

CitiWeekly

W oczekiwaniu na pierwszy ruch

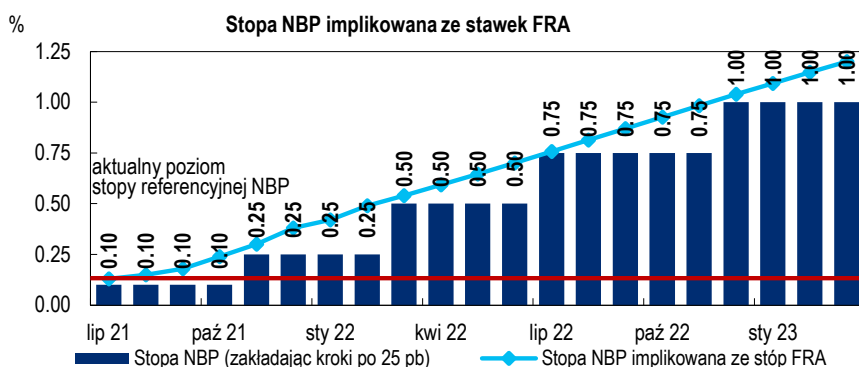
- Najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej oraz zaplanowana na piątek konferencja prasowa prezesa NBP. Stopy najprawdopodobniej pozostaną bez zmian, ale nasza uwaga (i zapewne uwaga uczestników rynku) będzie koncentrować się na komunikacie RPP i wypowiedziach jej członków. Gdyby RPP chciała rozpocząć cykl podwyżek już latem, właśnie czerwiec byłby dobrym momentem, aby zacząć przygotowywać do tego rynki.
- Jeżeli dotychczasowy ton wypowiedzi przedstawicieli NBP jest jakąś wskazówką, to raczej nie należy liczyć na diametralną zmianę nastawienia Rady już w czerwcu. Spodziewamy się co najwyżej niewielkich korekt w komunikacji, które nie powinny zachwiać dotychczasowym przekazem o braku konieczności szybkich podwyżek stóp. Nasz scenariusz można opisać następująco: 1) brak istotnych zmian w retoryce w czerwcu; 2) pierwsze istotne modyfikacje komunikacji w lipcu (po nowej projekcji); 3) dalsze wygaszanie programu skupu aktywów i ponowne zaostrzenie retoryki w IV kw.; 4) pierwsze podwyżki w I połowie 2022 r.
- To co czyni najbliższe miesiące tak interesującymi z punktu widzenia rynkowego to fakt, że alternatywne scenariusze zakładające szybsze podwyżki stóp procentowych nie są wcale nieprawdopodobne. Biorąc pod uwagę perspektywę wzrostu gospodarczego w kraju, przewidywane trendy inflacyjne, głęboko ujemne realne stopy procentowe oraz gotowość innych banków centralnych w regionie do zacieśnienia polityki pieniężnej, scenariusz szybszych podwyżek w Polsce wydaje się wręcz najmniej kontrowersyjny.
- Naszym zdaniem rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej już w III kwartale br. ma swoje zalety. Po pierwsze, odpowiadałby na wyraźnie już widoczne zagrożenia inflacyjne. Po drugie, gdyby gospodarka zaczęła wyhamowywać, cykl podwyżek mógłby zostać przerwany. Biorąc pod uwagę, że stopy są praktycznie na poziomie zerowym, niewielkie podwyżki nie zdażyłyby zaszkodzić gospodarce nawet gdyby obecne ożywienie wyhamowało w kolejnych miesiącach. Po trzecie, rozpoczynając podwyżki wcześniej Rada Polityki Pieniężnej zmniejszyłaby ryzyko konieczności bardziej gwałtownych zmian stóp na późniejszym etapie.
- Najpóźniej w piątek przekonamy się którą strategię wybierze RPP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
II KW 21	4,59	3,79	5,34	1,21	0,10	-0,50	-0,20	1,81
II KW 22	4,47	3,85	5,26	1,16	0,25	-0,50	-0,05	2,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 5.05. Pozostałe prognozy z 20.05.2021 r

Wykres 1. Notowania FRA wskazują na scenariusz stopniowych podwyżek stóp procentowych w Polsce.



Źródło: Bloomberg, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

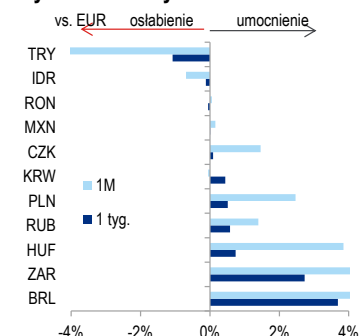
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

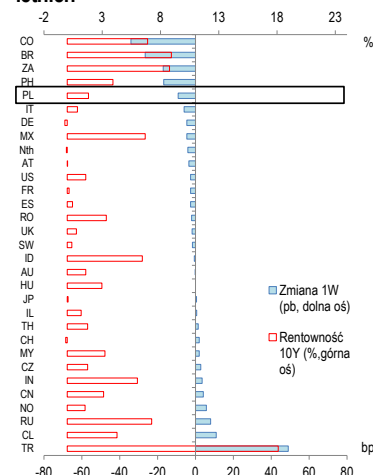
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 4.06.2021 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



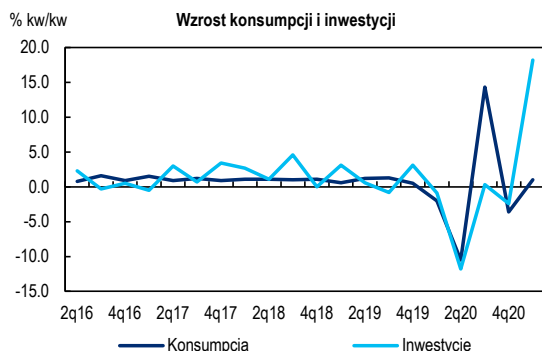
Według stanu na dzień 4.06.2021 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

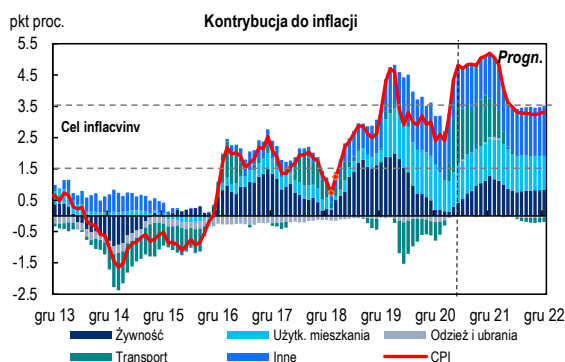
Wykres 4. Największą niespodzianką w danych za I kwartał było silne wybiecie inwestycji



- Dane o PKB za I kw. przyniosły pozytywną niespodziankę. Dynamika PKB została lekko skorygowana w górę do 1,1% kw/kw (z 0,9%), a w ujęciu rocznym spadek wyniósł zaledwie 0,9%. Prawdziwym zaskoczeniem okazało się jednak odbicie inwestycji o 18,2% kw/kw.
- Skala wzrostu inwestycji z I kw. jest nie do powtórzenia w II kw. i spodziewamy się, że przyniesie on spadek inwestycji. Nie zmienia to jednak tego, że dobre wyniki z początku roku ustawiają wysoki punkt startowy na cały rok. Nasza dotychczasowa prognoza zakładająca ponad 4% wzrost w 2021 zasługuje na korektę w górę. O jej skali zdecydujemy po najnowszych danych o produkcji i sprzedaży.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

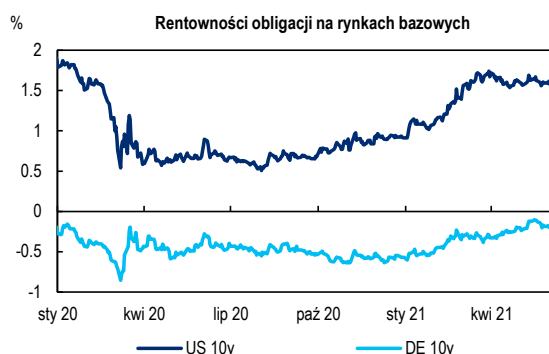
Wykres 5. Inflacja na wysokim poziomie przez resztę roku



- Inflacja w maju wzrosła do 4,8% r/r, ponownie oddalając się od celu inflacyjnego Rady Polityki Pieniężnej (2,5%). Szacujemy, że wskaźnik inflacji bazowej, który jest obliczany po wyeliminowaniu wpływu cen żywności i energii, wyniósł około 4-4,1% r/r.
- W najbliższych miesiącach inflacja będzie utrzymywać się na wysokim poziomie, a pod koniec roku może nawet przejściowo przekroczyć 5%. W 2022 roku efekty bazy pomogą obniżyć CPI, jednak nie na tyle aby sprowadzić inflację do poziomu celu NBP.
- Biorąc pod uwagę niski poziom stóp procentowych oraz opóźnienie z jakim ewentualne podwyżki mogłyby wpływać na inflację, czynnikiem obniżającym inflację może być wyłącznie kurs walutowy.

Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

Wykres 5. Słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy wsparciem dla rynku obligacji



- Zatrudnienie poza rolnictwem w Stanach Zjednoczonych wzrosło w maju o 559 tys. osób, a więc nieco mniej niż oczekiwano.
- Wzrost zatrudnienia wydaje się na tyle silny, że powinien pozwolić Fed na rozpoczęcie wygaszania programu skupu aktywów pod koniec bieżącego roku. Poważniejsza dyskusja na ten temat będzie mogła odbyć się na posiedzeniach FOMC w czerwcu i lipcu.
- Wzrost wynagrodzeń pozytywnie zaskoczył, osiągając 0,5% m/m oraz 2% r/r. Na uwagę zasługuje to, że wzrosty płac w ramach poszczególnych sektorów są na tyle silne, że rekompensują zaniżanie dynamiki związane z rosnącym zatrudnieniem w sektorach o przeciętnie niskich wynagrodzeniach.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
07 cze PONIEDZIAŁEK							
00:00	CN	Eksport	% r/r	V	30,0	32,1	32,3
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IV	0,3	0,5	3,0
08 cze WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,8	0,4	2,5
11:00	EUR	PKB	% r/r	Q1	-1,8	-1,8	-4,9
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	–	86,0	84,4
14:30	USA	Bilans handlowy	mln \$	IV	-67,8	-68,3	-74,4
09 cze ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	VI	0,1	0,1	0,1
03:30	CN	Inflacja	% r/r	V	1,6	1,6	0,9
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	V	5,2	5,2	5,1
10 cze CZWARTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	V	–	3,1	3,1
13:45	EUR	Decyzja ECB	%	VI	0,0	0,0	0,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350	365	385
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	V	0,5	0,4	0,2
11 cze PIĄTEK							
16:00	USA	Indeks Uniw. Michigan	pkt.	VI	84,8	84,0	82,9

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	4,2	5,3
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	5,2	3,3
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	4,3	3,7
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	1,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	0,21	1,49
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,30	2,40	2,80
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 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. 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 hipotezy 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. 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. 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 hipotez, 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. 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 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 hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. 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.