

CitiWeekly

Obniżka mniejsza niż oczekuje rynek?

- W rozpoczynającym się tygodniu kluczowym wydarzeniem w kraju będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Oczekujemy, że RPP zdecyduje się na obniżkę o 25pb, sprowadzając stopę referencyjną do poziomu 1,75%.
- Nowa projekcja inflacyjna może skłaniać niektórych członków RPP do rozważenia bardziej zdecydowanych obniżek, ale dotychczasowe wypowiedzi przedstawicieli Rady sugerują, że w rzeczywistości trudno byłoby zebrać większość dla cięcia głębszego niż 25 pb. Biorąc to pod uwagę, w naszej ocenie oczekiwania rynkowe na obniżkę o niemal 50 pb w listopadzie mogą nie zostać spełnione.
- Jeżeli chodzi o wydarzenia zagraniczne, uwaga inwestorów na całym świecie będzie skierowana na dane z rynku pracy, które zostaną opublikowane w najbliższy piątek. Citi oczekuje 230 tys. nowych miejsc pracy poza rolnictwem.
- Wskaźnik PMI w Polsce wzrósł w październiku do poziomu 51,2 punktu i tym samym okazał się znacznie wyższy od oczekiwań (50 pkt.).
- W minionym tygodniu amerykański bank centralny formalnie zakończył program zakupu aktywów, powołując się przy tym na poprawę na rynku pracy. Z kolei japoński bank centralny zaskoczył, decydując się na zwiększenie skali zakupów aktywów.

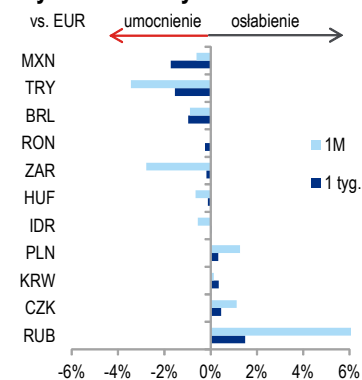
Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



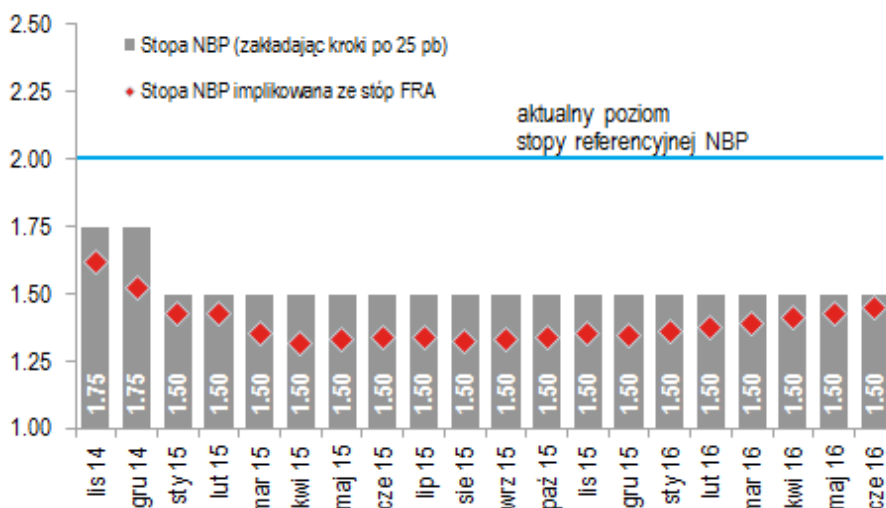
Według stanu na dzień 31.10.2014 r.

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 Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn.31.10.2014 r.

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	2
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 lis PONIEDZIAŁEK							
09:55	DE	PMI dla sektora przetwórczego	pkt	X	-	51.8	49.9
10:00	EZ	PMI dla sektora przetwórczego	pkt	X	50.7	50.7	50.3
15:45	USA	PMI dla sektora przetwórczego	pkt	X	-	56.2	57.5
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa	pkt	X	56.0	56.2	56.6
4 lis WTOREK							
11:00	EU	Prognozy Komisji Europejskiej	-	-	-	-	-
16:00	USA	Zamówienia fabryczne	% m/m	IX	-0.6	-0.5	-10.1
5 lis ŚRODA							
-	PL	Stopy procentowe NBP	%	XI	1.75	1.75	2.00
09:55	DE	Indeks PMI dla sektora usług	pkt	X	-	54.8	55.7
10:00	EZ	Indeks PMI dla sektora usług	pkt	X	52.4	52.4	52.4
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	-2.2	-0.8	0.2
15:45	USA	PMI dla sektora usług	pkt	X	-	57.1	57.3
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem	pkt	X	56.0	58.0	58.6
6 lis CZWARTEK							
09:00	DE	Zamówienia fabryczne	% m/m	IX	1.8	2.0	-5.7
13:45	EMU	Stopy procentowe EBC	%	XI	0.05	0.05	0.05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	283	287
13:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	kw/kw	III kw.	-	0.7	-0.1
7 lis PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	2.7	2.0	-4.0
14:30	USA	Zmiana l. pracujących poza rolnictwem.	tys.	X	230	235	248
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	5.9	5.9	5.9

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

Zapowiedź tygodnia

Rada Polityki Pieniężnej

Po większej od prognoz obniżce w październiku, RPP prawdopodobnie ponownie obniży stopy w listopadzie, tym razem o 25pb. Chociaż nowa projekcja inflacyjna zapewne pokaże niższą ścieżkę CPI oraz PKB (i tym samym będzie argumentem za poluzowaniem polityki pieniężnej), dotychczasowe wypowiedzi członków Rady pokazują, że trudno byłoby zebrać większość niezbędną do obniżki o 50pb. Pięciu z dziesięciu członków RPP jest przeciw jakiegokolwiek obniżce w listopadzie, podczas gdy jedna przedstawicielka Rady byłaby gotowa poprzeć niewielką obniżkę. Z tego względu w naszej ocenie szanse na to, iż RPP dostarczy

taką skalę złagodzenia monetarnego, której oczekuje rynek FRA (niemal 50pb) są raczej niewielkie.

Ponieważ RPP ewidentnie chce uniknąć nadmiernych cięć stóp procentowych, a jednocześnie chce pobudzić gospodarkę, potencjalnie skuteczniejszą alternatywą mogłoby być „zezwoenie” na osłabienie złotego. Polska waluta w ostatnich miesiącach była zaskakująco stabilna, nawet pomimo negatywnych szoków zewnętrznych. Ta stabilność może być tłumaczona tym, że Ministerstwo Finansów zamienia napływające z UE fundusze bezpośrednio na rynku, wywierając tym samym presję na umocnienie złotego. Wypowiedzi przedstawicieli MF sugerują jednak, że resort nie chce umacniać polskiej waluty. Rozwiązaniem dla tego dylematu byłaby wymiana większej części funduszy unijnych w banku centralnym, jednak NBP dotychczas chciał tego uniknąć z obawy, że zakupy euro i związany z tym wzrost rezerw walutowych doprowadzi do wyższych kosztów sterylizacji i pogorszenia wyniku finansowego NBP.

Obecna sytuacja jest jednak korzystniejsza niż dotychczas. Według naszych szacunków październikowe cięcie stóp o 50pb obniża koszt sterylizacji w takiej skali, że NBP mogłoby teraz zwiększyć rezerwy walutowe (czyli skupić euro od MF) o około 6 mld euro. Jeżeli w tym tygodniu stopy spadną o kolejne 25 pb, rezerwy mogłyby łącznie zwiększyć się o około 10 mld euro, a mimo to wynik finansowy NBP nie zmieniłby się w stosunku do sytuacji sprzed cięć stóp. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że skala operacji wymiany euro w NBP będzie się powoli (z naciskiem na „powoli”) zwiększać, ograniczając presję na umocnienie złotego.

Miniony tydzień

Koniec QE w Stanach, więcej QE w Japonii

Głównym wydarzeniem minionego tygodnia było długo wyczekiwane posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Fed zakończył swój program zakupu aktywów (QE3), powołując się przy tym na poprawę na rynku pracy i ignorując nadzieje części uczestników rynku na to, że zwiększona zmienność na rynkach może skłonić bankierów centralnych w Stanach do złagodzenia tonu. Mniej niż dwa dni po zakończeniu QE w Stanach, japoński bank centralny podjął zaskakującą decyzję o wyraźnym zwiększeniu zakupu japońskich aktywów.

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 roku 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.