

CitiWeekly

W polityce pieniężnej bez zmian

W piątek odbyła się konferencja NBP, podczas której prezes banku centralnego odpowiedział na przesłane wcześniej pytania. Najważniejsze wnioski można podsumować w kilku punktach:

Stopy procentowe pozostaną bez zmian na dłużej – Prezes NBP po raz kolejny uznał, że stabilizacja stóp procentowych jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. W przeciwieństwie do styczniowej konferencji, gdy pytania o podwyżki zostały określone jako „abstrakcyjne”, tym razem A. Glapiński stwierdził, że nie wyklucza zupełnie podniesienia stóp. Nie interpretujemy jednak tego jako istotnej zmiany w ocenie perspektyw polityki pieniężnej. Wzmianka o podwyżkach wydaje się po prostu konsekwencją pytań, które zostały zadane i dotyczyły hipotetycznego scenariusza zakładającego wyraźnie wyższą inflację. Ton i treść wypowiedzi sugerowały raczej, że nie jest to w ocenie prezesa NBP prawdopodobny scenariusz. Biorąc to wszystko pod uwagę wciąż sądzimy, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2022 r.

Interwencje wciąż możliwe, ale mało prawdopodobne – Według prezesa Glapińskiego interwencje FX są możliwe jednak ich skala i moment przeprowadzenia będą uzależnione od warunków rynkowych. Prezes NBP powtórzył, że utrzymywanie kursu na konkretnym poziomie nigdy nie było i nie będzie celem banku centralnego. Naszym zdaniem komentarze te nie różnią się istotnie od tego, co NBP sygnalizował już w styczniu. Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach bank centralny nie będzie dokonywał skupu walut na rynku.

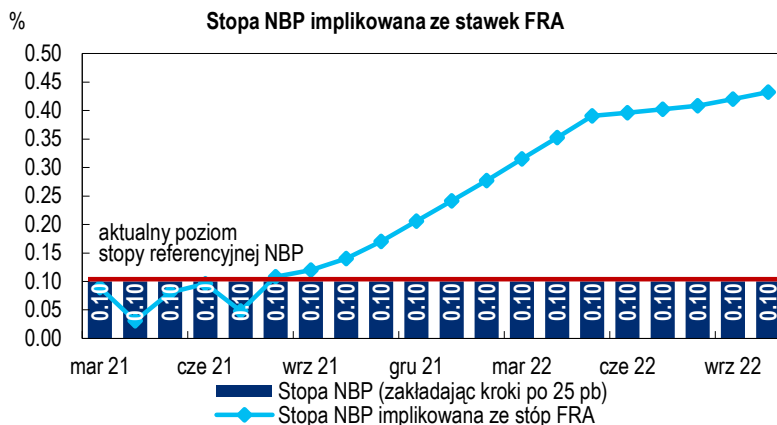
NBP czeka na szczegóły dotyczące przewalutowania kredytów – W odpowiedzi na pytanie o możliwość konwersji kredytów frankowych, prezes NBP stwierdził, że „nie ma żadnej konkretnej propozycji na stole, do której mógłbym się ja czy NBP odnieść”. Bank centralny może jednak przyrzeć się propozycjom, gdy już zostaną one sfinalizowane. Naszym zdaniem jeżeli dojdzie do przewalutowania portfela kredytów walutowych, będzie się to wiązało ze [znaczną presją na osłabienie złotego](#), która mogłaby zostać wyeliminowana tylko przez działania NBP. Z tego względu zakładamy, że ostatecznie NBP będzie uczestniczył w programie konwersji kredytów.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
I KW 21	4,53	3,65	5,21	1,24	0,10	-0,50	-0,50	1,10
I KW 22	4,38	3,45	5,03	1,27	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 3.02. Pozostałe prognozy z 20.01.2021 r.

Wykres 1. Rynek wycenia w większym stopniu podwyżki stóp w 2022 r.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

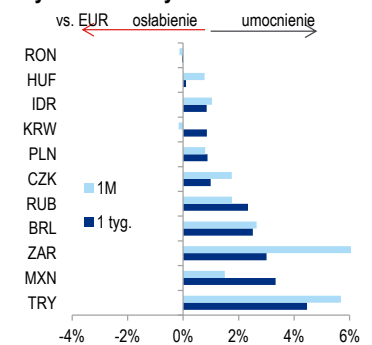
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

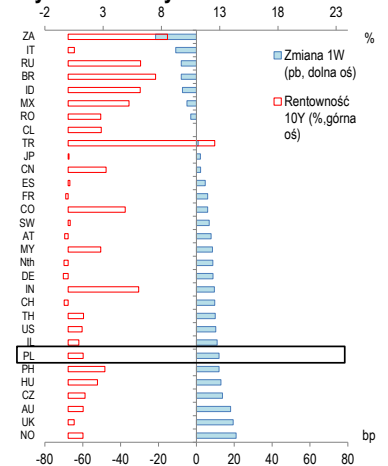
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.02.2021 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 5.02.2021 r.

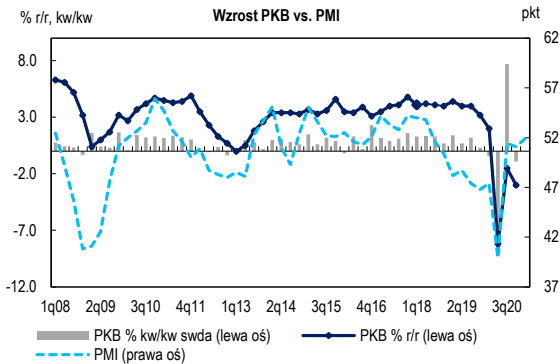
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Wyższy PMI i lepsze nastroje eksporterów, wstępny PKB za IV kw.



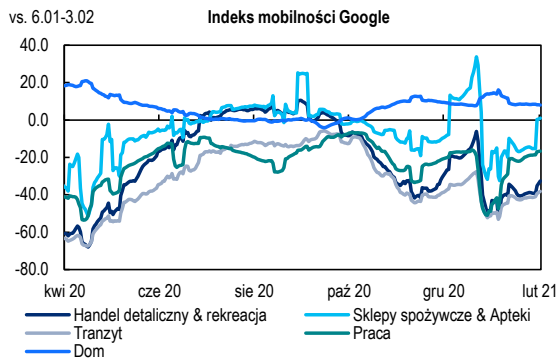
■ Indeks PMI dla przemysłu wzrósł w styczniu do 51,9 pkt z 51,7 i okazał się wyższy od oczekiwań. Na wzrost indeksu wpływ miał przede wszystkim komponent eksportowy i zatrudnienia przy spadku indeksu produkcji. Ponadto odnotowano najwyższy od niemal 10 lat poziom inflacji kosztowej.

■ Na dobre nastroje wśród eksporterów wskazywały także wyniki ankiety NBP wśród przedsiębiorstw ze stycznia br. Wyniki ankiety sygnalizowały poprawę perspektyw dla inwestycji szczególnie wśród dużych firm i eksporterów.

■ Biorąc pod uwagę roczne dane o PKB za 2020 r. (-2,8%) zakładamy, że w IV kw. spadek PKB mógł wynieść ok. 0,9% kw/kw, a tempo spadku PKB pogłębiło się do -3% (z -1,5% w III kw.).

Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy

Wykres 5. Stopniowe łagodzenie restrykcji, mniejsze dostaw szczepionek mogą opóźnić osiągnięcie zbiorowej odporności

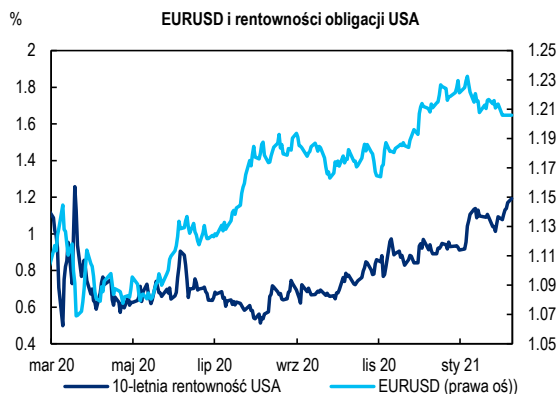


■ Rząd zapowiedział dalsze stopniowe łagodzenie restrykcji. Po tym jak w połowie stycznia do szkół wróciły dzieci z klas I-III, a od 2 lutego otwarte zostały galerie, rząd zapowiedział otwarcie na 2 tygodnie kin, teatrów, muzeów i hoteli w reżimie sanitarnym. Możliwe będzie także wznowienie aktywności sportowych w terenach otwartych (boiska, korty, stoki) i na basenach.

■ Choć tempo szczepień w Polsce stopniowo przyspiesza i jest jednym z najwyższych w UE to wciąż znacząco odbiega od W. Brytanii, USA i światowych liderów. W Europie programy szczepienia mają opóźnienie wobec wstępnych planów, co może spowolnić nabywanie zbiorowej odporności. Do czasu aż programy szczepień przyspieszą pewna forma restrykcji może być utrzymywana, co będzie ograniczało aktywność. Po dobrych danych o PKB ze strefy euro w ostatnim kwartale 2020 r., I kw. br. może przynieść spadek aktywności.

Źródło: Google, Citi Handlowy

Wykres 6. Szanse na duży pakiet fiskalny w USA wspierają nastroje



■ Na rynkach finansowych panują pozytywne nastroje w oczekiwaniu na pakiet fiskalny w USA. Mimo zestawu kilku dobrych wskaźników (ADP, ISM), dane o zatrudnieniu poza rolnictwem nieco rozczarowały, co zwiększyło oczekiwania na dużą skalę pakietu fiskalnego. Przy wsparciu wiceprezydent K. Harris Senat przyjął rezolucję, która to umożliwi przyjęcie dużego pakietu (oczekujemy ok. 1,5 bln \$ w marcu). Pakiet fiskalny w USA daje nadzieję na szybszy wzrost PKB i inflacji w USA. Prognozy Citi wzrostu PKB w USA w 2021 r. zostały zrewidowane do 5,4%. W kontekście inflacji istotne będą dane o inflacji za styczeń (Citi oczekuje nieco niższej niż rynek inflacji bazowej). Inflacja w strefie euro znacznie wzrosła, głównie przez czynniki statystyczne i wyższy VAT w Niemczech.

■ Oczekiwania na wyższą aktywność w USA i większą skalę pakietu fiskalnego doprowadziły do wzrostów rentowności i umocnienia dolara. W kolejnych miesiącach oczekujemy powrotu wzrostowego trendu EURUSD.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 lut		PONIEDZIAŁEK					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	0,1	0,3	0,9
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	3,0	1,5	0,4
9 lut		WTOREK					
08:00	DE	Eksport	% m/m	XII	-2,2	-1	2,3
10 lut		ŚRODA					
02:30	CN	Inflacja	% r/r	I	--	0	0,2
14:30	USA	Inflacja	% m/m	I	0,3	0,3	0,4
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XII	--	0,1	0,1
11 lut		CZWARTEK					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	680	775	779
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	4500	4490	4592
12 lut		PIĄTEK					
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	I	1,7	--	2,3
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	I	2,7	2,7	2,7
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	% r/r	III kw.	-3,0	-3,0	-1,5
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	II	79,4	80,8	79

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	-2,8	3,7	5,3
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,4	-0,9	11,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,4	-1,5	4,5	3,9
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	4,4	4,4
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,1	-3,5	8,9	4,0
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,3	-5,5	8,9	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	2,9	3,6
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,6	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	0,21	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	3,46	3,43
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,57	3,44
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,39	4,35
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,47	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,9	20,2	16,0	6,1
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 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 odpowiedności. 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 księgowo-transakcyjne 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.