

CitiWeekly

Łagodna Rada ale stopy bez zmian

- Uwaga w najbliższych dniach będzie skoncentrowana na śródownym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Po raz kolejny spodziewamy się pozostawienia stóp procentowych bez zmian, choć komunikat RPP zapewne będzie utrzymany w łagodnym tonie.
- Pomimo gorszych perspektyw wzrostu oraz inflacji, RPP prawdopodobnie zasugeruje, że w najbliższym czasie nie należy spodziewać się zmian stóp procentowych.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane o inflacji pokazują, że ścieżka wzrostu cen będzie w tym roku bardziej płaska niż wcześniej oczekiwano. We wrześniu bowiem ceny konsumpcyjne spadły o 0,8% r/r, wobec 0,6% spadku w sierpniu. Choć nie opublikowano jeszcze dokładnego rozbięcia danych, naszym zdaniem pogłębienie deflacji wynikało ze spadku cen paliw oraz gazu.
- Poniżej oczekiwań ukształtował się również wrześniowy indeks PMI, obrazujący kondycję w sektorze przetwórczym. Spadł on do poziomu 50,9 głównie za sprawą spadku zamówień eksportowych i wolniejszego niż dotychczas wzrostu produkcji.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem wyraźnie rozczarowały negatywnie wpływając na dolara oraz zmniejszając oczekiwania rynku na podwyżkę stóp w USA w tym roku. Ekonomści Citi oczekują, że na pierwszą podwyżkę stóp Fed może zdecydować się dopiero w marcu przyszłego roku.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

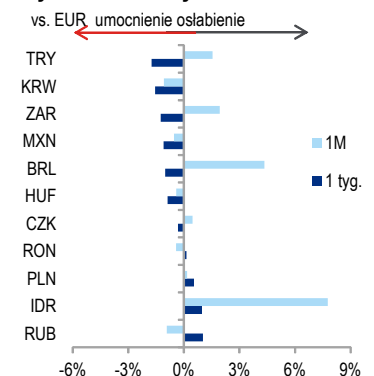
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



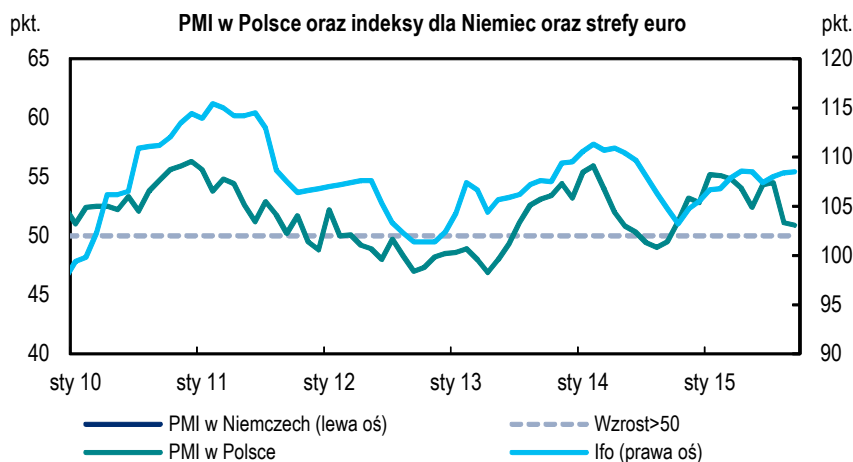
Według stanu na dzień 2.10.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 15	4,20	3,73	5,84	1,13	1,50	0,05	1,74	0,50	2,15
IV KW 16	4,06	3,86	5,88	1,05	1,75	0,05	1,98	0,80	2,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 23.09.2015 r.

Wykres 1. PMI nieoczekiwanie spadł po raz kolejny



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 paź PONIEDZIAŁEK							
09:55	DE	Indeks PMI w usługach	pkt.	IX	--	54.3	54.3
10:00	EC	Indeks PMI w usługach	pkt.	IX	54.3	54.0	54.0
10:30	EC	Indeks nastrojów Sentix	pkt.	X	--	11.6	13.6
11:00	EC	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0.0	0.0	0.3
15:45	US	Indeks PMI w usługach	pkt.	IX	57.0	--	59.0
6 paź WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia fabryczne	% m/m	VIII	1.2	0.5	-1.4
14:30	US	Bilans handlowy	mld USD	VIII	-50.0	-42.3	-41.9
	PL	Decyzja RPP	%	X	1.5	1.5	1.5
7 paź ŚRODA							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0.3	0.3	0.7
8 paź CZWARTEK							
09:00	HU	Inflacja	% r/r	IX	--	--	0.0
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	277.0
20:00	US	Fed - zapis posiedzenia	-				
9 paź PIĄTEK							
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	IX	--	--	0.3
14:30	US	Ceny importu	% m/m	IX	--	-0.5	-1.8
16:00	US	Zapasy hurtowe	% m/m	VIII	--	0.0	-0.1

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

Zapowiedź tygodnia

Stopy procentowe

Na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian. W ostatnich tygodniach bilans ryzyk dla polskiej gospodarki przesunął się w kierunku niższego wzrostu gospodarczego oraz niższej inflacji, jednak zmiany te nie były na tyle istotne żeby wpłynąć na stanowisko RPP. Spodziewamy się, że oficjalny komunikat będzie „gołębi”, wspominając zagrożenia zewnętrzne a także opóźnienie podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Niemniej Rada powinna podkreślić chęć utrzymania stóp procentowych bez zmian, tym bardziej, że w horyzoncie 3-4 miesięcy wygaśnie kadencja ośmiu z dziesięciu członków RPP. W takich warunkach chęć do podejmowania kontrowersyjnych działań może być w przypadku członków RPP niewielka.

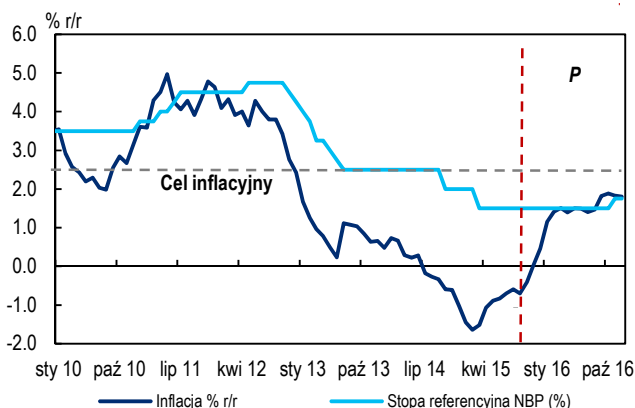
Miniony tydzień

Inflacja

W minionym tygodniu po raz pierwszy GUS opublikował wstępne (przyspieszone) szacunki wrześniowej inflacji. Wskaźnik inflacji (CPI) spadł do -0,8% r/r z -0,6% w sierpniu i był to pierwszy spadek po sześciu miesiącach wzrostów. Konsensus zakładał wynik na poziomie -0,6%, a nasza prognoza wynosiła -0,7%.

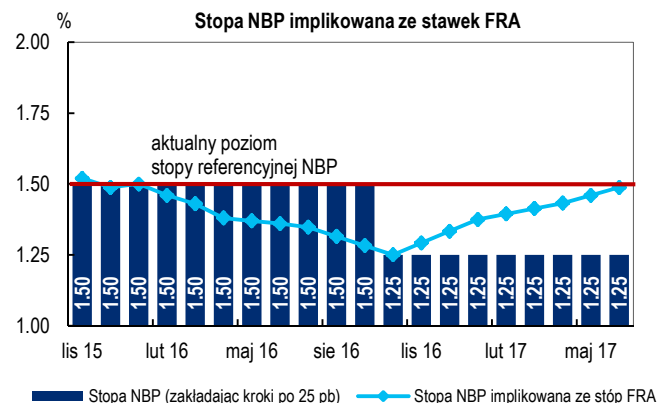
Co prawda GUS nie opublikował jeszcze dokładnego rozbięcia danych na poszczególne kategorie, jednak przypuszczamy, że pogłębienie deflacji było efektem głębokich spadków cen paliw oraz obniżek cen gazu. Susza powinna mieć lekki pozytywny wpływ na ceny żywności, jednak ujawni się on w sposób bardziej widoczny dopiero w kolejnych miesiącach. Dzięki temu inflacja powinna wzrosnąć w pobliżu +0,5% r/r pod koniec bieżącego roku.

Wykres 2. Wstępny szacunek inflacji za październik okazał się niższy od oczekiwań, ale naszym zdaniem spadek inflacji jest przejściowy



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 3. Rynek zaczął wyceniać obniżkę stóp, jednak naszym zdaniem wciąż bardziej prawdopodobnym następnym ruchem jest ich podwyższenie, choć może się ono odsunąć w czasie



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Indeks PMI

We wrześniu nastroje w sektorze przetwórczym lekko się pogorszyły. Wskaźnik PMI spadł do 50,9 punktu (z 51,1 punktu miesiąc wcześniej) i był niższy od naszej - i tak niskiej na tle konsensusu - prognozy. Spadek indeksu wynikał z wolniejszego wzrostu produkcji oraz nowych zamówień, przy jednoczesnym spadku zamówień eksportowych. Wpisuje się to w scenariusz dalszego pogorszenia popytu zewnętrznego, przy wciąż silnym popycie krajowym. Spodziewamy się bowiem, że między innymi ze względu na pogorszenie koniunktury w Chinach wzrost w Niemczech w przyszłym roku okaże się wolniejszy niż wcześniej zakładano.

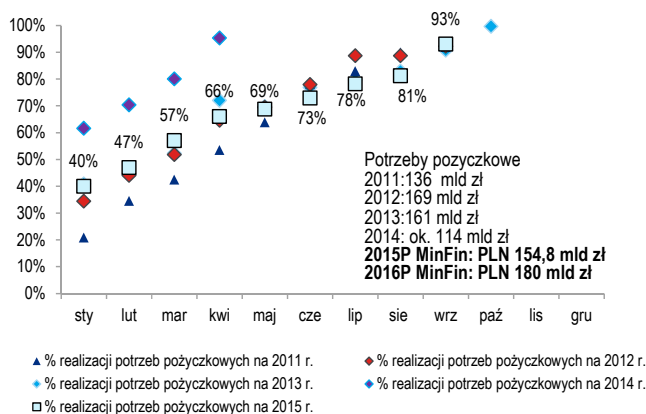
Właśnie z tego względu w ostatnich tygodniach zrewidowaliśmy nasze prognozy PKB na 2015 oraz 2016 rok o 0,3-0,4 punktu procentowego. Wciąż jednak wzrost w Polsce powinien utrzymywać się wyraźnie powyżej 3%, a więc powyżej dotychczasowego trendu.

Potrzeby pożyczkowe

W październiku Ministerstwo Finansów zakończy realizację tegorocznych potrzeb pożyczkowych i rozpocznie emisję na poczet przyszłego roku. Potrzeby pożyczkowe w 2016 roku mają być rekordowo wysokie i wynieść 180,8 mld zł, wobec niemal 155 mld zł planowanych na 2015 r.

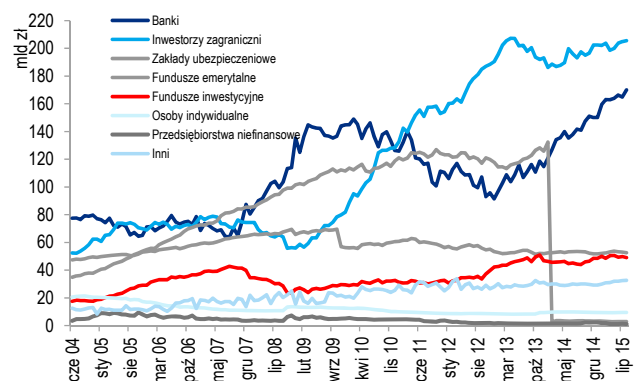
W ciągu ostatnich dwóch miesięcy zagraniczni inwestorzy wciąż kupowali polskie obligacje, jednak ze względu na perspektywę zacieśnienia polityki pieniężnej przez Fed oraz rekordowo wysoki poziom potrzeb pożyczkowych, ich finansowanie może okazać się trudniejsze niż w poprzednich latach. Biorąc pod uwagę znaczne rezerwy płynnościowe (65 mld zł po wrześniu) oraz planowane ponownie emisje bonów skarbowych w 2016 roku, Ministerstwo Finansów będzie w stanie elastycznie dostosowywać się do wymagających warunków rynkowych.

Wykres 4. W październiku resort finansów zakończy finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych i rozpocznie prefinansowanie na przyszły rok



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 5. Według danych Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni kupowali obligacje w sierpniu i wrześniu



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki Citi Handlowy.

Rynek pracy w Stanach Zjednoczonych

Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zaskoczyło negatywnie i wzrosło we wrześniu o 142 tys. wobec oczekiwanych przez rynek 200 tys. oraz prognozy Citi na poziomie 180 tys. Ponadto dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w dół o 59 tys. Słabe dane z USA miały negatywny wpływ na dolara. Dane o zatrudnieniu są istotne z punktu widzenia oczekiwań odnośnie terminu podwyżek stóp procentowych w USA. Ekonomiści Citi oczekują pierwszej podwyżki stóp w Stanach Zjednoczonych w I kwartale 2016 r.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 6. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	478	487
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,786	1,884
PKB per capita (USD)	11508	12382	13626	12879	13667	14270	12435	12685
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	10,1	10,9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2,6	3,7	4,8	1,8	1,6	3,4	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,2	-4,3	-3,5	11,4	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	1,7	0,7	1,4	3,4	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,0	1,0	1,2	3,1	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,3	4,8	5,7	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	9,1	5,8	6,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,4	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,5
Place nominalne (% r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,74	1,98
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,60	3,60
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,73	3,86
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,74	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,20	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,17	4,10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-26,2	-27,0	-17,6	-6,9	-7,0	0,6	-17,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,5	-5,1	-3,6	-1,3	-1,3	0,1	-3,9
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	0,8	-2,2	3,7	-10,2
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	197,8	208,6	183,5	133,1
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	196,9	210,8	179,8	143,3
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,5	12,0	9,9	4,8
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-17,7	-16,3	-12,9	-12,7
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-2,8	-8,1	-10,0	8,8
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	73,4
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	46,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1

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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może 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.

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 numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.