

CitiWeekly

Program QE EBC będzie dłuższy

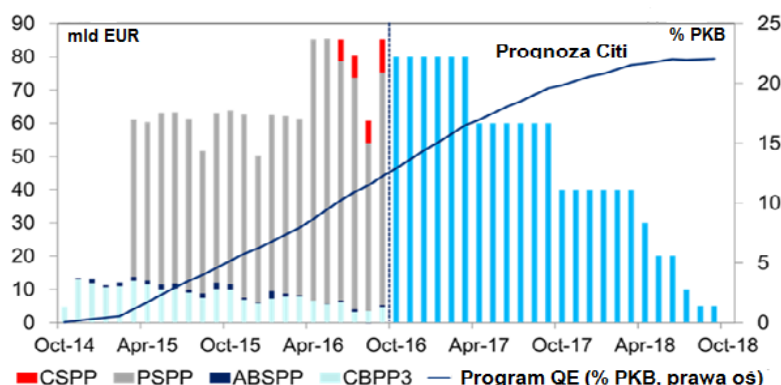
- Naszym zdaniem spekulacje rynku na temat strategii wyjścia EBC z programu luzowania polityki pieniężnej są przedwczesne. W ubiegłym tygodniu rynki dosyć wyraźnie zareagowały na artykuł, który ukazał się na serwisie Bloomberg odnośnie rzekomych rozważań Rady EBC nad ograniczaniem obecnych programów ilościowego łagodzenia. Doszło do umocnienia euro oraz pogorszenia apetytu na ryzyko. Protokół z posiedzenia EBC zasignalizował, że Bank nie rozważa obecnie zatrzymanie programów QE.
- Sądzimy, że strategię wyjścia nie będą przedmiotem dyskusji EBC na najbliższym posiedzeniu w październiku. EBC skupi się najprawdopodobniej na pracach usprawniających program skupu. Ponadto kolejnym krokiem będzie naszym zdaniem rozszerzenie programu skupu aktywów przynajmniej o 6 miesięcy przy zmniejszeniu miesięcznej kwoty skupu do 60 mld EUR i do 40 mld EUR w kolejnych 6 miesiącach. na posiedzeniu grudniowym. Naszym zdaniem próg brzegowy dla zakończenia zakupów przez EBC w kontekście wysokość inflacji jest stosunkowo wysoko postawiony. Spodziewamy się zakończenia skupu aktywów dopiero 18 miesięcy po obecnej dacie końca programu wyznaczonej na marzec 2017 r. i rozpoczęcia zmniejszania bilansu EBC dopiero w 2018 r.
- Wspomniany artykuł Bloomberg ant. EBC, komentarze członków Fed oraz dobre dane ze Stanów Zjednoczonych (wskaźniki ISM) zwiększające prawdopodobieństwo podwyżki stóp w grudniu przełożyły się na wzrost rentowności na bazowych rynkach długu. To wpłynęło także na krajową krzywą rentowności prowadząc do stopniowego wystromienia krzywej. Po tak znacznym wzroście rentowności może nastąpić chwila uspokojenia i odreagowania, ale sądzimy, że koniec roku może przynieść dalszy wzrost rentowności. Zbliżające się wybory prezydenckie w USA i termin podwyżki stóp procentowych w USA mogą zwiększyć zmienność na globalnych rynkach finansowych szczególnie na rynkach rozwijających się. Negatywny wpływ na długi koniec może też mieć dalszy wzrost inflacji mimo że jest wolniejszy niż oczekiwano.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 16	4,26	3,74	4,79	1,14	1,50	0,0	1,71	0,0	1,60
IV KW 17	4,20	3,59	4,67	1,17	1,50	0,0	1,91	-0,10	1,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 24.08.2016 r.

Wykres 2. Naszym zdaniem program QE EBC zakończy się dopiero we wrześniu 2018 r.



Źródło: Citi Research, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

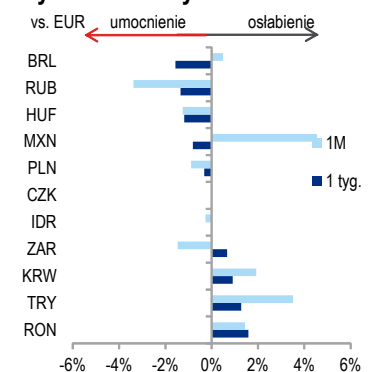
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.10.2016 r.
Źródło: Reuters.

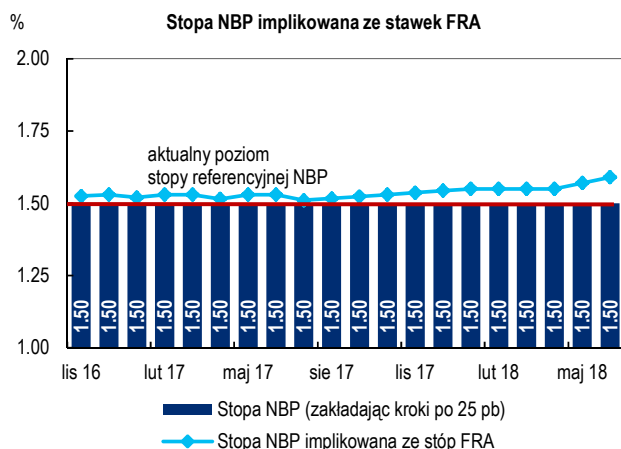
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

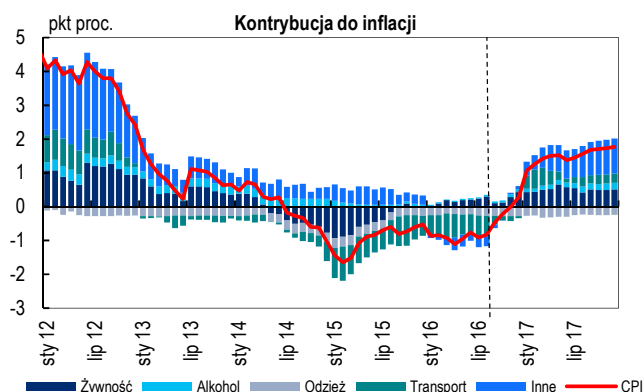
Wykres 3. RPP nie widzi potrzeb zmian stóp, czeka na odbicie inwestycji i wzrost inflacji



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

- RPP utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a ton komunikatu pozostał niemal niezmienny w porównaniu do września. Prezes Glapiński wydaje się nie przejmować obniżeniem prognoz na III kw. do 3% z 3,5% poprzednio, gdyż jest pewien, że spadek inwestycji jest jedynie przejściowy a wzrost napływu środków unijnych to kwestia czasu. NBP oczekuje też wzrostu inflacji do ok. 1% w 2017 r.
- RPP sygnalizuje, że nie rozważa obecnie obniżek stop procentowych oczekując na ożywienie inwestycji i wzrost inflacji, co umożliwiłoby rozpoczęcie dyskusji nad podwyżką stóp na początku 2018 r. Oczekujemy nieco szybszego niż NBP wzrostu inflacji - sądzimy, że jest szansa, że do pierwszej podwyżki mogłoby dojść już w II poł. 2017 r.

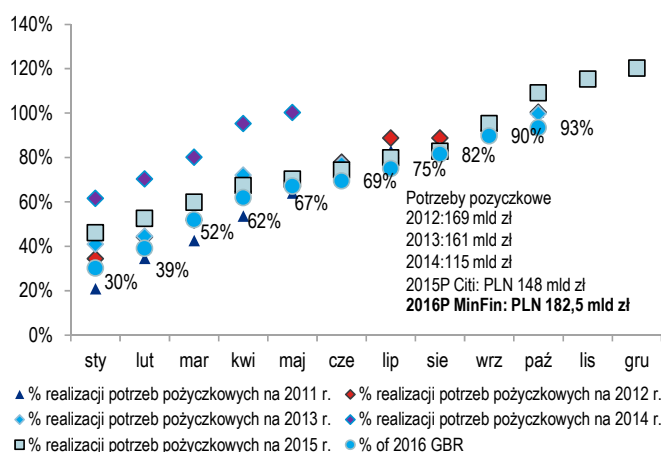
Wykres 4. Inflacja najprawdopodobniej wzrośnie powyżej zera jeszcze w tym roku



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- W tym tygodniu poznamy szczegółowe rozbięcie danych o inflacji za wrzesień. Wstępny szacunek GUS wskazał na wzrost inflacji do -0,5% z -0,8% we wrześniu, podczas gdy rynek, a także my, spodziewaliśmy się większego odbicia inflacji do -0,3% wobec wzrostu cen ropy i paliw.
- Za tak niskim wzrost cen konsumpcyjnych, poza niskim wzrostem cen żywności, musiał stać dodatkowy czynnik jak np. rozszerzenie darmowego podręcznika na kolejne klasy, co obniżyło ceny w edukacji.
- Wciąż oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji powyżej zera na koniec roku i do ponad 1% średnio w 2017 r.

Wykres 5. Resort finansów sprzedał obligacje za ok. 7 mld zł i zrealizował ok. 93-97% potrzeb pożyczkowych



Źródło: MinFin, Citi Handlowy.

- Ubiegłotygodniowa aukcja obligacji miała miejsce w trakcie trendu wzrostowego rentowności i po niej przecena papierów skarbowych była kontynuowana.
- Resort finansów sprzedał 5,9 mld zł obligacji na aukcji podstawowej, w tym ok. 2 mld zł obligacji 2-letnich OK1018 i 4 mld zł obligacji DS0727 oraz 0,8 mld obligacji na aukcji uzupełniającej.
- Wskaźnik popytu do sprzedaży ukształtował się na poziomie 1,6, tj. blisko długoterminowej średniej.
- Łączna emisja długu w tym roku wyniosła ok. 126 mld zł a stopień realizacji potrzeb pożyczkowych wzrósł do 93-97% i zostaną one sfinalizowane najprawdopodobniej na najbliższej aukcji.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 paź PONIEDZIALEK							
	USA	Dzień Kolumba					
08:00	DE	Eksport	% m/m	VIII	2.1	2.2	-2.6
11 paź WTOREK							
10:00	DE	Indeks ZEW	pkt	X	5.5	4.0	0.5
14:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	-0.5	-0.5	-0.8
12 paź SRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	1.5	1.2	-1.1
20:00	USA	Minutes FOMC					
13 paź CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	X	265	--	249
14 paź PIĄTEK							
03:30	CN	CPI	% m/m	IX	--	--	0.1
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	VIII	-366	-331	-802
14:00	PL	Eksport	mln EUR	VIII	13808	13852	13519
14:00	PL	Import	mln EUR	VIII	14032	13850	13832
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0.5	0.6	-0.3
16:00	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	X	--	92.0	91.2

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	470	527	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1844	1935	2040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12251	13771	15237
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,60	2,11	3,17
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	3,74	3,59	3,51
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,90	3,70	3,55
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,26	4,20	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,28	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,3	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,5
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	200,5	214,9	226,1
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	202,8	223,6	238,6
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	13,1	14,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,3	-14,1	-14,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

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 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 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Komentarz rynkowy 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. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. 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. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte 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 prognozowanych wartości. 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 występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych 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. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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.