

CitiWeekly

To już jest koniec

- W środę Rada Polityki Pieniężnej po raz ostatni spotka się w obecnym składzie. W pierwszej połowie stycznia zostanie bowiem wybranych pięciu nowych członków, a w lutym trzech kolejnych. W rezultacie z obecnego składu Rady pozostanie tylko jedna osoba. Biorąc pod uwagę zbliżający się koniec kadencji trudno spodziewać się jakichkolwiek istotnych decyzji po najbliższym posiedzeniu. Zresztą jak zwykle w grudniu, obecne spotkanie członków Rady najprawdopodobniej będzie miało charakter świąteczny, a nie decyzyjny.
- W przyszłym roku nowa Rada Polityki Pieniężnej może już działać śmieiej. Obniżki stóp procentowych wydają się prawdopodobne, a naszym zdaniem nie można również wykluczyć niestandardowych działań ze strony banku centralnego.
- Oslabienie złotego w ostatnich tygodniach często bywa wiązane z wynikami wyborów parlamentarnych. Trudno jednak pogodzić tę teorię z rzeczywistymi danymi. Złoty w minionych tygodniach zachowywał się podobnie jak inne waluty środkowoeuropejskie i naszym zdaniem okazał się relatywnie silny biorąc pod uwagę, że w tym samym czasie euro wyraźnie osłabło wobec dolara.
- Ministerstwo Finansów postanowiło dokonać nowelizacji tegorocznej ustawy budżetowej (na miesiąc przed końcem roku). Według naszych szacunków bez tej nowelizacji budżet i tak domknąłby się z deficytem nieznacznie niższym od prognoz. Dlatego interpretujemy tę decyzję jako próbę stworzenia przestrzeni na wydatki w budżecie na 2016 r., a nie przejaw pogarszającej się sytuacji fiskalnej.
- Na świecie najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie zapewne posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Spodziewamy się, że EBC zdecyduje się na obniżenie stopy depozytowej o 20pb (konsensus: 10pb) oraz ogłosi zwiększenie skali zakupów aktywów o 15 mld euro miesięcznie, począwszy od stycznia 2016 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

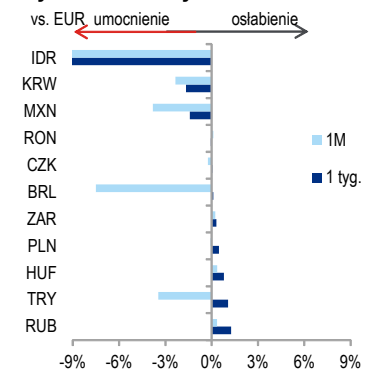
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



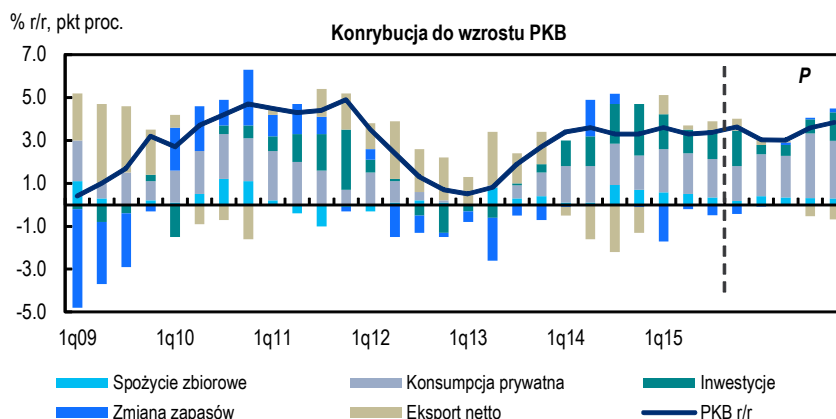
Według stanu na dzień 27.11.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 15	4,24	4,05	5,73	1,05	1,50	0,05	1,68	0,50	2,15
IV KW 16	4,07	4,01	5,73	1,01	1,00	0,05	1,39	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. 20.11.2015 r.

Wykres 2. Struktura wzrostu PKB



Źródło: GUS, 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
30 lis PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	XI	--	55.0	56.2
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	X	--	1.0	-2.3
1 gru WTOREK							
02:00	CN	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	49.8	49.8
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--		52.2
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	52.6	52.6
10:00	EA	PMI dla przemysłu	pkt	XI	--	52.8	52.8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XI	--	50.3	50.1
2 gru ŚRODA							
11:00	EA	Inflacja	% r/r	XI	--	0.2	0.1
	PL	Decyzja RPP	%	XI	1.5	1.5	1.5
14:15	USA	Raport ADP	tys.	XI	--	189.0	182.0
17:00	USA	Przemówienie J. Yellen					
20:00	USA	Beżowa księga					
3 gru CZWARTEK							
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	XI	--	54.6	54.6
10:00	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	X	--	0.2	-0.1
13:45	EA	Decyzja EBC	%	XI	--	0.05	0.05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--		260.0
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	--	58.1	59.1
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	pkt	X	--	1.0	-1.0
4 gru PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	X	--	1.0	-1.7

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

Zapowiedź tygodnia

Stopy procentowe

Po rozpoczynającym się we wtorek posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej (RPP) nie spodziewamy się zbyt wiele. Po pierwsze, decyzje oraz komunikaty RPP z poprzednich miesięcy wskazują, że większość członków nie widzi potrzeby zmian stóp procentowych. Po drugie, dane publikowane w ostatnich tygodniach oraz zapowiedzi zwiększonych transferów socjalnych (program 500+) przemawiają przeciw obniżkom. Po trzecie, najbliższe posiedzenie będzie ostatnim w obecnym składzie, gdyż do 13 stycznia (data rozpoczęcia następnego posiedzenia) wymienionych zostanie pięciu z dziesięciu członków Rady Polityki Pieniężnej - A. Bratkowski, E. Chojna-Duch, J. Hausner, A. Rzońca, J. Winiecki.

Wątpimy aby w takich okolicznościach obecna RPP chciała podejmować jakiegokolwiek kontrowersyjne decyzje.

Biorąc powyższe pod uwagę, naszym zdaniem stopy procentowe tym razem pozostaną bez zmian, ale do obniżek o 25-50 pb może dojść w pierwszej połowie 2016 roku, najprawdopodobniej w okresie marzec-maj 2016r. Biorąc również pod uwagę zapowiedzi przedstawicieli rządu, nie można zupełnie wykluczyć, że bank centralny mógłby w przyszłości zdecydować się na niestandardowe działania, imitując politykę Narodowego Banku Węgier.

Decyzja EBC

Na świecie najważniejszym wydarzeniem tygodnia będzie posiedzenie rady Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Spodziewamy się, że EBC zdecyduje się na obniżenie stopy depozytowej o 20pb (konsensus: 10pb) oraz ogłosi zwiększenie skali zakupów aktywów o 15 mld euro miesięcznie, począwszy od stycznia 2016r.

Miniony tydzień

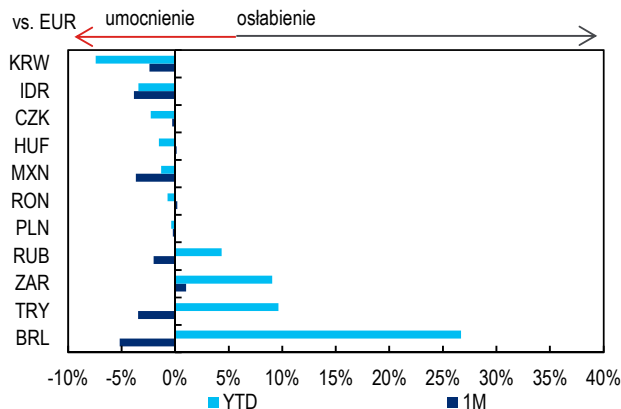
Złoty wyjątkowo stabilny

Słabość złotego wobec koszyka walut bywała w ostatnich tygodniach wiązana z wynikami wyborów parlamentarnych, co jednak nie znajduje potwierdzenia w danych. To prawda, że w minionym miesiącu wiele walut gospodarek wschodzących zachowywało się lepiej w stosunku do euro niż złoty (wykres 3). Niemniej najprawdopodobniej było to związane ze znacznym osłabieniem euro wobec dolara. Świadczy o tym fakt, że złoty tracił wobec walut azjatyckich, które są powiązane z dolarem, a jednocześnie wypadł relatywnie dobrze na tle innych regionu Europy Środkowej.

Na tle większości walut EM kurs złotego zachowuje się wyjątkowo stabilnie wobec euro, a świadczy o tym bardzo niska zmienność zarówno historyczna jak i implikowana, która jest tylko nieznacznie wyższa w porównaniu do czeskiej korony, i zbliżona do forinta (wykres 4). Zmienność walut krajów Europy Środkowej wobec euro jest jedną z najniższych ze wszystkich walut rynków wschodzących, co może wynikać z niewielkiej ekspozycji regionu na spowolnienie gospodarki chińskiej oraz wysokiej ekspozycji na łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Ponadto, po wyborach w Polsce zmienność kursu złotego nie wzrosła zauważalnie.

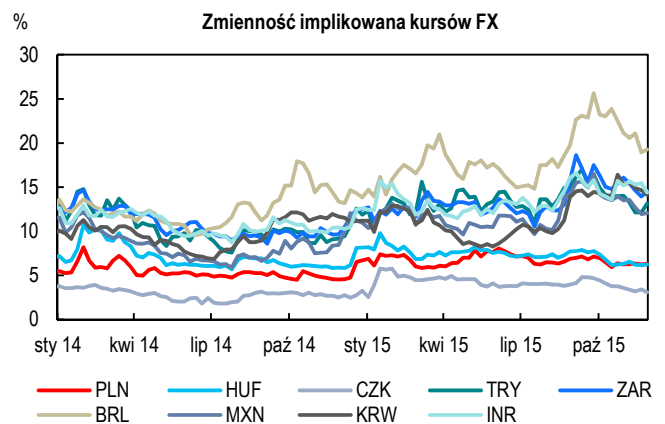
Złoty pod większym wpływem wydarzeń zagranicznych niż krajowych. Biorąc pod uwagę stabilne i mocne fundamenty polskiej gospodarki, równowagę wewnętrzną i zewnętrzną, oraz oczekiwaną stabilizację deficytu fiskalnego w pobliżu 3% oraz jedynie niewielki wzrost deficytu obrotów bieżących sądzimy, że szum informacyjny z polskiej sceny politycznej będzie miał niewielki wpływ na kurs złotego. Jednocześnie mimo deficytu obrotów bieżących blisko rekordowo niskich poziomów złoty wciąż wydaje się bardziej podatny na wydarzenia z zagranicy, o czym świadczy stosunkowo wysoka korelacja kursu złotego z indeksami awersji do ryzyka (VIX, GRAMI).

Wykres 3. Złoty nie zmienił się istotnie wobec euro ani w ostatnim miesiącu ani od początku roku



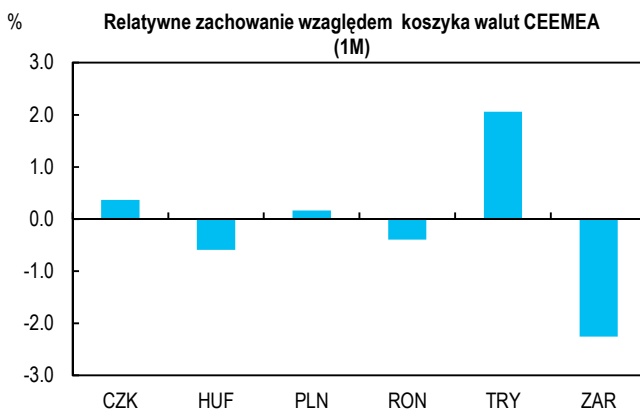
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Zmienność kursów walut regionu jest dużo niższa niż dla innych walut EM



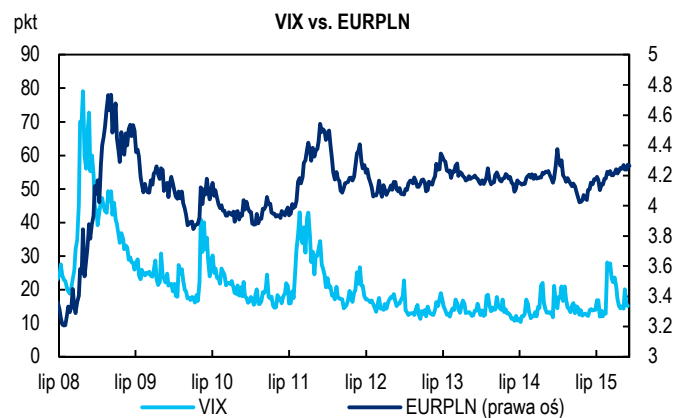
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 5. „Nadzwyczajne” zmiany kursu PLN były na tyle małe, że trudno upatrywać się wpływu wyborów



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Reuters.

Wykres 6. Złoty wciąż podatny na skoki awersji do ryzyka



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Nowelizacja budżetu

W piątek Ministerstwo Finansów (MF) poinformowało o planach nowelizacji tegorocznego budżetu. Komunikat powołuje się na gorsze od oczekiwań wpływy z tytułu VAT, które mają sprawić, że dochody podatkowe będą niższe od pierwotnych planów o 12 mld zł. W związku z tym MF chciałoby podnieść limit deficytu na 2015 rok o około 3-4 mld zł, a więc do około 50 mld zł.

Nowelizacja raczej nie świadczy o nagłym pogorszeniu sytuacji fiskalnej pod koniec roku lub o ukrytych problemach, które nagle zostały odkryte przez nowy rząd. O słabych wpływach z VAT wiadomo od dawna, a mimo to utrzymanie deficytu w ryzach wydawało się wykonalne. Było to możliwe dzięki tradycyjnej konserwatywnej realizacji wydatków oraz wysokim wpływom niepodatkowym z tytułu sprzedaży częstotliwości. Decyzja o nowelizacji sugeruje, że minister finansów mógł zdecydować o opóźnieniu dochodów ze sprzedaży częstotliwości lub o przyspieszeniu części wydatków planowanych na 2016r., dzięki czemu powstałoby miejsce na realizację programu 500+.

W praktyce piątkowy komunikat MF oznacza, że deficyt sektora finansów publicznych w 2015 roku może być wyższy od

wcześniejszych planów i może lekko przekroczyć 3% PKB. Stabilizowanie deficytu na podwyższonym poziomie w okresie szybkiego wzrostu gospodarczego sugeruje, że polityka fiskalna jest prowadzona w sposób procykliczny. W sytuacji spowolnienia w przyszłości oznaczałoby to szybszy wzrost długu publicznego oraz mniejszą przestrzeń do wspierania gospodarki za pomocą polityki fiskalnej.

Wzrost wyższy, inflacja niższa

GUS zrewidował wstępne szacunki PKB za III kwartał, podnosząc tempo wzrostu gospodarczego do 3,5%. Popyt krajowy rósł nieznacznie szybciej niż zakładaliśmy, przy silniejszej konsumpcji oraz słabszych inwestycjach (4,6% r/r). W naszym scenariuszu spodziewamy się spowolnienie dynamiki PKB na początku 2016 roku pod wpływem dalszego wyhamowania inwestycji. W drugiej połowie roku wzrost powinien jednak odbić dzięki wzrostowi konsumpcji o 5%, pod wpływem zwiększonych transferów socjalnych (500+).

Wstępne dane o CPI pokazują głębszą deflację od oczekiwań. W listopadzie ceny konsumentów spadły o około 0,5% (konsensus: -0,4, nasza prognoza: -0,3). Według naszych szacunków w grudniu wskaźnik CPI może wynieść 0%, a wzrośnie powyżej zera począwszy od stycznia 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	500	524	546	472	495
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,776	1,873
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,298	12,897
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	5,0	1,6	1,6	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,8	-3,9	-5,8	12,6	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	5,8	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,2	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,4
Plące 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	1,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,68	1,22
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	4,05	4,01
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,85	4,06
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,24	4,07
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,19	4,12
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-8,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,0	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,1	49,5

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.