

CitiWeekly

Polityka pieniężna bez zmian tylko w Polsce?

- Na tle emocjonujących decyzji banków centralnych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, decyzje polskiej Rady Polityki Pieniężnej wydają się w pełni przewidywalne. W minionym tygodniu RPP po raz kolejny pozostawiła stopy procentowe bez zmian i podtrzymała ton swojego komunikatu. W szczególności RPP powtórzyła, że w jej ocenie „*obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną*”. Dla chyba każdego, kto wsłuchiwał się w komentarze podczas konferencji po posiedzeniu RPP, jest jasne, że członkowie Rady bynajmniej nie spieszą się ani z podwyżkami stóp (pomimo wyższej inflacji), ani z ich obniżaniem (pomimo możliwych obniżek w strefie euro).
- Najnowszy Raport o Inflacji zawiera zaktualizowaną projekcję makroekonomiczną, zgodnie z którą inflacja w 2019 roku ma sięgnąć średnio około 2% i być wyższa niż wcześniej przewidywano. Szacunek inflacji na 2020 r. uwzględnia niższą niż założyliśmy dynamikę cen energii (ok. 4,1%). Jednocześnie projekcja PKB została zrewidowana w górę zarówno na 2019, jak i 2020 r. Kierunek rewizji projekcji odbiega od kierunku analogicznych prognoz dla gospodarek rozwiniętych (w tych ostatnich aktywność systematycznie zaskakuje w dół). Tłumaczy to dlaczego Rada Polityki Pieniężnej nie jest skłonna, przynajmniej na razie, rozważyć złagodzenie retoryki.
- Po ubiegłotygodniowej konferencji prasowej NBP nie widzimy powodów do zmiany naszej prognozy stóp procentowych. Wciąż uważamy, że Rada Polityki Pieniężnej będzie starała się utrzymać stopy bez zmian jak najdłużej będzie to tylko możliwe. Nie wykluczone, że stopy pozostaną na dotychczasowym poziomie aż do końca kadencji RPP (na początku 2022 roku). Niemniej jeżeli Rada miałaby odstąpić od swojej polityki stabilizacji stopy referencyjnej, to zrobiłaby to po to, aby stopy obniżyć, a nie podnosić (nawet pomimo wzrostu inflacji powyżej celu).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 19	4,26	3,77	4,79	1,13	1,50	-0,50	1,72	-0,10	2,15
III KW 20	4,22	3,46	4,91	1,22	1,50	-0,50	1,72	0,30	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 26.06.2019 r.

Wykres 1. NBP podwyższył szacunki inflacji i PKB, ale są one wciąż poniżej naszych prognoz.

	Inflacja			PKB		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Lipiec 2019 (NBP)	2,0	2,9	2,6	4,5	4,0	3,5
Marzec 2019 (NBP)	1,7	2,7	2,5	4	3,7	3,5
Listopad 2019 (NBP)	3,2	2,9	-	3,6	3,4	-
Prognoza Citi	2,2	2,7	2,3	4,7	3,7	3,3

Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

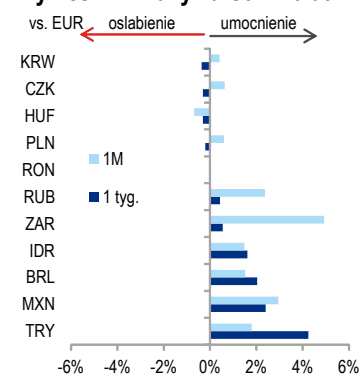
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



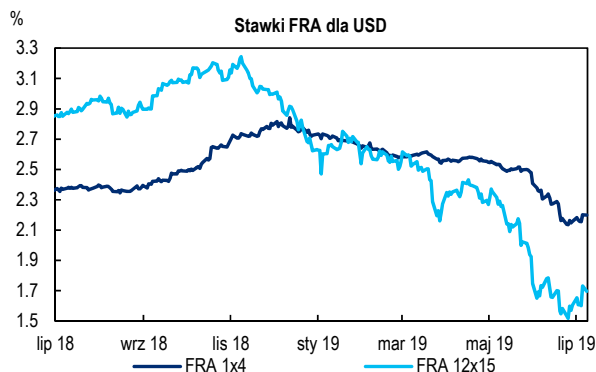
Według stanu na dzień 5.07.2019 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

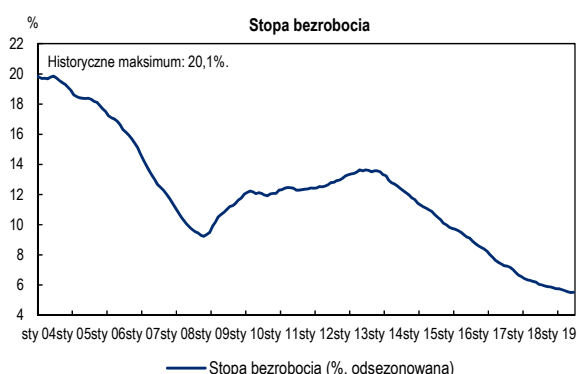
Wykres 3. Mocne dane o zatrudnieniu zmniejszyły oczekiwaną przez rynek skalę obniżek stóp w USA



- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA za czerwiec zaskoczyło pozytywnie rosnąc o 224 tys. wobec konsensusu 160 tys. i prognozy Citi ok 190 tys. Lepsze od prognoz dane wspierają bazowy scenariusz Citi, który wbrew konsensusowi zakłada, że Fed najprawdopodobniej nie obniży stóp procentowych ani w lipcu ani do końca roku. Jednak obawy o światowy wzrost i rozwój konfliktu handlowego USA-Chiny prawdopodobnie będą utrzymywać rynkowe oczekiwania na obniżki stóp i wiele będzie zależeć od kolejnych danych.
- W reakcji na dane o zatrudnieniu dolar umocnił się, a rentowności amerykańskich Treasuries wzrosły. Nasz bazowy scenariusz na Fed może oznaczać, że złoty może tracić na wartości wobec głównych walut w najbliższym czasie i może sprzyjać wyhamowaniu spadków rentowności.

Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

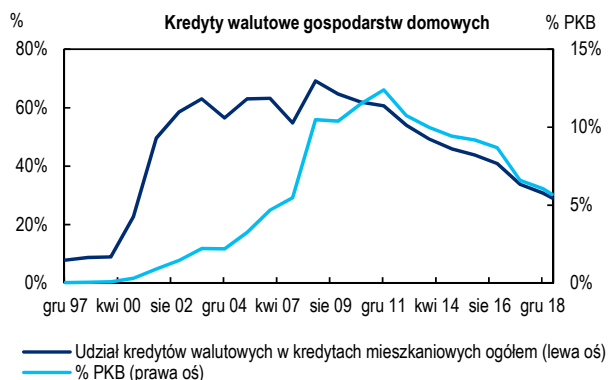
Wykres 4. Trend spadkowy bezrobocia wyhamowuje



- Według Ministerstwa Pracy stopa bezrobocia spadła w czerwcu do 5,3%, wobec 5,4% w maju. Według naszych obliczeń była to zasługa czynników sezonowych.
- Po oczyszczeniu z sezonowości stopa bezrobocia rejestrowana już trzeci miesiąc z kolei utrzymuje się na poziomie 5,5%. Trend spadkowy prawdopodobnie dobiega do końca, co jest związane z jednej strony z lekkim spowolnieniem aktywności gospodarczej, a z drugiej strony z brakiem wystarczającej liczby wykwalifikowanych pracowników.
- Oczekujemy, że na koniec roku stopa bezrobocia wyniesie około 5,3%.

Źródło: GUS, MPiPS, szacunki Citi Handlowy

Wykres 5. Ekspozycja gospodarki na kredyty walutowe coraz mniejsza



- Sejm uchwalił w minionym tygodniu ustawę wprowadzającą zerowy PIT dla osób do 26 roku życia (z dniem 1. sierpnia). Jest to jeden z elementów programu stymulacji fiskalnej, który zdaniem NBP podwyższy PKB w latach 2019-2020 o ok. 1,1 pkt proc PKB.
- Sejm uchwalił też ustawę frankową, która ma uelastyczyć wsparcie dla osób, które mają trudności ze spłatą kredytów. Z ustawy wykreślono zapisy o tzw. Funduszu Konwersji, na który miały się składać banki i z którego miało być finansowane przewalutowanie kredytów walutowych na złotowe.
- Relacja kredytów walutowych do łącznej sumy udzielonych kredytów stopniowo się obniża.

Źródło: NBP, Citi Handlowy; *dane nieskorygowane o wahania kursu walutowego

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 lip PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,5	0,3	-1,9
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa		V	0,4	1	3,3
9 lip WTOREK							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VI	3,5	3,6	3,9
10 lip ŚRODA							
03:30	CN	Inflacja	% r/r	VI	--	2,7	2,7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	V	--	0,4	0,4
20:00	USA	Minutes FOMC					
11 lip CZWARTEK							
	PL	Aukcja zamiany					
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VI	2,7	2,7	2,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys,	tyg,	--	--	221
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VI	-0,1	0	0,1
12 lip PIĄTEK							
00:00	CN	Eksport	% m/m	VI	--	-2	1,1
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0,3	0,2	-0,5

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

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	596	681
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,657	1,720	1,800	1,861	1,989	2,116	2,250	2,383
PKB per capita (USD)	13,622	14,200	12,421	12,288	13,746	15,267	15,554	17,776
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	4,9	5,1	4,7	3,7
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	9,1	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,8	4,2
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,8	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,5	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,8	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	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
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	2,80	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,69	3,37
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,78	3,54
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,24	4,21
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,27	4,22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-4,0	-6,6	-10,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,7	-1,1	-1,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-11,1	-16,9
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	266,6	302,9
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	277,6	319,8
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	29,1	33,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-21,1	-22,6	-23,0	-25,5
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 publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,0	1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,4	43,3

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 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522,638,400 złotych; kapitał został w pełni opłacony,