

CitiWeekly

NBP mówi „nie” dla podwyżek

Podczas środowego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na dotychczasowym poziomie i pozostawiła komunikat bez większych zmian. Mimo to rynek stopy procentowej żywiłowo zareagował na wyniki nowej projekcji NBP, która pokazała, że inflacja może utrzymywać się powyżej celu przez trzy kolejne lata. Po publikacji wyników projekcji rynek FRA wyceniał wzrost trzymiesięcznej stopy WIBOR do około 1% pod koniec 2022 roku (obecnie ok. 0,2%), przy czym do pierwszych podwyżek miałyby dojść już na początku przyszłego roku.

Dla uczestników rynku liczących na szybkie podwyżki stóp dużą niespodzianką okazała się piątkowa konferencja prezesa NBP. Odpowiadając na zadane wcześniej pytania szef banku centralnego stwierdził, że prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych za kadencji obecnej Rady są praktycznie zerowe. Odnosząc się do programu skupu aktywów (QE) prezes Głapiński stwierdził, że „absolutnie nie ma mowy” o jego zakończeniu. W reakcji na powyższe wypowiedzi stopy rynkowe spadły, a rynek FRA „wymazał” część wycenionego wcześniej scenariusza podwyżek stóp.

Bardzo łagodny ton wypowiedzi prezesa NBP nie powinien być zaskoczeniem (choć mamy świadomość, że dla wielu osób był). Zarówno w 2019, jak i na początku 2020 roku, członkowie RPP utrzymywali gołębią retorykę, nie przywiązując zbyt dużej wagi do podwyższonej inflacji. Od tego czasu nic się nie zmieniło w sposobie reakcji RPP na zmiany wskaźników makroekonomicznych. Prezes NBP wielokrotnie w ostatnich latach sygnalizował, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP, a więc przynajmniej do czerwca 2022 r. Presja rynkowa na wzrost stóp może się nasilać, ale naszym zdaniem RPP zapewne dotrzyma „obietnicy” i pozostawi je bez zmian. Oczekujemy, że do pierwszej podwyżki (do 0,5%) dojdzie we wrześniu 2022 r.

Perspektywa ujemnych realnych stóp procentowych oraz łagodnej retoryki RPP może odbijać się na kursie PLN. Tym bardziej, że jak pokazują grudniowe interwencje NBP, bank centralny raczej nie martwiłby się dalszym osłabieniem złotego. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, a także ostatnie globalne tendencje (umocnienie USD), coraz bardziej liczymy się z dalszym osłabieniem złotego i spodziewamy się, że pod tym względem PLN może wyróżniać się na tle innych walut regionu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,58	3,82	5,33	1,20	0,10	-0,50	-0,50	1,10
I KW 22	4,42	3,78	5,26	1,17	0,10	-0,50	-0,20	1,45

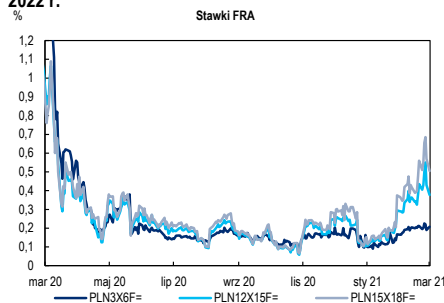
Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 3.03. Pozostałe prognozy z 17.02.2021 r.

Wykres 1. NBP zrewidował prognozy PKB i CPI w górę

	CPI				PKB			
	2020	2021P	2022P	2023P	2020	2021P	2022P	2023P
Prognozy NBP								
lip20	3,3	1,5	2,1	-	-5,4	4,9	3,7	-
lis20	3,4	2,6	2,7	-	-3,5	3,1	5,7	-
mar21	3,4	3,2	2,8	3,2	-2,7	4	5,5	5,4
Prognozy Citi Research								
	3,4	3	3,1	3,2	-2,7	4	5,9	4,1

Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 2. Rynek wycenia podwyżki stóp na początku 2022 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

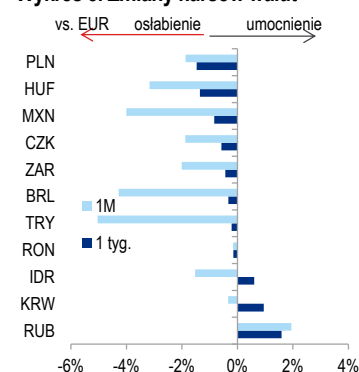
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

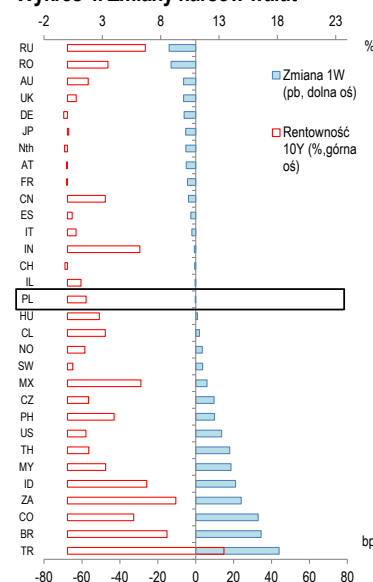
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 3. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.03.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 4. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.03.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

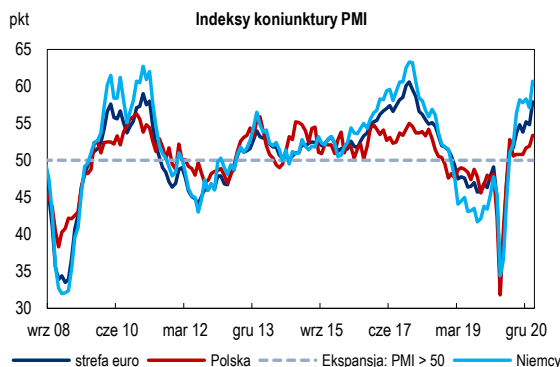
- Podsumowanie
- Tydzień w wykresach
- Kalendarz publikacji
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 3
- 4

Tydzień w wykresach

Wykres 5. Wysokie odczyty PMI, dalsze zaostrzenie restrykcji

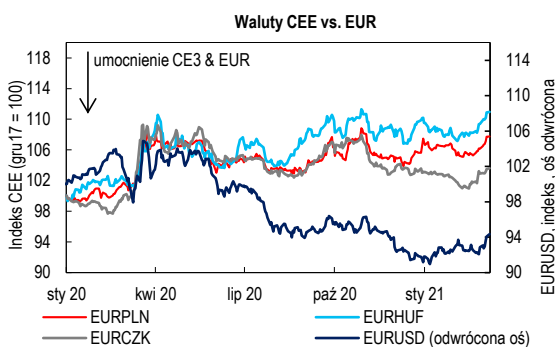


■ Indeks PMI dla przemysłu wzrósł do 53,4 pkt z 51,9 przekraczając oczekiwania (52,9). Wzrost indeksu był zgodny z zachowaniem analogicznych indeksów dla Niemiec i całej strefy euro i w dużej mierze wynikał ze wzrostu komponentu nowych zamówień eksportowych. Jednocześnie struktura danych o PMI wskazuje na pozytywne tendencje na rynku pracy, wydłużenie czasu dostaw oraz nasilenie presji cenowej.

■ Kraje europejskie stopniowo wydłużają obowiązujące restrykcje, co może odbić się negatywnie na aktywności gospodarczej w I kw. W Polsce pogorszenie tendencji epidemicznych doprowadziło do zaostrzenia restrykcji regionalnych. Choć rząd sygnalizuje, że jest bardziej „tolerancyjny” wobec krzywej zachorowań i spodziewa się mniejszej śmiertelności i skali hospitalizacji niż w poprzedniej fali, to jednak dalsze rozszerzanie restrykcji wydaje się prawdopodobne.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Mocniejszy dolar ograniczy potencjał do umocnienia walut EM

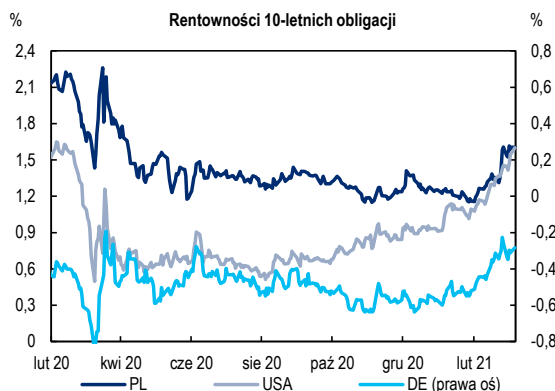


■ Na aukcji zamiany resort finansów sprzedał obligacje za 4 mld zł. Według MF realizacja potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na 284 mld zł wynosi już 55%. Sądzymy, że biorąc pod uwagę niższy od oczekiwań deficyt budżetowy w 2020 r. i lepsze zachowanie gospodarki w tym roku realizacja potrzeb może być dużo większa.

■ Prognozy Citi dla kursu EURUSD zostały istotnie zrewidowane w dół i w najbliższych latach oczekiwane jest utrzymanie mocnego dolara (1,15 w perspektywie 2 lat), co wynika ze znacznie lepszych perspektyw gospodarki USA i wyższych stóp rynkowych. Choć umocnienie dolara wynikające z dynamicznego wzrostu w USA może nie być tak negatywne dla walut EM jak wskazują historyczne korelacje, to może ono ograniczać potencjał do umocnienia.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Dobre dane z USA, mało gołębi szef Fed, dalsze wzrosty rentowności



■ Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA zaskoczyły pozytywnie, a kolejne miesiące mogą pokazać kontynuację korzystnych tendencji na rynku pracy. Wypowiedzi prezesa Fed J. Powella były niewystarczająco gołębie by zatrzymać wzrosty rentowności wynikające z rosnących oczekiwań na ożywienie gospodarki i wzrost inflacji. Rynek zaczął wyceniać scenariusz zbliżony do prognoz Citi zakładających ograniczanie skupu aktywów pod koniec roku i pierwsze podwyżki stóp w USA pod koniec 2022 r.

■ W tym tygodniu najprawdopodobniej finalnie przyjęty zostanie pakiet fiskalny 1,9 mld \$, a w centrum uwagi będą także dane inflacyjne, choć wyższe odczyty CPI powinny być widoczne dopiero w kolejnych miesiącach. W Europie uwaga będzie się koncentrować na posiedzeniu EBC. Pomimo prawdopodobnego podwyższenia przez EBC projekcji PKB i CPI nie spodziewamy się istotnych zmian w parametrach polityki pieniężnej.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 mar	PONIEDZIAŁEK						
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	-1,3	-0,1	1,9
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	I	--	1,3	1,3
9 mar	WTOREK						
08:00	DE	Eksport	% m/m	I	-3,8	-1,2	0,4
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	II	3,3	3,1	2,7
11:00	EUR	PKB	% r/r	Q4	-5,0	-5,0	-4,3
10 mar	ŚRODA						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	II	2,1	2,2	2,2
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	II	0,4	0,4	0,3
11 mar	CZWARTEK						
13:45	EUR	Decyzja ECB	%	III	0	0	0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	725	745
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	--	4180	4295
12 mar	PIĄTEK						
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	0,5	0,6	0,5
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	0,3	0,2	-1,6
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	III	79,6	78	76,8

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	593	695	773
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2 306	2 441	2 654
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15,503	15 472	18 161	20 235
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	6,2	6,3	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,5	-2,7	4,0	5,9
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	0,5	10,9
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,6	5,7	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,2	9,6
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-2,6	13,8	11,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	3,4	3,61
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,0	3,1
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	0,21	0,22	1,05
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,50	1,85
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,76	3,75	3,79
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,77	3,77
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,43	4,36
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,51	4,40
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,4	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,4	0,8
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	12,7	9,5	6,4
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	254,9	281,5	317,5
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	242,2	272,1	311,1
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	25,2	28,2	31,1
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-15,7	-20,4	-28,4
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	-9,8	-6,0	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-8,4	-4,6	-1,8
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,8	49,3	47,9

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 Pionu Sprzedaży Sektora Rynków Finansowych i Bankowości Korporacyjnej 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 roku 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. Warunki przedstawione w niniejszym dokumencie są wyłącznie podstawą do negocjacji i mogą być zmienione a obowiązujące warunki zostaną przedstawione w ostatecznej wersji umowy dotyczącej transakcji i/lub w potwierdzeniu transakcji. 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. 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. W przypadku, gdy informacje prezentowane stanowią wyciągi lub podsumowania innych materiałów publikowanych przez Bank, sugerujemy zapoznanie się z takimi materiałami w całości. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Bank nie opracował niniejszego materiału w oparciu o indywidualną ocenę sytuacji finansowej Klienta i nie dokonał analizy odpowiedniości. 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 tych materiałów. 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. 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. 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. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotetycznych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne 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 prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Klient, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Bank, powinien indywidualnie lub wspólnie ze swoimi doradcami finansowymi, inwestycyjnymi, prawnymi i księgowymi określić ryzyko i korzyści związane z zawarciem transakcji, jak również charakterystykę i konsekwencje finansowe, prawne, podatkowe i księgowe transakcji i w sposób niezależny ocenić, czy Klient jest w stanie podjąć dane ryzyko. 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) mogą być zaangażowani w lub mogą dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. 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. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Zawieranie transakcji na instrumentach finansowych wiąże się z ryzykiem, w tym ryzykiem utraty wartości instrumentu finansowego lub ryzykiem poniesienia straty. Opis ryzyk związanych z zawieraniem transakcji wskazany jest w dokumentacji produktowej Banku. Instrumenty finansowe opisane w niniejszym dokumencie nie są gwarantowane przez Skarb Państwa, Bankowy Fundusz Gwarancyjny lub jakiegokolwiek inne instytucje rządowe. 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. 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.