

CitiWeekly

Stopy procentowe w USA zmierzają w kierunku 3%

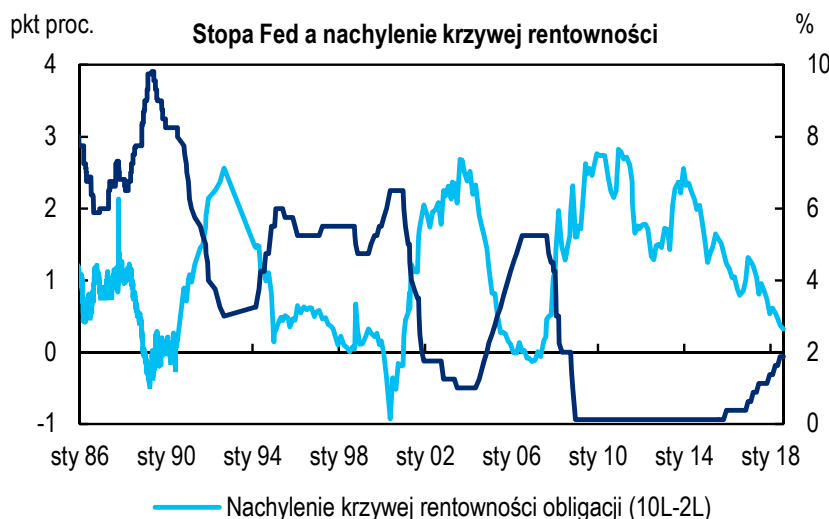
- Przyjęło się uważać, że poziom stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych to jeden z najistotniejszych czynników decydujących o sytuacji na rynkach wschodzących. W minionych dekadach okres napływu kapitału na rynki EM zazwyczaj pokrywał się z okresem spadających lub bardzo niskich stóp Fed. Z kolei rosnące stopy zazwyczaj sprzyjały odpływowi kapitału z EM. Z tego punktu widzenia śródowe posiedzenie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC) jest istotne dla rynków wschodzących, w tym również dla Polski.
- Podwyżka stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu (do 2,25%) wydaje się przesądzona. Naszym zdaniem po wrześniowej podwyżce do kolejnej może dojść już w grudniu. Prognozujemy również, że w sumie w obecnym cyklu stopa funduszy Fed wzrośnie czterokrotnie, osiągając w połowie 2019 roku poziom 3%.
- O ile uczestnicy rynku powszechnie spodziewają się podwyżki we wrześniu, inne aspekty najbliższej decyzji wydają się mniej oczywiste. Naszym zdaniem istnieje szansa, że tym razem z komunikatu zniknie zdanie określające politykę pieniężną jako „akomodacyjną”, co w praktyce oznaczałoby przesunięcie się w stronę nieco bardziej gołębią niż dotychczas. Ponadto na skutek zmian w składzie głosujących członków FOMC wykres oczekiwań stóp procentowych na 2019 rok (*dot plot*) może przesunąć się nieco w dół.
- Trend wzrostowy stóp procentowych w Stanach będzie wywierał presję na banki centralne w innych gospodarkach. Z punktu widzenia NBP dużo istotniejsze są jednak decyzje EBC, który jednak postanowił czekać przynajmniej do III kw. 2019 r. Oznacza to, że RPP powinna być w stanie odkładać podwyżki w czasie, ignorując decyzje Fed. Niemniej rozbieżne ścieżki polityki pieniężnej mogą okresowo prowadzić do przejściowego osłabienia złotego.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 18	4,33	3,73	4,87	1,16	1,50	-0,40	1,71	0,65	2,65
IV KW 19	4,27	3,56	4,80	1,20	1,50	0,00	2,00	0,90	2,80

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 14.09.18 r. pozostałe prognozy z dnia 19.09.2018 r.

Wykres 3. Płaska krzywa dochodowości może zniechęcać Fed do kontynuacji podwyżek stóp.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

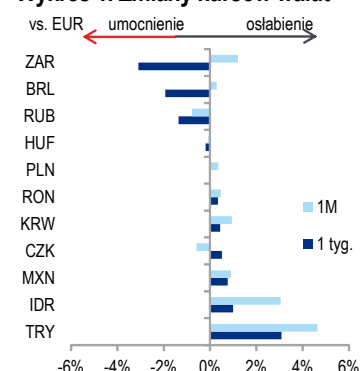
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

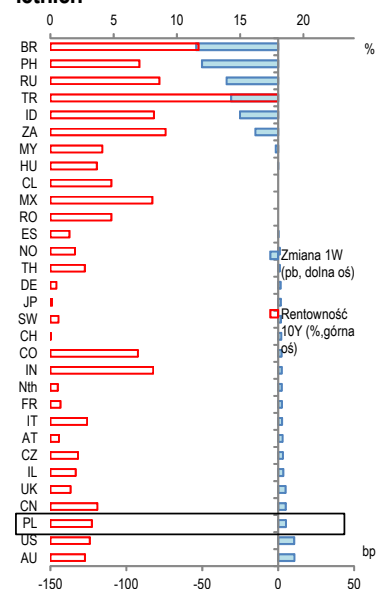
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 21.09.2018 r.
Źródło: Reuters.

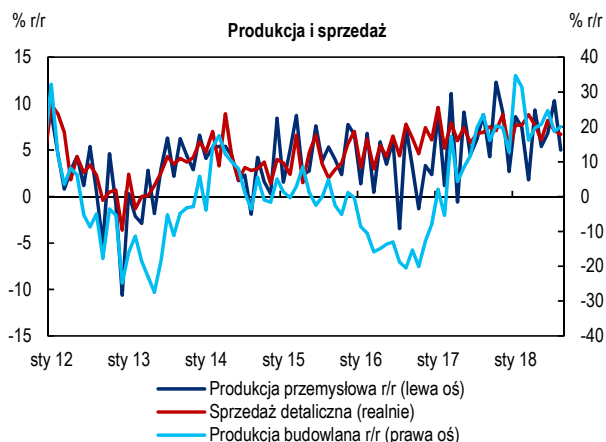
Spis treści

Nr str.

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

Tydzień w wykresach

Wykres 4. Produkcja przemysłowa zaskakuje w dół, a budowlana w górę



- Produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 5% r/r, a więc wolniej niż 10,3% odnotowane w lipcu. Dane były zgodne z konsensusem rynkowym, a spowolnienie było związane z mniej korzystnym układem dni roboczych.
- Jednocześnie jednak produkcja budowlana zaskoczyła pozytywnie rosnąc o 20% r/r. Wysoka dynamika w tej kategorii to efekt przede wszystkim budowy inżynierii wodnej i lądowej (drogi i mosty), a w nieco mniejszym stopniu wznoszenia budynków.
- Negatywny wpływ na wzrost produkcji mogą mieć pogarszające się perspektywy przemysłu niemieckiego w obliczu spowolnienia w Chinach, m.in. w związku z „wojnami handlowymi”. To będzie częściowo niwelowane przez słabszego złotego.

Źródło: GUS, Citi Handlowy

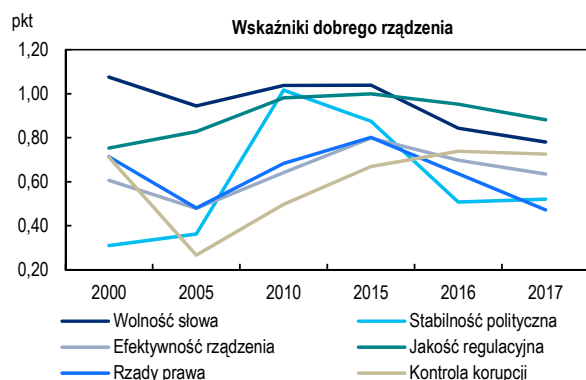
Wykres 5. Sprzedaż detaliczna trochę słabsza, podobnie jak dane z rynku pracy



- Realny wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w sierpniu do 6,7% z 7,1%, nieznacznie poniżej prognozy rynkowej.
- Na spowolnienie sprzedaży wpływ miał przede wszystkim wolniejszy wzrost sprzedaży samochodów (11% wobec 16,7% w lipcu). Choć dane Samar pokazywały znaczący wzrost rejestracji aut, to sprzedaż okazała się słaba być może z powodu tego, że nowe auta rejestrowali dealerzy aut przed wejściem nowych norm emisji spalin od 1 września, co nie było traktowane jako sprzedaż detaliczna. Do nieco słabszego wyniku sprzedaży mogło przyczynić się nieco głębsze niż zakładano spowolnienie płac i zatrudnienia do 6,8% i 3,4%.
- Oczekujemy stopniowego spowolnienia wzrostu sprzedaży i konsumpcji w kolejnych kwartałach, choć konsumpcja pozostanie głównym motorem wzrostu.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. Podaż obligacji w IV kw., agencje ratingowe podwyższają prognozy PKB, ale spadają wskaźniki Banku Światowego



- Ministerstwo Finansów odwołało aukcje zamiany, więc wciąż ma sfinansowane ok. 80% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. W tym tygodniu poznamy podaż obligacji na IV kw. i w tym szczegóły planowanych emisji w październiku. Naszym zdaniem MF może wyemitować 20-25 mld zł długu w ostatnim kwartale.
- W ostatnim czasie agencje ratingowe zrewidowały prognozy wzrostu PKB w Polsce w górę (Moody's do 5% w 2018 r. i 4,2% w 2019 r. a Fitch do 4,8 i 3,6%). Z kolei najnowsza publikacja Banku Światowego pokazała 2-3 rok z rzędu spadku większości wskaźników (World Governance Indicators), które opisują różne miary siły instytucjonalnej i efektywności państwa, i które są wykorzystywane do ustalania ratingu. Z drugiej strony wskaźniki te są obecnie na poziomach zbliżonych do notowanych w latach, kiedy Moody's i Fitch przyznały Polsce obecne ratingi.

Źródło: PAP, Bank Światowy, Moody's, Fitch, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 wrz PONIEDZIAŁEK							
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IX	103,2	103,2	103,8
25 wrz WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	VIII	5,9	5,9	5,9
15:00	USA	Ceny domów Case-Shiller	% r/r	VII	--	6,2	6,3
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IX	134	131,3	133,4
26 wrz ŚRODA							
13:00	CZ	Decyzja CNB w sprawie stóp proc.	%	IX	--	1,25	1,25
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	VIII	635	637	627
20:00	USA	Stopa Fed Funds	%	IX	2,25	2,25	2
27 wrz CZWARTEK							
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IX	111,4	111,5	111,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	--
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	VIII	2,4	1,7	-1,7
14:30	USA	Finalny PKB	%	II kw	--	4,2	2,2
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	VIII	--	--	--
28 wrz PIĄTEK							
03:45	CN	PMI dla przemysłu (Caixin)	pkt	IX	--	50,6	50,6
10:30	UK	Finalny PKB	% r/r	II kw	--	1,3	1,3
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	IX	2,1	--	2
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	VIII	0,3	0,3	0,2
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	VIII	0,2	0,1	0,1
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	VIII	0,4	0,4	0,3
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	IX	--	62	63,6
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IX	--	96	96,2

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi; * po rewizji

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	501	524	546	477	471	526	613	720
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 629	1 657	1 720	1 799	1 858	1 982	2 126	2 272
PKB per capita (USD)	12 994	13 622	14 200	12 417	12 263	13 698	16 008	18 796
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,7	6,0	5,7
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	1,6	3,3	3,8	3,0	4,6	4,7	3,9
Inwestycje (% r/r)	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,4	5,7	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	0,5	0,8	2,8	2,8	3,4	4,4	4,3	3,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,8	0,3	2,6	3,0	3,9	4,8	4,7	3,8
Eksport (% r/r)	4,6	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	2,8	5,8
Import (% r/r)	-0,3	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	4,6	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,5	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,5
Płace nominalne (% r/r)	3,5	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,3	8,1
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	2,42	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,13	2,71	2,08	1,65	1,73	1,72	1,71	2,08
Rentowność obligacji 10-letnich	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,28	3,40	3,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,73	3,56
USD/PLN (Średnia)	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,60	3,75
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,33	4,27
EUR/PLN (Średnia)	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,26	4,28	4,32
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-18,5	-6,7	-11,4	-2,7	-1,4	0,4	-2,6	-3,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-0,4	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-4,3	-7,7
Eksport	181,4	198,1	210,7	191,1	196,4	223,5	274,6	295,6
Import	191,9	198,5	215,0	188,6	193,1	222,9	278,8	303,3
Saldo usług	7,7	10,1	12,1	12,1	15,6	20,3	26,6	30,2
Saldo dochodów	-15,5	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,3	-24,8	-25,5
Rezerwy międzynarodowe	100,3	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	116,0	125,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-4,1	-3,6	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,0	-1,6	-1,7	-0,8	-0,8	-0,1	0,6	0,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	48,5	47,2	44,5

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 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, nie stanowi „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 oraz 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. 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.