

CitiWeekly

Czy do słabszego złotego dołączą niższe stopy?

Tym razem końcówka roku na rynkach finansowych bynajmniej nie minęła spokojnie. Wypowiedzi prezesa banku centralnego dla portalu Obserwator Finansowy, które zostały opublikowane przez NBP w dniach 29-30.12, poruszyły rynkiem FX (wykres 1). Niestety pełna wersja wywiadu nie została dotąd upubliczniona, ale w cytowanych fragmentach prezes Glapiński stwierdził, że chociaż obecny poziom stóp procentowych „jest właściwy i najlepiej odpowiada obecnej sytuacji”, jednak „możliwe jest dalsze obniżenie stóp” w I kw. 2021. Ponadto, szef NBP stwierdził, że „narastająca ostatnio presja na wzrost wartości złotego jest bardzo niepokojąca (...) Tworzy to oczywiście przestrzeń do ewentualnych, zdecydowanych interwencji banku centralnego”.

Sama wzmianka o możliwości dalszych obniżek była dużym zaskoczeniem, szczególnie w świetle wcześniejszej komunikacji RPP, która sygnalizowała raczej dłuższy okres stabilnych stóp procentowych. W ciągu kilku godzin po ukazaniu się fragmentów wywiadu, pojawiły się również wypowiedzi trzech innych członków RPP (Ancyparowicz, Sura, Żyżyński), którzy zasygnalizowali gotowość do obniżania stóp procentowych. Dodając do tego możliwe wsparcie ze strony E. Łona, uznawanego za najbardziej „gołębiego” członka, zapewniłoby to wystarczającą liczbę głosów do obniżenia stóp.

Naszym zdaniem nie jest jasne na ile powyższe wypowiedzi rzeczywiście sygnalizują planowaną obniżkę stóp, a na ile były one po prostu próbą osłabienia złotego. Za tą drugą interpretacją przemawia nacisk, jaki prezes NBP i członkowie RPP kładli na kwestię kursu złotego, a także wybrany sposób komunikacji. Powyższe sygnały ze strony NBP zostały bowiem wysłane do rynku dopiero w ostatnich dniach roku, a cytaty wywiadów pojawiły się późno w nocy.

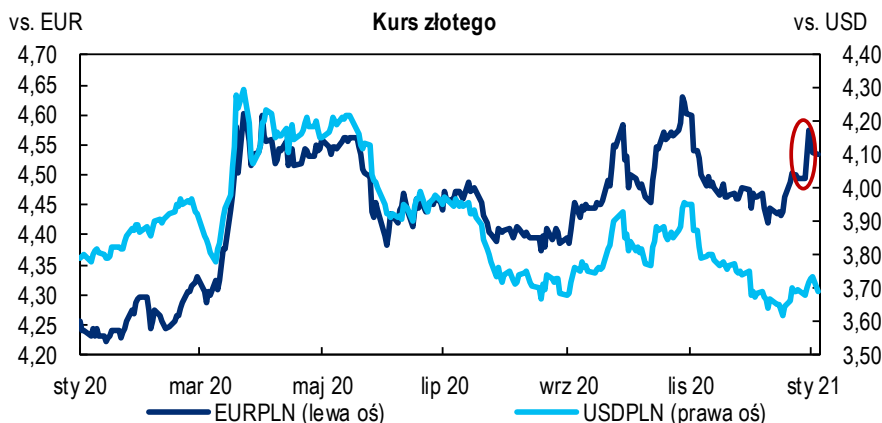
W naszej ocenie rzeczywiste konsekwencje ostatnich komentarzy przedstawicieli NBP będzie można ocenić dopiero po publikacji pełnej wersji wywiadu z prezesem Glapińskim. Wówczas okaże się czy obniżka stóp procentowych w I kw. powinna stać się elementem scenariusza bazowego oraz czy NBP będzie systematycznie próbować osłabiać złotego. Na podstawie dostępnych informacji sądzimy, że polska gospodarka weszłaby na ścieżkę ożywienia gospodarczego, a inflacja ponownie zaczęłaby rosnąć nawet bez dalszego luzowania polityki pieniężnej.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,43	3,66	4,92	1,21	0,10	-0,50	-0,50	1,25
I KW 22	4,35	3,51	4,89	1,24	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.12. Pozostałe prognozy z 7.12.2020 r.

Wykres 1. Wypowiedzi przedstawicieli NBP sprzyjają osłabianiu złotego.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

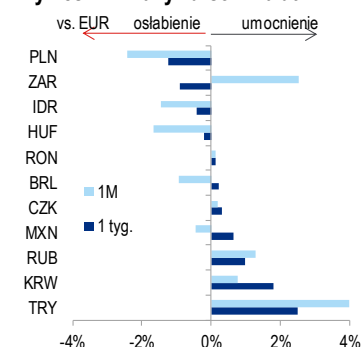
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

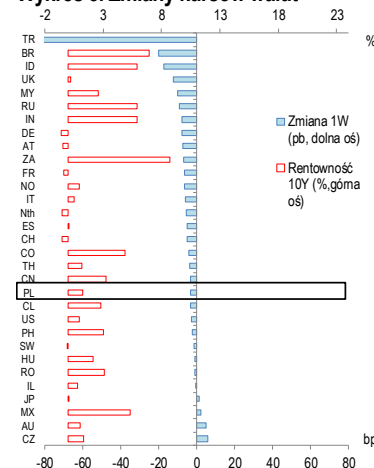
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 18.12.2020 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



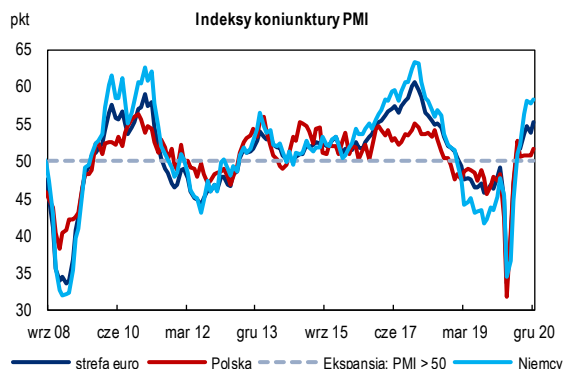
Według stanu na dzień 18.12.2020 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Wysoki PMI, ale słabsza struktura



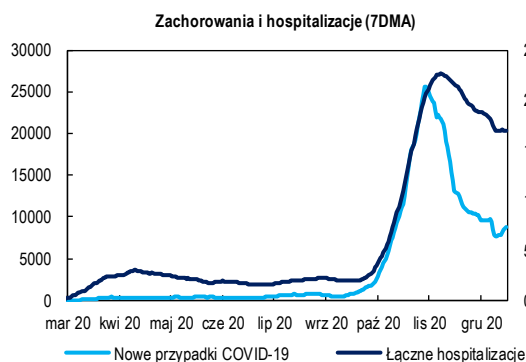
Indeks PMI, mający odzwierciedlać kondycję polskiego przemysłu, wzrósł w grudniu do poziomu 51,7 i był praktycznie zgodny z oczekiwaniami rynkowymi. Jednocześnie prognozy firm dotyczące przyszłej produkcji uległy znacznej poprawie.

Na wzrost indeksu PMI złożyła się wyraźna poprawa komponentu nowych zamówień, przede wszystkim z Europy i Azji. Jednocześnie, pomimo rosnącego popytu, produkcja spadła drugi miesiąc z rzędu, a firmy wskazywały na problemy z dostępnością pracowników (prawdopodobnie efekt związany z COVID oraz urlopami) oraz opóźnienia w dostawach surowców.

Dane o PMI mogą świadczyć o tym, że pandemia przynajmniej przejściowo ogranicza możliwości produkcyjne, przez co przyczynia się do wzmocnienia presji na wzrost cen.

Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Wykres 5. Powolna poprawa w danych epidemicznych, stabilizacja zaangażowania zagranicy na rynku długu



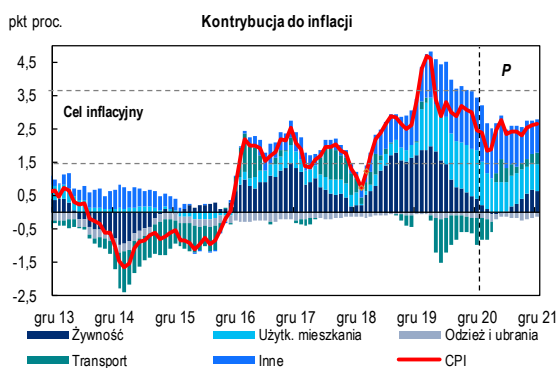
Liczba hospitalizacji podobnie jak liczba dziennych zachorowań stopniowo spadają, co według wypowiedzi resortu zdrowia daje nadzieję na powrót najmłodszych dzieci do szkół po 17.01. Mimo rozpoczęcia programów szczepień, trendy epidemiczne w Europie wskazują na możliwe zaostrzenie restrykcji w Wielkiej Brytanii.

Po kilku miesiącach spadków zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu ich nominalna pozycja wzrosła w listopadzie o ok. 1 mld zł. Ponadto wzrosło zaangażowanie w krajowy dług także w przypadku funduszy inwestycyjnych, a spadło w przypadku krajowych banków i ubezpieczycieli. Krajowe obligacje kupowali przede wszystkim inwestorzy japońscy, którzy od wielu miesięcy są największym inwestorem na krajowym rynku długu.

Ministerstwo Finansów poinformowało także, że sfinansowało już 30% potrzeb pożyczkowych na 2021 r. i posiadało na rachunkach na koniec roku ok. 60 mld zł wobec 120 mld zł na koniec listopada.

Źródło: Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy

Wykres 6. Inflacja przejściowo spadnie



W czwartek GUS opublikuje wstępny odczyt grudniowej inflacji. Szacujemy, że wskaźnik CPI obniżył się do około 2,5% r/r z 3% w listopadzie (konsensus: 2,6%).

Z punktu widzenia rynków finansowych kluczowe będzie kształtowanie się inflacji w pierwszych miesiącach 2021 roku, gdyż pozwoli to na ocenę skali podwyżek cen kontrolowanych (przypadających głównie na styczeń oraz luty), a także wpływu zmian w strukturze wag koszyka inflacyjnego.

Spodziewamy się, że na początku 2021 r. inflacja spadnie poniżej 2% r/r, a następnie poczynawszy od marca zacznie piąć się w górę i w całym roku ukształtuje się średnio na poziomie celu RPP.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
04 sty PONIEDZIAŁEK							
02:45	CN	Finalny PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	XII	--	54,8	54,9
09:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	51,9
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XII	52,6	51,5	50,8
09:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	54,4	53,9
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	58,6	58,6
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	XII	55,5	55,5	55,5
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	XII	--	--	56,5
05 sty WTOREK							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	57,7	56,5	57,5
06 sty ŚRODA							
02:45	CN	PMI dla usług (Caixin)	pkt	XII	--	--	57,8
09:00	HU	Plące	% r/r	X	--	--	8,8
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	XII	--	47,5	47,7
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	XII	--	47,3	47,3
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	XII	--	140	307
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	XII	--	--	55,3
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XI	--	0,6	1
07 sty CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	XI	--	-1,5	2,9
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji wg GUS	% r/r	XII	2,5	2,6	3
11:00	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XI	--	-3,6	1,5
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	XII	--	-0,2	-0,3
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XII	--	90	87,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	830	--	787
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XI	-67,9	-64,1	-84,8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII	55,7	54,6	55,9
08 sty PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XI	--	0,7	3,2
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI	0	--	1,3
09:00	CZ	PKB	% r/r	Q3	-5,0	-5,0	-5,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	XII	6,7	6,8	6,7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII	120	100	245
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XI	--	0,4	-0,1

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	596	582	671	760
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.290	2.423	2.634
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.198	17.551	19.889
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,7	7,0	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-3,5	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-7,0	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-2,3	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-4,0	4,4	4,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-9,7	1,0	4,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-12,4	1,0	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,6	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,4	3,2
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,2	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,3	3,5	6,0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10	0,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,22	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,38	1,75	2,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,66	3,53	3,41
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,62	3,48
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,43	4,38	4,30
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,42	4,33
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	19,9	15,5	6,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,4	2,3	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	11,1	8,5	5,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	251,8	278,1	313,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	240,7	269,6	308,2
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	23,9	26,7	29,5
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,1	-19,9	-27,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	125,8	140,8	152,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-10,1	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-8,7	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	49,4	49,8	48,4

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, 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 pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, 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. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz 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. Niniejszy materiał 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. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych, z zastrzeżeniem, że Bank nie jest uprawniony do oceny wiarygodności lub rzetelności danych, na podstawie których materiał został sporządzony. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie opinie, prognozy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Ilustracje i przykłady użyte w materiale 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.

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 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 (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. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. 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. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

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.