

CitiWeekly

Hydra inflacji podnosi głowę?

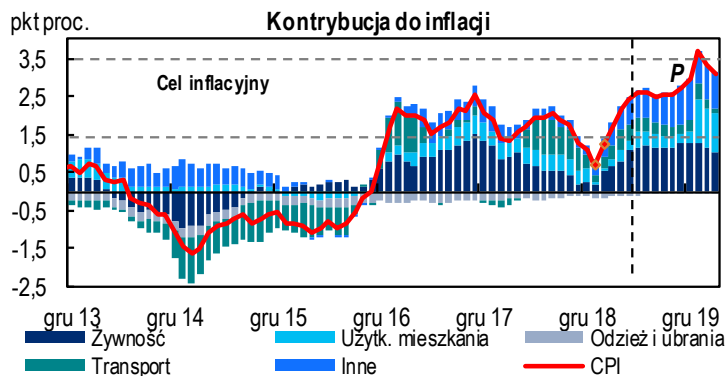
- Znaczny wzrost inflacji w kwietniu okazał się zaskoczeniem dla wszystkich uczestników rynku. Według wstępnego odczytu GUS inflacja wzrosła do 2,2% z 1,7%, co było wynikiem wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego 1,7-1,8%. Za niespodziankę odpowiadały przede wszystkim wyższe ceny żywności (1% m/m), na co wpływ najprawdopodobniej miał znaczny wzrost cen wieprzowiny, o którym pisaliśmy w ubiegłym tygodniu i który najprawdopodobniej podwyższy inflację także w kolejnym miesiącu. Do wysokiego odczytu inflacji przyczynił się wzrost cen nośników energii o 0,5% m/m. Choć wzrost cen paliw był niższy niż założyliśmy to najprawdopodobniej dynamika cen w całej kategorii transport była również wyższa niż można było oczekiwać. Za niespodziankę inflacyjną odpowiadała także inflacja netto, która naszym zdaniem wzrosła do 1,7%.
- Oczekujemy wzrostu inflacji w najbliższych miesiącach powyżej celu inflacyjnego i utrzymania jej w przedziale 2,5-3% w II połowie roku. Naszym zdaniem inflacja wzrośnie do 3% do końca roku i będzie napędzana przez ceny żywności oraz inflację netto. Według naszych szacunków inflacja może przekroczyć górną granicę odchyłań od celu inflacyjnego 3,5% w I kwartale 2020 r., co mogłoby zwiększyć oczekiwania na podwyżki stóp procentowych. Jednocześnie jednak spodziewamy się niższych cen ropy naftowej i mocniejszego kursu złotego wobec dolara w 2020 r., co powinno - podobnie jak wysoka „baza” w żywności obniżyć roczną inflację poniżej 3% już w II kw. 2020 r. Oczekujemy też utrzymania inflacji netto pod kontrolą.
- Choć pierwsze komentarze członków RPP po najnowszych danych na to nie wskazują sądzimy, że z czasem mogą one stać się nieco mniej gołębnie. Nie powinno to jednak prowadzić do zmiany parametrów polityki pieniężnej - podtrzymujemy zdanie, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian nawet do końca kadencji RPP. Rada może zwracać uwagę na to, że inflacja rośnie przez czynniki niezależne od polityki pieniężnej (żywność, paliwa, energia), a przeciw podwyżkom przemawiać będzie również wyhamowanie wzrostu PKB w Polsce oraz słaby wzrost w strefie euro.
- W minionym tygodniu w górę zaskoczyła również inflacja w Niemczech i strefie euro, co ogranicza ryzyko rewizji w dół prognoz inflacyjnych EBC.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 19	4,27	3,71	5,08	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,05	2,85
II KW 20	4,26	3,46	5,01	1,23	1,50	-0,40	1,72	0,45	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.03.2019 r. Prognozy FX z 10.04.2019 r.

Wykres 1. Inflacja prawdopodobnie przejściowo przekroczy górną granicę celu CPI.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

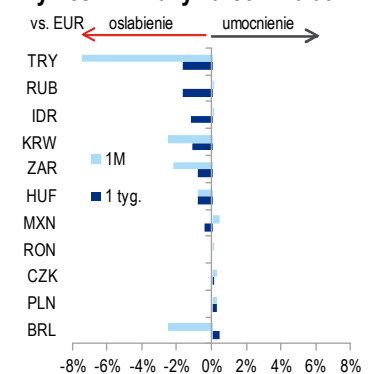
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 3.05.2019 r.

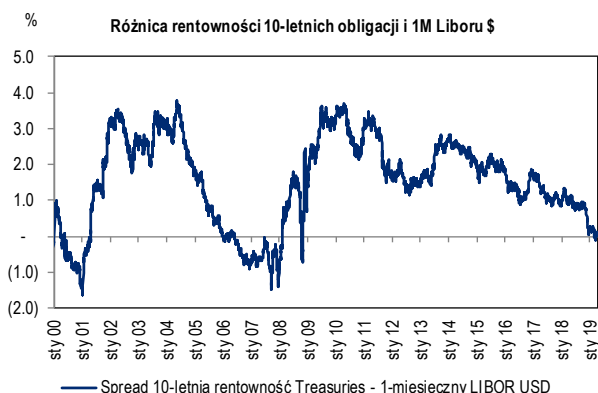
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

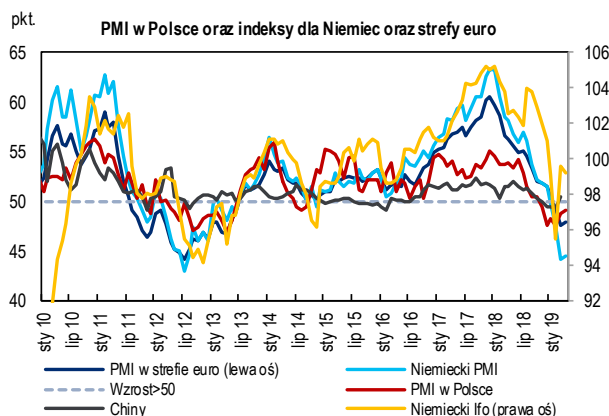
Wykres 3. Zaskakujący ton Fed zmniejszył oczekiwania na obniżki stóp



- Ton prezesa Fed na kwietniowym posiedzeniu był mniej gołębi niż oczekiwał tego rynek, co zmniejszyło oczekiwania na obniżki stóp procentowych za oceanem.
- Kwiecińowe wskaźniki aktywności ISM - zarówno dla przemysłu jak i usług - rozczarowały.
- Z drugiej strony dużo lepsze od oczekiwań okazały się dane o zatrudnieniu poza rolnictwem (wzrost o 263 tys.) przy spadku stopy bezrobocia do 3,6%. To wsparło zarówno oczekiwania na odreagowanie konsumpcji w dalszej części roku oraz oczekiwania na stabilizację stóp w tym roku.
- Bazowy scenariusz Citi zakłada brak zmian stóp w USA w kilku kolejnych latach.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

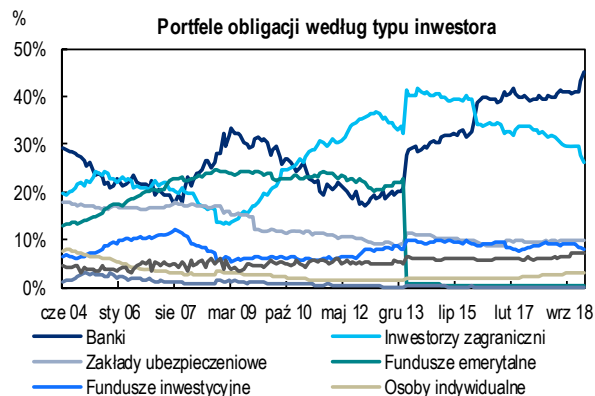
Wykres 4. PMI wzógł do najwyższego poziomu od 6 miesięcy



- Indeks PMI w kwietniu wzrósł do 49 pkt. (z 48,7 w marcu), lekko przekraczając nasze oraz rynkowe oczekiwania. Poprawa była związana ze wzrostem indeksu nowych zamówień oraz produkcji, przy jednocześnie relatywnie niskim indeksie zatrudnienia.
- Jak sygnalizowaliśmy w naszych poprzednich raportach, wahania indeksu PMI są dalekim od doskonałości wskaźnikiem zmian produkcji przemysłowej. Niezależnie od wyników PMI w kwietniu, spodziewamy się, że wzrost PKB w 2019 roku utrzyma się średnio na wysokim poziomie (powyżej 4%), wyraźnie odbiegając od rozczarujących wyników niemieckiej gospodarki. Na wysoką dynamikę wzrostu w kraju wskazuje m.in. silny wzrost popytu krajowego oraz rosnący udział polskich firm w rynku strefy euro.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Zagraniczni inwestorzy powrócili na polski rynek w marcu



- Według najnowszych danych Ministerstwa Finansów w marcu inwestorzy zagraniczni wrócili na rynek polskich krajowych obligacji skarbowych zwiększając swoje zaangażowanie netto o 3,5 mld zł. Na taki wynik złożyły się zakupy przez brytyjskich, irlandzkich i holenderskich inwestorów, przy dalszej sprzedaży obligacji przez azjatyckie banki centralne.
- W dalszym ciągu swoje zaangażowanie zwiększały krajowe banki.
- Resort finansów zapowiedział także, że biorąc pod uwagę wysoki stopień realizacji potrzeb pożyczkowych (ok. 70%) oraz wysoki stan depozytów zrezygnuje z przeprowadzania standardowych aukcji sprzedaży i przeprowadzi w maju dwie aukcje zamiany.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
6 maj PONIEDZIAŁEK							
9:55	DE	PMI dla usług	pkt	IV	--	55,6	55,6
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IV	52,5	52,5	52,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	-0,2	--	0,4
7 maj WTOREK							
8:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	--	0,3	-4,2
	UE	Prognozy Komisji Europejskiej					
8 maj ŚRODA							
4:00	CN	Eksport	% r/r	III	--	0,3	-4,2
8:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	-0,4	-0,7	0,7
	USA-CN	Wizyta wicepremiera Chin w USA w sprawie negocjacji handlowych					
9 maj CZWARTEK							
4:00	CN	CPI	% r/r	IV	--	0,6	0,4
9:00	HU	CPI	% r/r	IV	3,8	3,5	3,7
12:00	PL	Aukcja zamiany					
14:30	USA	PPI	% m/m	IV	0,3	0,2	0,6
10 maj PIĄTEK							
8:00	DE	Eksport	% m/m	III	--	-0,5	-1,3
10:30	UK	PKB	% r/r	I kw.	1,7	1,4	1,4
14:30	USA	CPI	% m/m	IV	0,5	0,4	0,4

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi Research i Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	604	690
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.239	2.369
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.742	15.272	15.772	18.010
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	4,1	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	4,7	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,9	4,1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	5,2	4,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,7	5,0
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,2	2,7
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	4,1	5,9	7,1	7,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
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	3,20	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,60	3,35
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,72	3,47
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,25	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-8,8	-11,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,5	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-13,9	-18,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	265,6	301,8
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	279,4	320,7
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,9	34,6
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,3	-25,9
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,4	-0,2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,0	0,0	1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	45,6	43,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy. * prognozy inflacji na 2020 r. nie zostały jeszcze zaktualizowane po publikacji wstępnego CPI za kwiecień

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 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.