IV	-1,2	-1,5	0,9
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	V	-	97,7	97,7

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	469	492	518
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,071
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	12,857	13,545
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	1,4	3,3	3,8	2,7	3,7	3,2
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	4,4	7,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	3,7	2,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	5,8	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	6,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,9	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,1	2,5
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,5	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	4,00	4,60
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,18	4,01	3,96
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,98	4,00
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,21	4,16
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,24	4,18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-3,4	-6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,7	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	-0,5	-4,2
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	195,5	203,0
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	195,9	207,1
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-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	-2,4	-2,5	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,9	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,9	50,4

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.