

CitiWeekly

Co się odwlecze...

- Pomimo przypadającego na wtorek święta, rozpoczynający się tydzień może być bardzo interesujący pod względem publikacji danych.
- Na czwartek zaplanowano w kraju publikację danych o inflacji. Spodziewamy się kolejnego miesiąca z wskaźnikiem CPI na poziomie -0,3% r/r, głównie za sprawą niskich cen paliw. Oczekiwaną rynkowe są nieco niższe.
- Z kolei wstępne dane o PKB powinny pokazać spowolnienie wzrostu gospodarczego do około 2,7-2,8% r/r. Naszym zdaniem przyczyni się do tego zarówno spowolnienie popytu krajowego, jak i wciąż ujemny wkład eksportu netto.
- Wydarzeniem minionego tygodnia była decyzja Rady Polityki Pieniężnej (RPP) o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Opublikowany komunikat RPP pozostawił otwartą furtkę dla kolejnego cięcia, ale bynajmniej nie zawierał jednoznacznego wyjaśnienia, czemu do obniżki nie doszło w listopadzie. Naszym zdaniem brak obniżki na ostatnim posiedzeniu oznacza tylko jej opóźnienie. Rada może zdecydować się na jeszcze jedną obniżkę o 25 pb, najprawdopodobniej w grudniu bieżącego roku.
- Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie zmienił stóp procentowych, choć przedstawił łagodny komunikat, który sugeruje szybkie rozpoczęcie programu zakupu aktywów w strefie euro.
- Umocnienie dolara na rynkach światowych wpisuje się w nasz scenariusz zakładający wzrost USD/PLN do około 3,5 pod koniec 2014 r. oraz 3,7 pod koniec 2015 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,25	3,48	5,52	1,22	1,75	0,05	1,89	2,50	0,65	2,35
IV KW 15	4,23	3,74	5,57	1,13	1,75	0,05	1,95	3,20	1,25	3,05

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn.31.10.2014 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

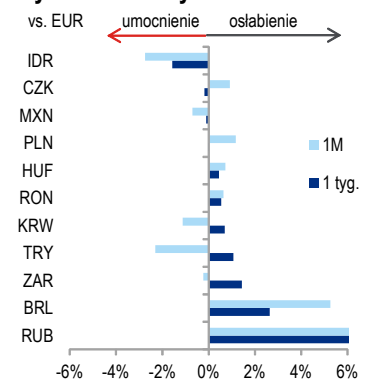
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

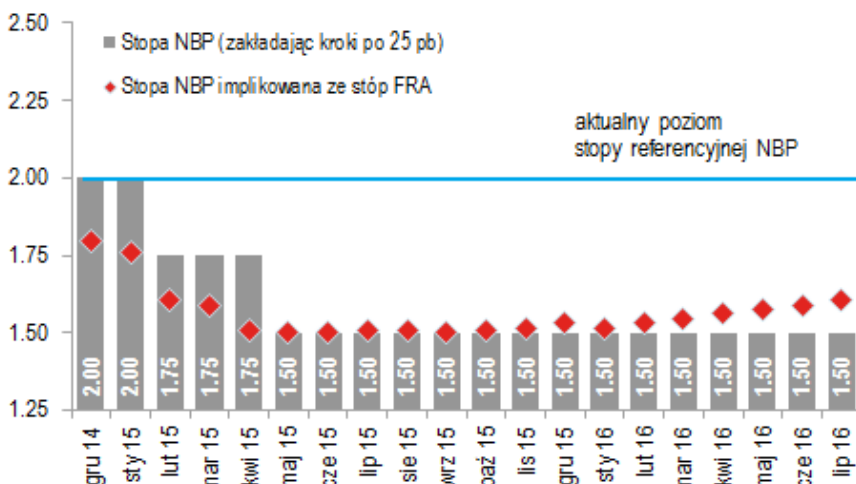
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 07.11.2014 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Ścieżka stóp procentowych wynikająca z notowań FRA.



Źródło: Citi Handlowy Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 lis PONIEDZIAŁEK							
10:30	EC	Indeks nastrojów inwest. Sentix		XI		-13.8	-13.7
12 lis ŚRODA							
11:00	EC	Produkcja przemysłowa	m/m	IX	1.0%	0.7%	-1.8%
16:00	US	Zapasy hurtowe	m/m	IX		0.2%	0.7%
16:00	US	Sprzedaż hurtowa	m/m	IX		--	-0.7%
13 lis CZWARTEK							
08:00	GE	HICP	m/m	X	-0.3%	-0.3%	-0.3%
08:00	GE	HICP	r/r	X	0.7%	0.7%	0.7%
14:00	PL	Saldo rachunku bieżącego	EUR mn	IX	-840	-491	-986
14:00	PL	Inflacja		X	-0.3%	-0.4%	-0.3%
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych		tyg.	275K	280K	278K
14 lis PIĄTEK							
08:00	GE	PKB (odsezon.)	kw/kw	3Q	0.2%	0.1%	-0.2%
08:00	GE	PKB	r/r	3Q	1.1%	1.1%	1.2%
10:00	PL	PKB	r/r	3Q	2.8%	2.7%	3.3%
11:00	EC	HICP	r/r	X	0.4%	0.4%	0.4%
11:00	EC	PKB (odsezon.)	kw/kw	3Q	0.1%	0.1%	0.0%
11:00	EC	PKB	r/r	3Q	0.7%	0.7%	0.7%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	m/m	X	0.1%	0.3%	-0.3%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna (po wył. aut)	m/m	X	0.1%	0.2%	-0.2%
15:55	US	Indeks nastrojów Uniw. Michigan	pkt.	XI	87.5	87.5	86.9

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja

Zaplanowana na czwartek publikacja inflacji należy do najważniejszych wskaźników w tym miesiącu. Naszym zdaniem indeks CPI utrzymał się w październiku na niezmiennym poziomie -0,3% r/r, podczas gdy w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,3%. Jeżeli nasze prognozy się potwierdzą, byłby to wynik nieznacznie wyższy od konsensusu rynkowego (-0,4% r/r). Po głębokiej deflacji w poprzednich miesiącach ceny żywności ponownie zaczęły rosnąć, ale było to równoważone przez spadające ceny paliw. Jednocześnie inflacja bazowa najprawdopodobniej pozostała na bardzo niskim poziomie.

PKB (dane wstępne)

Większość krajowych inwestorów wyczekuje przede wszystkim na piątkowe dane o PKB, szczególnie po deklaracjach przedstawicieli RPP, zgodnie z którymi dynamika wzrostu jest głównym wyznacznikiem przyszłych decyzji w sprawie stóp. Spodziewamy się spowolnienia wzrostu do 2,7-2,8% r/r w III kwartale z 3,3% w II kw. Tym razem ze względu na wstępny („migawkowy”) charakter publikacji nie poznamy informacji o strukturze wzrostu. Jednak naszym zdaniem wynik ten będzie wypadkową słabszego popytu krajowego (spowolnienie w konsumpcji indywidualnej oraz inwestycjach), a także negatywnego wkładu ze strony eksportu netto. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem rynkowym, ale dostrzegamy ryzyko po stronie słabszego odczytu ze względu na relatywnie słaby wynik produkcji budowlanej oraz przemysłowej w całym kwartale.

Bilans płatniczy

Naszym zdaniem deficyt w rachunku obrotów bieżących zmniejszył się we wrześniu i wyniósł około 0,84 mld €, wobec 0,99 mld € w sierpniu. Oczekujemy poprawy salda handlowego dzięki wzrostowi dynamiki eksportu po wyjątkowo słabym sierpniu, gdy wyniki produkcji przemysłowej oraz eksportu były zaniżone przez dłuższe niż zazwyczaj przerwy techniczne w wybranych zakładach produkcyjnych.

Miniony tydzień

Stopy procentowe w Polsce

Ostatnia decyzja RPP o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian okazała się największą niespodzianką od ponad dwóch lat. W naszych komentarzach wielokrotnie podkreślaliśmy, że w listopadzie RPP raczej nie „dostarczy” tak głębokich obniżek jak oczekiwał rynek (krzywa FRA wyceniała niemal 0,5 punktu procentowego obniżki), jednak sami spodziewaliśmy się niewielkiego cięcia o 0,25 punktu proc. Brak obniżki był o tyle zaskakujący, że stał on w sprzeczności z wcześniejszymi wypowiedziami prezesa NBP o zamiarze „skoncentrowania” cyklu obniżek w jak najkrótszym czasie.

Naszym zdaniem trudno jest znaleźć racjonalną i satysfakcjonującą odpowiedź na pytanie czemu w listopadzie nie doszło do obniżki. Komunikat RPP praktycznie nie zmienił się w stosunku do poprzedniego miesiąca, gdy Rada obniżyła stopy o 50pb, a dodatkowo tym razem NBP wyraźnie zrewidował projekcję inflacyjną. Podczas konferencji prasowej – którą obejrzelśmy dwukrotnie - również nie znaleźliśmy odpowiedzi na nasze pytania. Ton i forma komentarzy samych członków RPP sugerują jednak, że konflikt między zwolennikami i przeciwnikami cięć w Radzie uległ ostatnio nasileniu.

Mimo wszystko naszym zdaniem w najbliższym czasie stopy mogą zostać ponownie obniżone. Członkini RPP – prof. Elżbieta Chojna-Duch, która najprawdopodobniej zagłosowała przeciw cięciom w listopadzie, dopuszcza możliwość rozluźnienia polityki jeżeli dane o wzroście rozczarują. Biorąc pod uwagę, że publikowane w listopadzie dane o produkcji mogą okazać

się niższe niż w poprzednim miesiącu (głównie za sprawą różnicy w liczbie dni roboczych), powinno to wystarczyć, aby przechylić szalę na rzecz obniżki. Spodziewamy się więc, że na najbliższym posiedzeniu RPP w grudniu stopy procentowe spadną o dodatkowe 25pb.

EBC pozytywnie zaskakuje

EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian (zgodnie z oczekiwaniami), ale jednocześnie wprowadził daleko idące zmiany w komunikacie. Najważniejszą z nich było wpisanie do komunikatu wzmianki o tym, że bilans Europejskiego Banku Centralnego ma wzrosnąć do poziomów z początku 2012 r. Mogłoby to oznaczać jego wzrost o około 1 bln € z obecnych poziomów. Zmiana jest o tyle istotna, że przed posiedzeniem agencje informacyjne donosiły o sporze prezesa Draghiego z innymi przedstawicielami EBC, którzy sprzeciwiali się deklarowaniu docelowego poziomu dla bilansu EBC.

W naszej ocenie zarówno ton komentarza, jak i wypowiedzi prezesa Draghiego podczas konferencji prasowej sugerują, że drzwi do przeprowadzenia programu luzowania ilościowego (QE) w strefie euro są szeroko otwarte. Może do tego dojść w grudniu (wraz z aktualizacją projekcji makroekonomicznej) lub na początku 2015 r.

Silniejszy dolar, również wobec złotego

Zdecydowany ton komentarzy M. Draghiego oraz decyzja o zawarciu w oficjalnym komunikacie docelowego poziomu bilansu EBC sugerują możliwe dalsze osłabienie euro wobec dolara. Przemawia za tym rozbieżny kierunek polityki pieniężnej oraz ścieżki wzrostu gospodarczego między strefą euro oraz Stanami. Naszym zdaniem powinno to popchnąć kurs EUR/USD w kierunku 1,22 na koniec bieżącego roku, a w dłuższym okresie w kierunku 1,10-1,15 (koniec 2015 r.).

Powyższa sytuacja ma również implikacje dla pary USD/PLN. Spodziewamy się, że w najbliższym czasie złoty może pozostać relatywnie stabilny wobec euro, a w dłuższym czasie nawet lekko straci na wartości pod wpływem mieszanki niższych stóp procentowych oraz odpływu kapitału. Oznacza to, że w krótkim okresie EUR/PLN pozostanie na poziomie zbliżonym do 4,23, a następnie wzrośnie w okolice 4,3 w połowie 2015 r. **Przy umacniającym się dolarze oznaczałoby to wzrost USD/PLN do około 3,7 w poł. 2015 roku.**

Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	Gru-14	Mar-15	Cze-15	Wrz-15	Gru-15
EUR/USD	1.22	1.19	1.16	1.14	1.13
EURPLN	4.25	4.27	4.29	4.27	4.23
USD/PLN	3.48	3.59	3.70	3.75	3.74
CHF/PLN	3.51	3.53	3.55	3.50	3.47
GBP/PLN	5.52	5.62	5.88	5.85	5.57

Źródło: Reuters, Prognozy Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	523	474
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,632	1,678	1,749
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,721	13,416	13,596	12,318
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	11.8	11.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0	3.4
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0	6.3
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5	2.8
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5	4.7
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.4	4.6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.1	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1	1.2
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.8	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	1.75	1.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	1.78	1.82
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.50	3.20
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.48	3.74
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.15	3.66
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.25	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18	4.27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-27.1	-17.6	-7.0	-10.7	-15.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.2	-3.6	-1.4	-2.0	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-17.4	-9.2	0.9	0.0	-4.6
Eksport	178.7	142.1	165.9	184.2	181.1	197.8	205.9	201.3
Import	204.7	146.4	177.7	201.6	190.3	196.9	206.0	205.8
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.7	7.7
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-18.0	-16.1	-18.0	-20.1	-20.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	-13.8	-6.6	-3.7	-12.0	-18.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	76.9	36.9
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-4.9	-3.7	-4.0	-3.0	-2.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1.4	-4.6	-5.2	-2.6	-1.2	-1.8	-0.9	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.1	48.0	48.5
Dług krajowy	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.0	30.1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

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 Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do 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. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. 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, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. 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 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. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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.