

CitiWeekly

Nowe projekcje NBP bez wpływu na RPP?

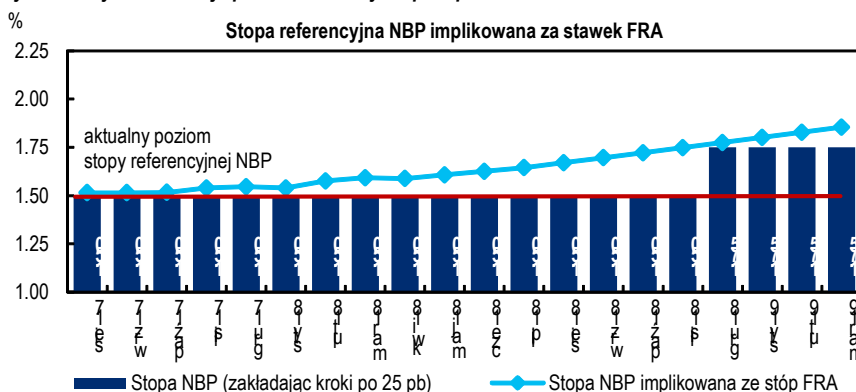
- Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacji RPP na lipcowym posiedzeniu. Sądymy, że wstępny odczyt inflacji pokazujący zaskakująco duży spadek rocznej dynamiki cen konsumpcyjnych w czerwcu najprawdopodobniej jedynie umocni gołębi przekaz członków RPP. Mimo mocnego wzrostu PKB, który naszym zdaniem najprawdopodobniej przekracza potencjalne tempo wzrostu, a którego odzwierciedleniem są dobre miesięczne dane o aktywności oraz wciąż utrzymujący się na wysokim poziomie indeks PMI, niska inflacja pozwoli Radzie w dalszym ciągu sygnalizować, że nie ma potrzeby do zmiany stóp co najmniej do końca roku a prawdopodobnie także przez znaczną część 2018 r.
- Nie spodziewamy się także dużych zmian w projekcjach NBP. Prognoza inflacji na ten rok zapewne pozostanie zbliżona do 2%, gdyż nie będzie uwzględniać spadku inflacji w czerwcu. Jednocześnie w 2018 r. wzrost cen utrzyma się na poziomie 2%. Podobnie jak wstępne dane o inflacji, nowe projekcje NBP dadzą argumenty członkom Rady za utrzymaniem dotychczasowego łagodnego podejścia do polityki pieniężnej.
- Mimo niższej ścieżki inflacji wciąż oczekujemy zacieśniania polityki pieniężnej w przyszłym roku, a jedynie zdecydowaliśmy się odsunąć w czasie moment rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych do połowy przyszłego roku. W związku z tym spodziewamy się w przyszłym roku trzech podwyżek stóp, co wciąż jest wyraźnie powyżej oczekiwań rynku, który pierwsze podwyżki zakłada na przełomie 2018 i 2019 r. w okresie zbliżonym do prognozowanej przez nas pierwszej podwyżki stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny.
- W tym tygodniu jedną z najistotniejszych publikacji będą dane z rynku pracy w USA o zatrudnieniu poza rolnictwem, a który naszym zdaniem będzie lepszy od oczekiwań, co może sprzyjać dolarowi. Mimo ostatniego umocnienia euro, wciąż spodziewamy się odreagowania dolara w najbliższych 12 miesięcy w stronę 1,08.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 17	4,22	3,80	4,74	1,11	1,50	0,00	1,74	0,35	2,70
III KW 18	4,13	3,82	4,69	1,08	2,00	0,00	2,45	0,60	2,73

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 21.06.2017 r.,

Wykres 3. Rynek oczekuje pierwsze zmiany stóp na przełomie 2018/2019 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

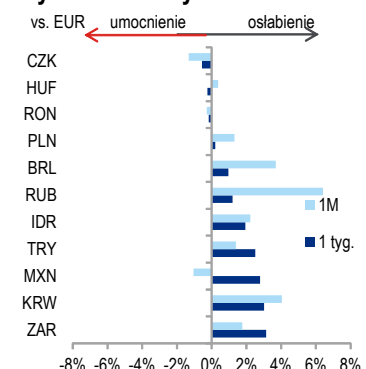
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

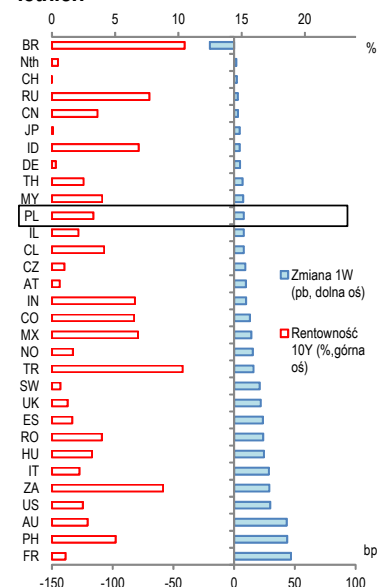
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 30.6.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 30.6.2017 r.
Źródło: Reuters.

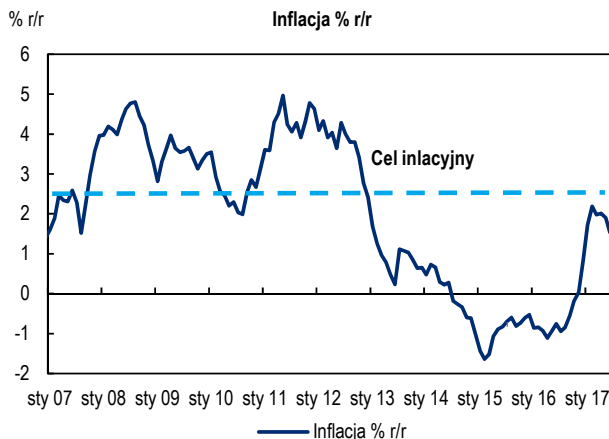
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

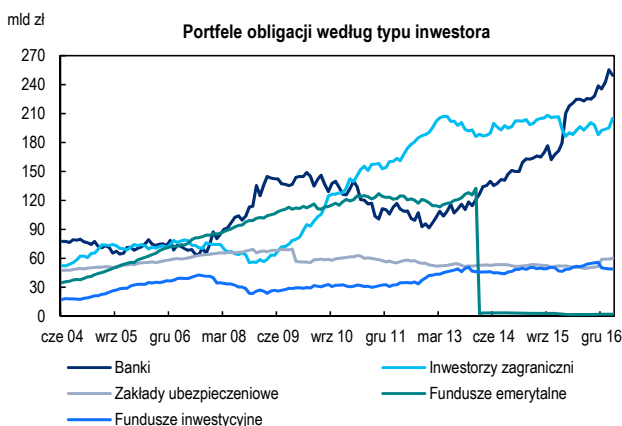
Wykres 4. Inflacja znów poniżej oczekiwań



- Według wstępnego szacunku GUS inflacja obniżyła się w czerwcu aż do 1,5% r/r z 1,9% w kwietniu. Choć oczekiwaliśmy spadku inflacji za sprawą niższych cen paliw to skala spadku jest dla nas zaskakująca podobnie jak dla rynku (nasza prognoza i konsensus: 1,7%). Dopiero szczegółowe rozbięcie danych publikowane w połowie lipca odpowie na pytanie co stało za tym dużym spadkiem. Mogła za tym stać niższa dynamika cen żywności niż zakładaliśmy lub większy wpływ spadku cen paliw.
- Niska inflacja z pewnością obniży ścieżkę inflacji na kolejne miesiące, jednak w związku z tym że wciąż zgodnie z prognozami ekonomistów Citi zakładamy wzrost cen paliw, sądzimy, że spadek inflacji wynikający z cen surowców jest przejściowy i inflacja będzie znacznie wyższa w II poł. 2018 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

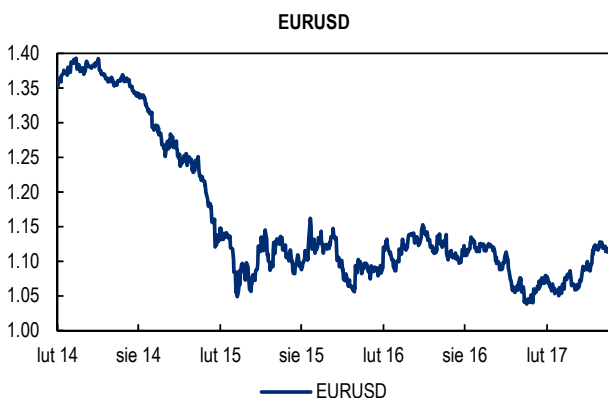
Wykres 5. Dane o portfelach inwestorów i podaży długu na lipiec



- Według danych Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie na krajowym rynku obligacji w maju o 0,6 mld zł. Sprzedającymi były głównie banki centralne i fundusze inwestycyjne. Swoje portfele zmniejszyli inwestorzy z Danii, Austrii i Irlandii a powiększali inwestorzy z Japonii i Norwegii.
- W zapowiedzi podaży długu w III kwartale resort finansów poinformował, że nie planuje przetargów obligacji w lipcu. Łączna podaż w całym kwartale ma wynieść 3-10 mld zł. Ponadto na aukcjach zamiany w sierpniu i wrześniu zostaną odkupione obligacje zapadalne w 2018 r. w ramach prefinansowania przyszłorocznych potrzeb.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Research

Wykres 6. Nasz scenariusz dotyczący polityki pieniężnej głównych banków centralnych nie zmienił się



- W ostatnim tygodniu euro umocniło się do dolara za sprawą komentarzy M. Dragiego, które rynek zinterpretował jastrzębio. Mimo, że EBC zwrócił uwagę, że słowa prezesa były zinterpretowane przez rynek nadmiernie restrykcyjnie to kurs EURUSD pozostał na wysokich poziomach.
- W USA w obliczu danych o aktywności i inflacji zaskakujących w dół członkowie Fed w swoich komentarzach zwracają uwagę, że takie zjawisko jest najprawdopodobniej przejściowe. Jednocześnie łagodne warunki finansowe wspierają potrzebę dalszych podwyżek stóp procentowych.
- Nasze oczekiwania co do działań banków centralnych się nie zmieniły. Oczekujemy wydłużenia programu skupu aktywów EBC do połowy 2018 r. i pierwszej podwyżki stóp w 2019 r oraz kontynuacji podwyżek stóp przez Fed (kolejnej w grudniu)

Źródło Reuters, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. Publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 lip WTOREK							
	USA	Dzień Niepodległości					
5 lip ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VI	--	53.7	53.7
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	VI	54.7	54.7	56.3
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0.6	0.3	0.1
	PL	Decyzja RPP	%	VI	1.5	1.5	1.5
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	V	--	-0.5	-0.2
20:00	USA	Minutes FOMC					
6 lip CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienie w przemyśle	%m/m	V	0.8	2.0	-2.1
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	VI	--	188	253
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	245	244	242
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	V	--	-46.2	-47.6
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	VI	--	53.0	53.0
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	56.8	56.5	56.9
7 lip PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	VI	153	177	138
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	VI	4.3	4.3	4.3
Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi							

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	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	1,6	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	4,19	3,83	3,81
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,85	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,12
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,22	4,13
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-2,8	-5,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,5	-0,9
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	0,3	-2,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	198,1	205,7
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	197,8	208,1
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.