

CitiWeekly

NBP już nie zależy na osłabianiu złotego?

Po kilku miesiącach, w których bank centralny jasno sygnalizował chęć osłabienia złotego, kwiecień przyniósł w końcu istotną zmianę w tym podejściu. Podczas swojej piątkowej konferencji prasowej prezes Głapiński jasno stwierdził, że kurs złotego znajduje się „w strefie komfortu” NBP. Kilka dni wcześniej również Rada Polityki Pieniężnej zmieniła swój comiesięczny komunikat, usuwając zdanie, które było interpretowane przez nas oraz uczestników rynku jako sygnał gotowości do interwencji walutowych. Obecny kurs EUR/PLN oscyluje w okolicach 4,53, podczas gdy grudniowe interwencje były przeprowadzane, gdy przebywał on w przedziale ok. 4,45-4,60.

NBP formalnie wciąż pozostawia sobie możliwość dodatkowych interwencji, gdyby doszło do gwałtownych zmian kursu. Z tego powodu zakup walut na rynku przez bank centralny jest wciąż teoretycznie możliwy. Niemniej zmiany w komunikacji NBP utwierdzają nas w przekonaniu, że taki scenariusz jest mało prawdopodobny. Nie jest to zresztą nic nowego – od początku roku sygnalizowaliśmy, że po grudniowych interwencjach NBP zapewne nie będzie już aktywny na rynku FX. Jednak sam fakt, że taka możliwość została teraz zasygnalizowana przez przedstawicieli banku centralnego może otworzyć drogę do umocnienia złotego wobec innych walut regionu.

W piątek poinformowano również, że w 2020 r. bank centralny wypracował zysk na poziomie 9,3 mld zł. Zysk był o prawie jedną piątą wyższy niż w 2019 roku i jednocześnie wynikająca z niego wpłata do budżetu będzie niemal siedmiokrotnie wyższa od kwoty planowanej przez Ministerstwo Finansów. Jednym z powodów tak dobrego wyniku był znaczny spadek rentowności amerykańskich i europejskich obligacji po wybuchu pandemii. Do poprawy zysku mogło przyczynić się również osłabienie złotego pod koniec roku. Według naszych szacunków, gdyby kurs USD/PLN pozostał do końca grudnia na poziomie sprzed interwencji, wynik banku mógłby być o około 4 mld zł niższy.

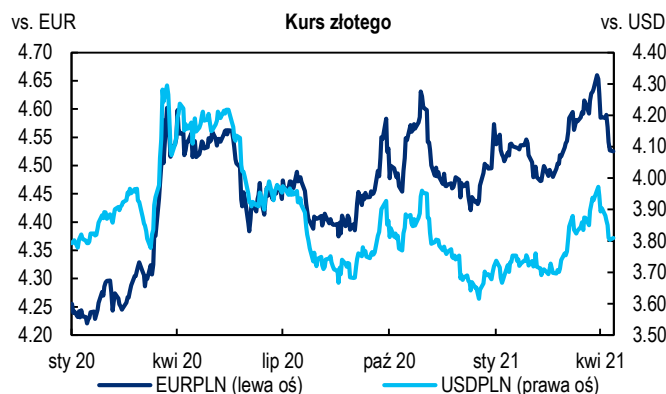
Jeżeli chodzi o perspektywy zmian stóp procentowych, ubiegłotygodniowa konferencja NBP nie przyniosła niespodzianek. Prezes Głapiński po raz kolejny zasygnalizował, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca kadencji RPP. Chociaż ton tych wypowiedzi był nieco bardziej wyważony niż w marcu, naszym zdaniem jego przesłanie było jednoznacznie łagodne. W związku z tym podtrzymujemy nasze przewidywania, że do pierwszej podwyżki dojdzie dopiero we wrześniu 2022 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund
II KW 21	4,53	3,84	5,27	1,18	0,10	-0,50	-0,40
II KW 22	4,43	3,82	5,27	1,16	0,10	-0,50	-0,10

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 8.04. Pozostałe prognozy z 17.03.2021 r.

Wykres 1. Kurs złotego w strefie komfortu NBP



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

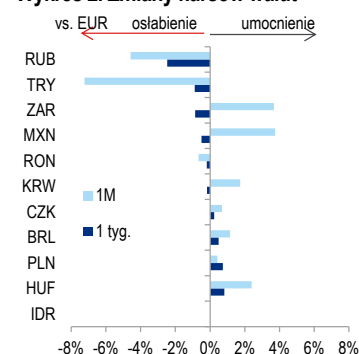
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

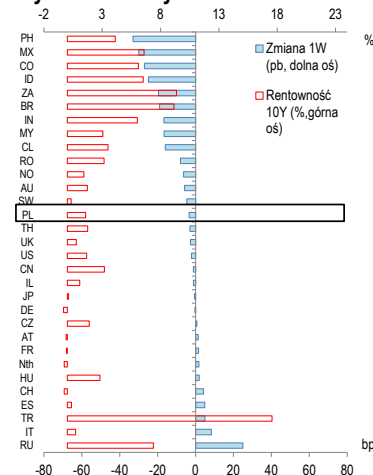
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.04.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 9.04.2021 r.

Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Rynek nieruchomości wsparty przez niskie stopy i podaż oraz oczekiwane ożywienie

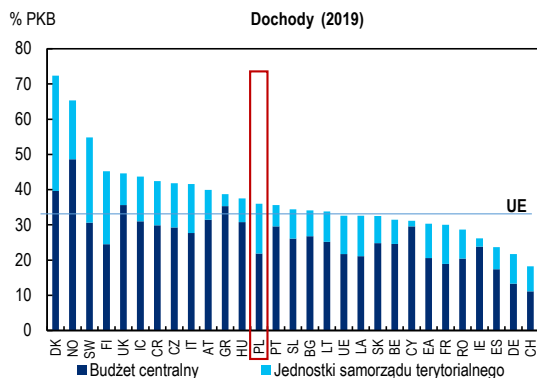


■ Pandemiczne otoczenie gospodarcze dorowadziło do spadku cen najmu na rynku mieszkań i spadku cen mieszkań na rynku wtórnym w największych miastach (w IV kw.20) wobec znacznego wzrostu udziału mieszkań kupowanych inwestycyjnie na sprzedaż lub wynajem w ostatnich latach. Jednocześnie najem pozostał atrakcyjny względem oprocentowania depozytów oraz poziomu rentowności obligacji, a ceny na rynku pierwotnym poza II kw. ub. r. notowały stopniowy wzrost przy spadku liczby dostępnych mieszkań do sprzedaży.

■ Zakładamy, że stopniowe łagodzenie restrykcji pobudzi rynek najmu w II poł. r. i wesprze popyt inwestycyjny. Wsparciem dla rynku nieruchomości pozostaje deficyt strukturalny mieszkań, długi okres niskich stóp i oczekiwane ożywienie gospodarcze przy wciąż wysokiej dostępności mieszkań mierzonej relacją cen do wynagrodzeń oraz dosyć wysoka dynamika kredytów mieszkaniowych. Wsparciem dla cen jest także spowolnienie tempa oddawanych mieszkań. Przyspieszenia podaży mieszkań na rynku pierwotnym można oczekiwać dopiero w 2022 biorąc pod uwagę przyspieszenie wydawanych pozwoleń na budowę.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Nowy Ład zwiększy progresywność podatkową

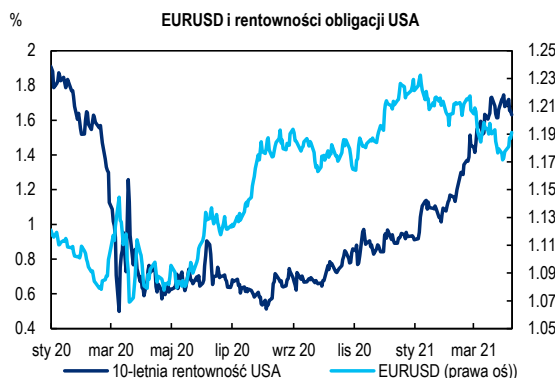


■ Planowany przez rząd program „Nowy Ład” zakłada znaczne zmiany w systemie podatkowym. Według DGP* projekt przewiduje m.in. podwyżkę kwoty wolnej od podatku do 30 tys. zł oraz podniesienie progu podatkowego z 85 tys. zł do 120 tys. częściowo finansowane m.in. przez zmniejszenie odliczeń składki zdrowotnej i wzrost dochodów VAT. Możliwe jest uruchomienie funduszu wsparcia inwestycji finansowanego emisją obligacji rozwojowych oraz wsparcie rynku mieszkaniowego.

■ Takie zmiany mogłyby być wprowadzane stopniowo i oznaczałyby zwiększenie progresywności systemu podatkowego oraz wsparcie wzrostu PKB przy większej skłonności do konsumpcji osób najmniej zarabiających, głównych beneficjentów programu, przy zwiększeniu inwestycji. Uwzględnienie programu w prognozach PKB i deficytu fiskalnego będzie możliwe po prezentacji szczegółów „Nowego Ładu”, prawdopodobnie dopiero w maju.

Źródło: GUS, Citi Handlowy, *DGP – Dziennik Gazeta Prawna

Wykres 6. Wyższe rentowności w USA będą umacniać dolara



■ Spadające rentowności amerykańskich obligacji skarbowych oraz uspokajające komentarze J. Powella sprzyjały apetytowi na ryzyko i osłabieniu dolara. Zaktualizowane prognozy Citi zakładają wzrost rentowności 10L w USA do ok. 2% na koniec roku, co będzie wspierało dolara (prognoza 1,16 na koniec roku), a jednocześnie może negatywnie wpływać na aktywa EM w kolejnych miesiącach.

■ Stopniowa poprawa w danych epidemicznych oraz przyspieszenie szczepień, jak również odłożenie w czasie decyzji Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych oraz zmiana w komunikacji NBP mogą działać korzystnie na złotego w najbliższym czasie. Jednak sądzymy, że nadmierna aprecjacja będzie wciąż niepożądana przez bank centralny, a niesprzyjającym czynnikiem dla złotego pozostaje najniższy poziom stóp w regionie.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 kwi	PONIEDZIAŁEK						
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	%m/m	II	1,9	1,5	-5,9
13 kwi	WTOREK						
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	III	--	2,4	2,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	75,0	79,1	76,6
14:00	PL	Rachunek bieżący	mln EUR	II	1746	1525	3258
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	0,6	0,5	0,4
14 kwi	ŚRODA						
10:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	--	-0,9	1,9
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0,5	0,5	0,8
15 kwi	CZWARTEK						
14:00	PL	Inflacja	% r/r	III	3,2	3,2	2,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	Tys.	710	700	744
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	6,3	4,7	-3,0
14:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IV	--	41,3	51,8
14:30	USA	Indeks aktywności Nowy Jork	pkt	IV	--	16,25	17,4
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	1,6	1,6	-2,2
16 kwi	PIĄTEK						
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	III	4,0	--	3,7
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	III	1,3	2,0	0,9
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	III	1644	1613	1421
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	III	1773	1750	1720
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IV	86,4	88,6	84,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. 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	595	650	713
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.288	2.317	2.462	2.691
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.503	15.537	16.990	18.665
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	3,7	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	5,5	5,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	5,8	6,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-0,5	11,0	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	3,8	3,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	3,4	3,1
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,7	4,9	6,2
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	5,3	5,0	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	0,21	1,04
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	1,80	2,05
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,77	3,86	3,81
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,89	3,84	3,83
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,48	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,54	4,43
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	21,0	16,5	6,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	3,5	2,5	0,9
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,3	13,1	10,6	7,6
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	260,7	259,0	286,1	322,6
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,4	246,0	275,5	315,0
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,5	26,7	30,0	33,0
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,9	-17,7	-22,2	-30,8
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	134,5	149,5	161,5
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-6,9	-5,4	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,7	-5,4	-4,0	-1,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,3	48,1	47,7	45,9

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 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 tożsamyh 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.