

CitiWeekly

Nowe projekcje – stara Rada

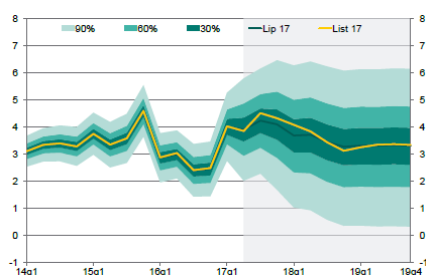
- Pomimo serii dobrych danych z gospodarki Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostaje niewzruszona. Na listopadowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy bez zmian, a prezes NBP podtrzymał swoją łagodną retorykę, przekonując uczestników rynku, że stopy procentowe pozostaną przez dłuższy czas bez zmian.
- Nowością i pewnym zaskoczeniem dla uczestników rynku była decyzja o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej od środków pozyskiwanych na ponad dwa lata (z 3,5% do 0%). Co do zasady obniżenie rezerwy obowiązkowej stanowi złagodzenie polityki pieniężnej, jednak w tym przypadku decyzja ma marginalne znaczenie, gdyż dotyczy niewielkich kwot. Dla rynku istotne są jednak motywy działań RPP. Gdyby Rada rzeczywiście chciała złagodzić politykę pieniężną byłby to ważny sygnał, gdyż konsensus zakładał, że kolejnym krokiem Rady będzie zacieśnienie a nie rozluźnienie polityki pieniężnej.
- Nic jednak nie wskazuje, że RPP podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerwy aby złagodzić politykę pieniężną. Przedstawiciele samej Rady wskazują, że decyzja była motywowana chęcią zrównania warunków, na jakich traktowane jest przyjmowane depozytów od rezydentów (obciążonych rezerwą obowiązkową) oraz od nierezydentów (nieobciążonych). Jako pośredni skutek RPP wskazywała również chęć promowania długoterminowego oszczędzania zakładając, że niższa stopa rezerwy podniesie oprocentowanie ponad dwuletnich depozytów. Wreszcie warto zwrócić uwagę na to, że wniosek o obniżkę rezerwy został zgłoszony przez Ł. Hardtę, jednego z „jastrzębich” członków RPP, co również wiele mówi o motywach działań władz monetarnych.
- Najnowsza projekcja NBP – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – lekko podniosła ścieżkę inflacji w 2018-2019 r. Traktujemy to jako kolejny argument przemawiający za tym, żeby w 2018 roku Rada rozpoczęła cykl podwyżek stóp. Nie liczylibyśmy jednak w najbliższym czasie na jastrzębi ton ze strony RPP. Spodziewamy się raczej - wbrew nadziejom niektórych uczestników rynku - podtrzymania łagodnej retoryki. Naszym zdaniem zmiana tonu będzie procesem stopniowym i długotrwałym i dlatego pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się dopiero około września 2018 r. W latach 2018-2019 oczekujemy podwyżek o przynajmniej 100 pb.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

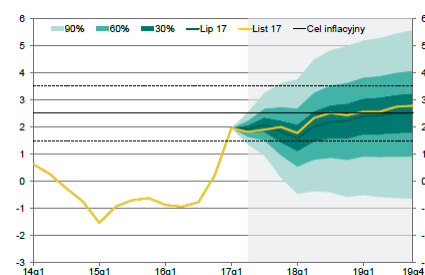
	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 17	4,23	3,53	4,81	1,20	1,50	0,00	1,73	0,50	2,20
IV KW 18	4,13	3,33	4,59	1,24	2,00	0,00	2,35	0,75	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 18.10.2017.

Wykres 3. NBP zrewidował w górę projekcję PKB



Wykres 4. ... i projekcję inflacji oczekując wzrostu CPI powyżej celu w 2019 r.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

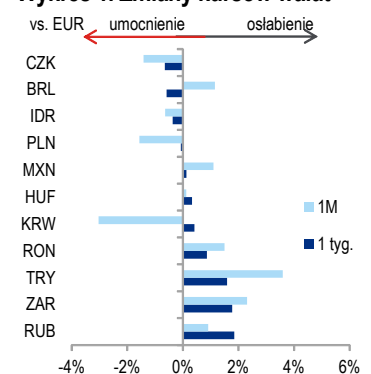
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

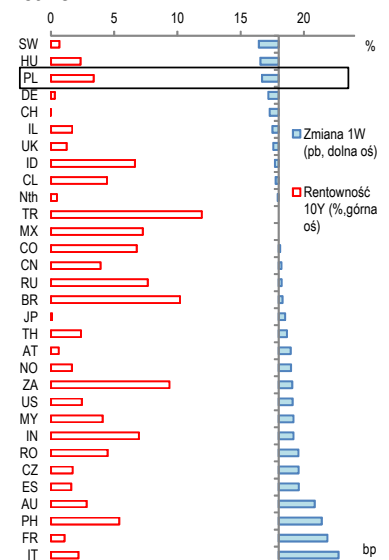
Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.11.2017 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 10.11.2017 r.

Źródło: Reuters.

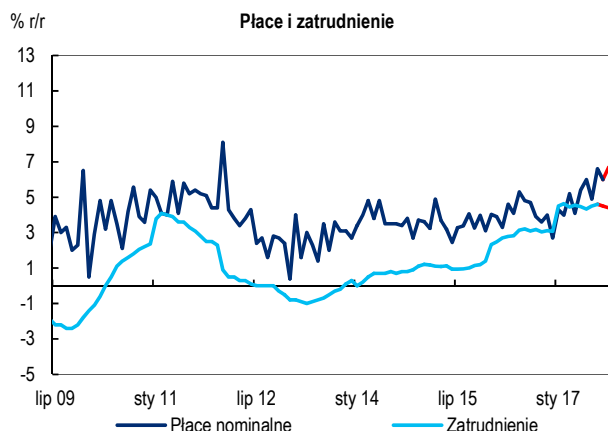
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

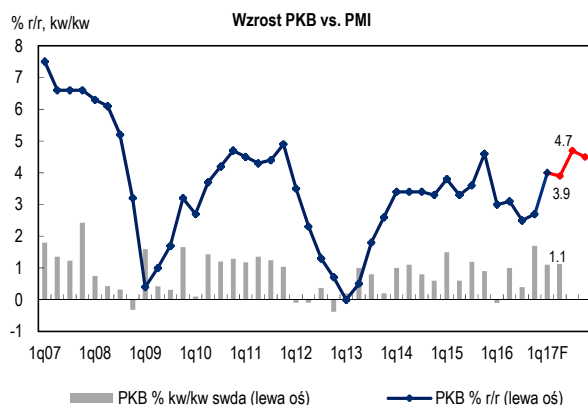
Wykres 5. Szczegóły inflacji za październik i oczekiwane przyspieszenie płac



Źródło: Reuters, Markit, Citi Handlowy

- W tym tygodniu GUS pokaże szczegółowe rozbięcie danych o inflacji za październik. Według wstępnego odczytu inflacja spadła do 2,1% z 2,2% i naszym zdaniem wynikało to głównie z niższych cen paliw.
- Większa liczba dni roboczych najprawdopodobniej przyczyniła się do poprawy dynamiki danych o aktywności a także danych o płacach za październik. Oczekujemy odreagowania tempa wzrostu płac do 6,7% z 6% we wrześniu, choć przy spowolnieniu zatrudnienia do 4,4% z 4,5%. Rynek pracy stopniowo się zacieśnia podczas gdy presja płacowa, jak wynika z danych o inflacji i kosztowych komponentów PMI, stopniowo rośnie.

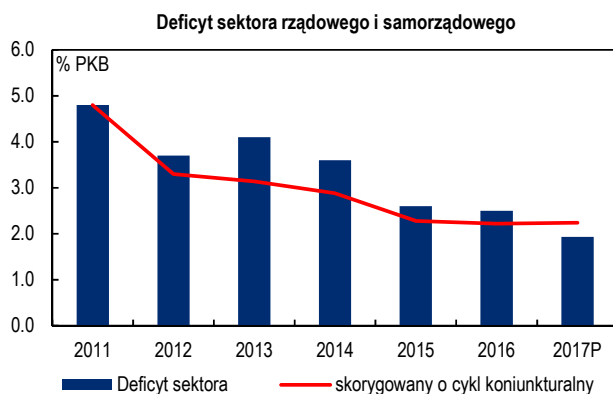
Wykres 6. Oczekujemy bardzo dobrych danych o eksporcie, które wesprą PKB



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

- Oczekujemy niewielkiej poprawy bilansu obrotów bieżących do -29 mln EUR z -100 mln EUR. Naszym zdaniem poprawa wynikała z bardzo dobrego wyniku eksportu (ok. 12% r/r), przy lekkim spowolnieniu importu. Wsparciem naszej prognozy są najnowsze dane GUS. Bilans obrotów bieżących za 12 miesięcy pozostaje blisko zera, tj. rekordowo wysokiego poziomu.
- Poznamy także wstępny odczyt GUS PKB za III kw. i oczekujemy wzrostu o 4,7%, tj. powyżej rynku.
- Na ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów sprzedał obligacje za ponad 8 mld zł i w rezultacie stopień prefinansowania przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych wzrósł do 13,5% (ze 181,5 mld zł).

Wykres 7. Deficyt fiskalny prawdopodobnie niski



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

- Sejm przyjął ustawę wprowadzającą w podatku VAT mechanizm tzw. podzielonej płatności (*split payment*), która zakłada, że kwota VAT wpływa na specjalne konto o ograniczonym dostępie. Mechanizm ma być dobrowolny, ale uwzględnia zachęty dla przedsiębiorców takie jak przyspieszony zwrot VAT do 25 dni, brak sankcji VAT, zwolnienie odpowiedzialności solidarnej. Ustawa ma obowiązywać od 1 kwietnia 2018 r. i według resortu finansów ma przynieść budżetowi 2 mld zł.
- Powyższe działania powinny wspierać utrzymanie deficytu sektora rządowego i samorządowego na niskim poziomie. W najnowszej opinii do budżetu RPP przedstawiła prognozy NBP zakładające utrzymanie deficytu poniżej 2% PKB w 2017 r. i blisko tego poziomu w 2018 r.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 lis PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln €	IX	-29	-300	-100
14:00	PL	Eksport	mln €	IX	17515	17050	15682
14:00	PL	Import	mln €	IX	16618	16686	15384
14:00	PL	Inflacja	% r/r	X	2,1	2,1	2,2
14 lis WTOREK							
03:00	CN	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	--	10,4	10,3
03:00	CN	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	--	6,3	6,6
08:00	DE	PKB	% kw/kw	III kw.	0,5	--	0,6
08:00	RO	PKB	% r/r	III kw.	6,0	--	6,1
09:00	CZ	PKB	% r/r	III kw.	4,4	4,6	4,7
10:00	PL	PKB	% r/r	III kw.	4,7	4,5	3,9
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	IX	-0,4	--	1,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	22,0	--	17,6
11:00	EMU	PKB	sa % kw/kw	III kw.	0,6	0,6	0,6
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	X	1,0	0,9	1,0
15 lis ŚRODA							
14:30	USA	Inflacja	% m/m	X	0,1	0,1	0,5
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	X	0,2	0,2	0,1
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	XI	--	25,8	30,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	-0,1	0,1	1,6
16 lis CZWARTEK							
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	X	1,3	1,4	1,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	X	--	234,0	239,0
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	XI	--	24,0	27,9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,8	0,5	0,3
17 lis PIĄTEK							
14:00	PL	Płace	% r/r	X	6,7	6,6	6,0
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	X	4,4	4,5	4,5
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	X	1200,0	1183	1127
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	X	1290,0	1239	1215

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	536	621
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,078
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,995	16,242
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	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,8	7,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	4,0	3,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,6	3,6
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,0	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,3	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
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	3,40	4,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,53	3,32
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,71	3,36
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,23	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,16
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-4,9	-8,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,9	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	-1,5	-4,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	203,8	211,6
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	205,2	216,0
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	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,6

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 oraz nie stanowi „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 tożsamy 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.