

CitiWeekly

RPP jeszcze bardziej gołębia

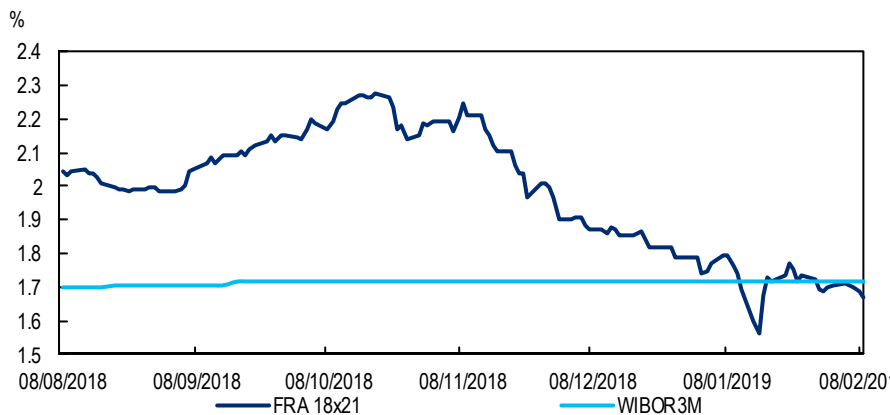
- Pod względem danych makroekonomicznych miniony tydzień nie przyniósł dużych niespodzianek. Największym wydarzeniem okazało się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które zakończyło się – zresztą zgodnie z oczekiwaniami – utrzymaniem stopy referencyjnej na niezmiennym poziomie (1,5%).
- Jedyna ciekawa zmiana w komunikacji RPP dotyczyła „forward guidance”. Na styczniowym posiedzeniu prezes NBP zasignalizował stabilne stopy do końca kadencji RPP (początek 2022 r.), zapewniając w ten sposób wyjątkowo daleko sięgającą „kotwicę” dla oczekiwań rynkowych. Tym razem jednak A. Głapiński wyraźnie skrócił powyższe „forward guidance”, zapowiadając stabilne stopy tylko do końca 2020 roku. Wbrew pozorom jest to ruch w kierunku nie tyle jastrzębiej, co raczej bardziej gołębiej retoryki. W kontekście słabszych od oczekiwań danych w Polsce i Niemczech, a także uporczywie niskiej inflacji, skrócenie „forward guidance” może sugerować, że RPP dostrzega teraz większe ryzyko obniżki stóp przed końcem kadencji niż to miało miejsce w styczniu.
- Znaczna część konferencji RPP była poświęcona temu, co prezes NBP nazwał „cudem” - tj. odporności polskiego wzrostu w świetle spowolnienia strefy euro oraz faktu, że dynamicznemu wzrostowi nie towarzyszą oznaki istotnych nierównowag ekonomicznych. Choć kolejna projekcja NBP zostanie opublikowana dopiero w marcu, prezes Głapiński ujawnił, że prawdopodobnie pokaże ona inflację poniżej 2% i wzrost PKB powyżej 4% w 2019 roku. Inflacja poniżej 2% byłaby zgodna z naszymi prognozami, a szacunek wzrostu byłby wyższy od naszej prognozy (3,8%), choć zapewne wciąż w zakresie możliwych wyników. Już wcześniej sygnalizowaliśmy bowiem, że w przypadku złagodzenia fiskalnego w 2019 r. wzrost PKB w Polsce może utrzymać się powyżej 4%.
- Po wysłuchaniu konferencji prasowej RPP podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą stabilny poziom stóp procentowych do końca kadencji Rady.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 19	4,30	3,74	4,78	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,10	2,85
I KW 20	4,28	3,48	4,81	1,23	1,50	0,00	1,72	0,70	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 16.1.2019 r.

Wykres 3. Od oczekiwań na podwyżki do nadziei na obniżki stóp



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

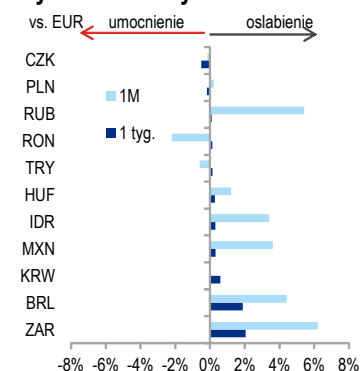
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

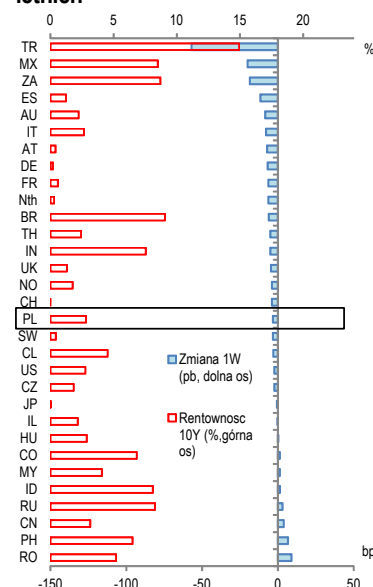
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich

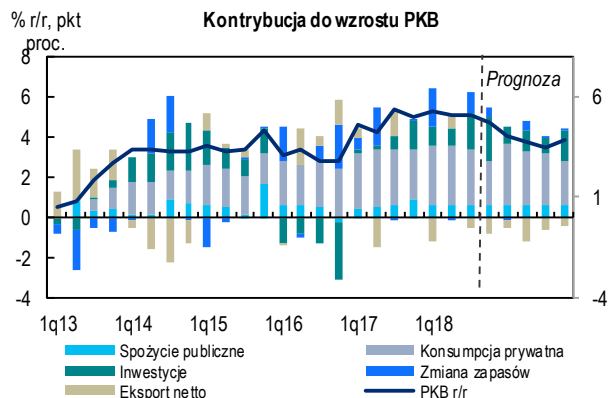


Według stanu na dzień 1.2.2019 r.
Źródło: Reuters.

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

Tydzień w wykresach

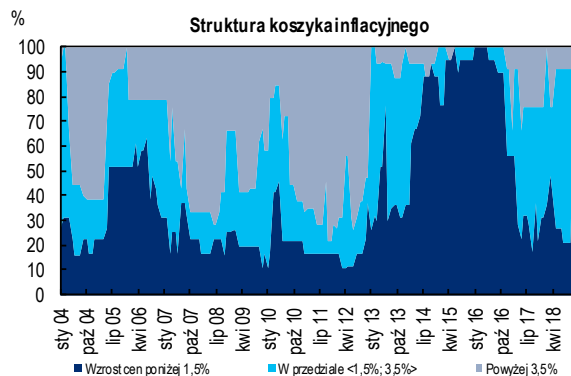
Wykres 4. Oczekujemy wzrostu PKB o około 4,8% r/r w IV kw.



- Na podstawie opublikowanych już miesięcznych danych oraz informacji o całorocznym wzroście PKB szacujemy, że wzrost gospodarczy w IV kw. wyhamował do około 4,8% r/r z 5,1% w III kw. Naszym zdaniem ryzyko dla tej prognozy wydaje się przesunięte w górę.
- Jeżeli chodzi o strukturę wzrostu PKB (poznamy ją dopiero pod koniec lutego), spodziewamy się osłabienia konsumpcji prywatnej do 3,9-4% r/r, podczas gdy inwestycje najprawdopodobniej wyhamują do 6,9% r/r.
- Oczekujemy, że zapoczątkowane pod koniec 2018 roku spowolnienie będzie kontynuowane również w kolejnych kwartałach. W całym 2019 r. spodziewamy się wzrostu PKB o 3,8%.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

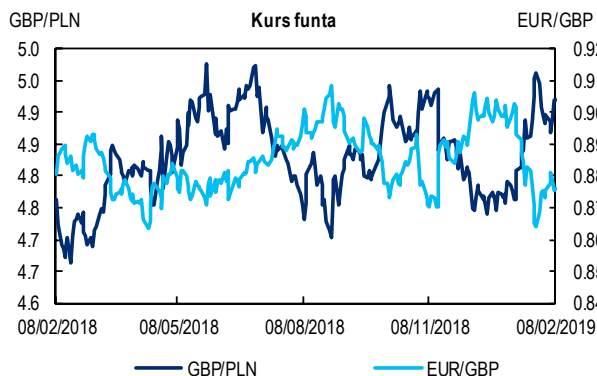
Wykres 5. Ponownie niemal 60% koszyka CPI notuje wzrosty cen poniżej 1,5%



- Tym razem GUS opublikuje tylko wstępne dane o inflacji, które mogą zostać jeszcze zrewidowane w marcu po zmianie systemu wag wykorzystywanych do obliczania CPI. Szacujemy, że inflacja w styczniu obniżyła się do 0,9% z 1,1% w grudniu. Przyczyniła się do tego między innymi niższa dynamika cen paliw.
- Na uwagę zasługuje będzie komponent energii w koszyku inflacyjnym. Nie jest dla nas w pełni jasne jak ustawa obniżająca akcyzę oraz stabilizująca stawki cen energii ostatecznie wpłynie na rachunki. Niemniej dostrzegamy ryzyko, że cena rachunków uwzględnianych w koszyku CPI może nawet spaść (a nie tylko być stabilna) w porównaniu z 2018 r.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 6. Bank Anglii nie zmienia stóp, a rynek czeka na wynik debaty nt. Brexit



- W najbliższych dniach (13-14.02.) w brytyjskim parlamencie ma odbyć się debata dotycząca Brexit. Jednak w przeciwieństwie do styczniowego głosowania, nie będzie to debata nad nowym porozumieniem z UE (które jak na razie nie powstało).
- Nasz scenariusz bazowy zakłada, że premier May ponownie poprosi parlament o więcej czasu na wypracowanie porozumienia z UE. Według *The Telegraph* głosowanie nad takim porozumieniem mogłoby odbyć się dopiero 25.02.
- Alternatywne scenariusze są możliwe – sposób prowadzenia negocjacji może np. skłonić parlamentarzystów do próby przejęcia kontroli nad procesem Brexit. Niemniej scenariusz *no-deal* wciąż uznajemy za relatywnie mało prawdopodobny.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 Feb WTOREK							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	I	2.8	2.8	2.7
13 Feb ŚRODA							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	I	2.2	2.1	2.0
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0.3	-0.4	-1.7
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	XII	-1502	-1190	-221
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	I	0.1	0.1	-0.1
14 Feb CZWARTEK							
03:00	CN	Eksport	% r/r	I	--	-2.5	-4.4
08:00	DE	PKB	% kw/kw	IV kw	-0.1	0.1	-0.2
10:00	PL	PKB	% r/r	IV kw.	4.8	4.8	5.1
11:00	EUR	PKB - wstępny	% r/r	IV kw	1.2	1.2	1.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	225	234
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII	0.2	0.1	0.2
15 Feb PIĄTEK							
02:30	CN	Inflacja	% r/r	I	--	1.9	1.9
10:00	PL	CPI	%	I	0.9	1.0	1.1
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork		II	--	8.0	3.9
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	-0.3	0.1	0.3
16:00	USA	Indeks Uniw. Michigan	pkt	II	93.0	94.0	91.2

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	611	698
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,657	1,720	1,799	1,858	1,982	2,111	2,236	2,363
PKB per capita (USD)	13,622	14,200	12,415	11,944	13,696	15,230	15,964	18,232
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,9	5,8	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	3,8	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	5,4	6,9
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,4	5,2
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,2	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	1,7	2,4
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,2	7,2	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90	0,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,77	3,55	3,27
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,67	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,29	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-7,0	-8,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-1,1	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-5,2	-10,0	-13,5
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	247,4	259,7	297,2
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	269,7	310,6
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	24,0	25,7	30,1
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,9	-22,5	-25,1
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	112,0	119,0	128,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6	0,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	44,5	43,6

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, CFA

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, 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 oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.