

CitiWeekly

Podwyżki w USA nie będą zmartwieniem dla obecnej RPP

- W porównaniu z ostatnimi dniami, najbliższy tydzień będzie wyjątkowo ubogi w publikacje krajowych danych.
- Amerykański bank centralny (Fed) postanowił pozostawić stopy procentowe bez zmian, motywując tę decyzję niepewnością dotyczącą wzrostu w Chinach. Chociaż przedstawiciele Fed wciąż sygnalizują możliwość podwyżki w październiku lub grudniu, bardziej prawdopodobne wydaje się to, że będzie trzeba na nią poczekać do wiosny 2016 r.
- Oznacza to, że z ewentualnymi konsekwencjami wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych będzie musiała się zmierzyć dopiero nowa Rada Polityki Pieniężnej, której ośmiu członków zostanie powołanych dopiero po wyborach.
- W Polsce ostatnie dane o sprzedaży detalicznej rozczarowały, wywołując pytania czemu poprawiająca się sytuacja na rynku pracy nie ma odzwierciedlenia w wydatkach konsumentów. Z kolei produkcja przemysłowa oraz budowlana rosła szybciej, ale wciąż trudno uznać te wyniki za bardzo dobre.
- Dotychczas dostępne wskaźniki są spójne ze scenariuszem w którym wzrost gospodarczy utrzymuje się zauważalnie powyżej 3%, a więc powyżej trendu z ostatnich lat.
- Ceny konsumentów wciąż spadają ale w wolniejszym tempie niż dotychczas. Oczekujemy, że we wrześniu deflacja może się jednak pogłębić, choć zaraz potem CPI powinien ponownie zacząć rosnąć.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

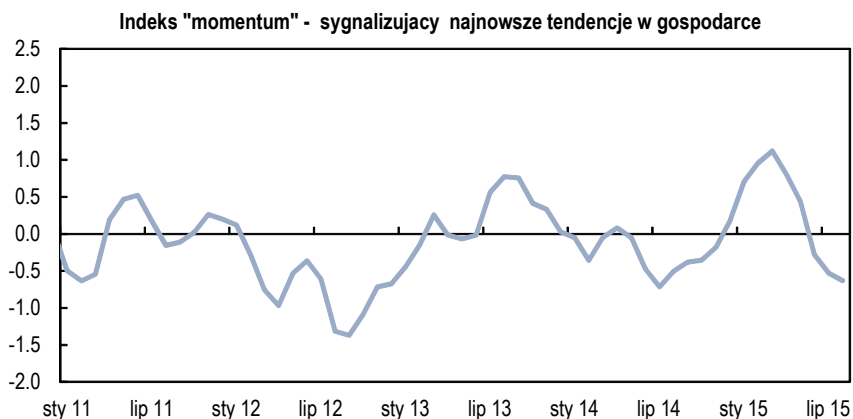
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 15	4,24	3,81	5,89	1,11	1,50	0,05	1,74	0,60	2,35
III KW 16	4,07	4,01	5,90	1,02	1,50	0,05	1,85	0,70	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.08.2015 r.

Wykres 1. Gospodarka wytraciła trochę ze swego rozpędu



Źródło: GUS, Eurostat, 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
21 wrz PONIEDZIAŁEK							
16:00	US	Sprzedaż domów	mln	VIII	5.5	5.50	5.59
22 wrz WTOREK							
14:00	HU	Decyzja ws. stóp procentowych	%	IX	--	1.4	1.4
16:00	EC	Nastroje konsumentów	pkt.	IX	-6.0	-7.0	-6.9
23 wrz ŚRODA							
09:30	GE	Indeks PMI w przetwórstwie	pkt.	IX	--	52.8	53.3
09:30	GE	Indeks PMI Composite	pkt.	IX	--	54.6	55.0
10:00	EC	Indeks PMI w przetwórstwie	pkt.	IX	51.8	52.0	52.3
10:00	EC	Indeks PMI Composite	pkt.	IX	54.3	54.0	54.3
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	VIII	10.0	10.0	10.1
15:45	US	Indeks PMI w przetwórstwie	pkt.	IX	--	52.8	53.0
24 wrz CZWARTEK							
10:00	GE	IFO Business Climate	pkt.	IX	108.2	107.9	108.3
13:00	CZ	Decyzja ws. stóp procentowych	%	IX	0.05	0.05	0.05
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	275	275	264
14:30	US	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	VIII	-3.0	-2.3	2.0
16:00	US	Sprzedaż nowych domów	tys.	VIII	520	515	507
25 wrz PIĄTEK							
14:30	US	PKB	% SAAR	2Q	3.7	3.7	3.7
14:30	US	Core PCE	% SAAR	2Q	--	1.8	1.8
15:45	US	Indeks PMI Composite	pkt.	IX	--	--	55.7
16:00	US	Indeks Uniw. Michigan	pkt.	IX	--	86.5	85.7

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

Zapowiedź tygodnia

Na rozpoczynający się tydzień nie zaplanowano istotnych publikacji danych.

Miniony tydzień

Wzrost rośnie, ale nie przyspiesza

Dane z minionego tygodnia bynajmniej nie rozwiały wątpliwości odnośnie stanu polskiej gospodarki. Największym rozczarowaniem okazał się zaledwie 2% wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu, przy oczekiwaniach sięgających 3,5%. Częściowo był on zaniżany przez głębokie spadki w kategorii "pozostała sprzedaż", które odjęły od dynamiki całego agregatu ponad 1,5 punktu procentowego. Do kategorii tej zaliczana jest sprzedaż, której nie można zakwalifikować do pozostałych

dobrze zdefiniowanych kategorii. Dlatego cechuje ją duża niestabilność i przez to trudno jednoznacznie interpretować powyższe wyniki.

Zaskakujące jest to, że poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz dobre nastroje konsumentów tylko częściowo przekładają się na wyniki handlu detalicznego. Te rozbieżności można próbować tłumaczyć na dwa sposoby. Po pierwsze, możliwe że popyt konsumpcyjny rośnie ale po prostu dane o sprzedaży z GUS tego nie pokazują. Mogłoby tak być gdyby relatywnie szybciej rósł popyt na usługi, lub gdyby przyspieszyła sprzedaż w małych sklepach (nie zaliczanych do danych o sprzedaży GUS). Po drugie, bardziej pesymistyczna hipoteza sugerowałaby, że wzrosła stopa oszczędności, a konsumenci nie chcą przeznaczать rosnących dochodów na konsumpcję, co z kolei oznaczałoby wolniejszy wzrost PKB w kolejnych kwartałach. O tym które wyjaśnienie jest prawidłowe będzie można przekonać się dopiero gdy GUS opublikuje dane o konsumpcji, a więc dopiero w listopadzie.

W przemyśle i budownictwie sytuacja była już lepsza. Co prawda produkcja przemysłowa wzrosła mniej niż oczekiwano (5,3% r/r wobec oczekiwań 6,4%), jednak dane w ujęciu miesiąc do miesiąca sugerują odbicie po wcześniejszym okresie słabości. Również wzrost produkcji budowlanej o 4,8% wskazuje na długo oczekiwaną poprawę. Gdyby wziąć pod uwagę wszystkie powyższe dane, wydaje się, że polska gospodarka wciąż rozwija się w tempie szybszym niż sugerowałby trend z minionych lat, tj. powyżej 3% r/r.

Mniejsza deflacja

Na koniec deflacji będzie trzeba poczekać do końca bieżącego roku. W sierpniu ceny towarów i usług konsumpcyjnych spadły o 0,6% w porównaniu z sierpniem 2014 r. Tym samym skala deflacji okazała się mniejsza niż zakładał konsensus rynkowy, ale mimo to trudno nie zauważyć, że wzrosty CPI są jak na razie wciąż bardzo powolne. Według naszych szacunków deflacja może się ponownie pogłębić we wrześniu ze względu na spadki cen paliw oraz gazu, jednak w grudniu indeks CPI powinien w końcu wzrosnąć nieco powyżej zera, o ile wywołane suszą podwyżki cen żywności się zmaterializują.

Ani publikowane ostatnio dane, ani ostatnia decyzja amerykańskiego banku centralnego (por. poniżej) nie zmieniają istotnie perspektywy polskiej polityki pieniężnej. Już w styczniu/lutym do Rady Polityki Pieniężnej zostanie przyjętych ośmiu nowych członków (za wyjątkiem M. Belki oraz J. Osiatyńskiego) i wątpimy aby Rada chciała w ostatniej chwili dokonywać jakichkolwiek zmian. Tym bardziej, że przy wzroście gospodarczym utrzymującym się powyżej trendu, relatywnie słabym złotym oraz luźniejszej polityce fiskalnej ciężko z przekonaniem nawoływać do poluzowania polityki pieniężnej. Opóźnienie podwyżek w Stanach Zjednoczonych oznacza również, że z ich konsekwencjami zmierzyć się będzie musiała dopiero nowa RPP. Na razie trudno ocenić jak ta reakcja mogłaby wyglądać, tym bardziej, że nie wiadomo nawet kto mógłby wejść w skład Rady.

Naszym zdaniem stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej do listopada przyszłego roku, a może nawet nieco dłużej.

Oddalające się podwyżki w Stanach

W minionym tygodniu Fed pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,0-0,25%). W komentarzach przedstawicieli amerykańskiego banku centralnego najciekawsza była waga, którą przywiązują oni do wydarzeń w Chinach. Z jednej strony podkreślili, że gospodarka amerykańska jest w fazie ożywienia, która sama z siebie mogłaby uzasadniać podwyżki. Z drugiej strony spowolnienie w Azji zostało wymienione jako wystarczający argument przeciw podwyżkom. Ponieważ w poprzednich latach Fed nie zwracał większej uwagi na tego typu czynniki, powyższe zachowanie może oznaczać, że sposób reakcji amerykańskiego banku centralnego ulega bardzo istotnej zmianie. Fed nie spogląda już tylko na czynniki krajowe, lecz również zewnętrzne i wbrew pozorom dla amerykańskiego banku centralnego jest to bardzo istotna zmiana.

Wciąż trzynastu uczestników Komitetu Otwartego Rynku Fed (FOMC) uważa, że do pierwszej podwyżki stóp powinno dojść jeszcze w październiku lub grudniu bieżącego roku. Naszym zdaniem trudno jednak uwierzyć, że do tego czasu niepewność dotycząca Chin zostanie na tyle wyjaśniona aby otworzyć drogę do podwyżek. Dlatego naszym zdaniem dużo bardziej prawdopodobne jest, że cykl podwyżek w Stanach Zjednoczonych Ameryki zostanie zapoczątkowany dopiero na wiosnę 2016 roku, a do grudnia stopy mogą sięgnąć 1%.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	469	472
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,792	1,897
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,879	13,667	14,270	12,205	12,297
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	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	6.3	8.0
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	3.0	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	7.3
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	8.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.4	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.8	1.6
Plące nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
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	2.23
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	3.50	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	3.92	3.95
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.82	4.02
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.18	4.05
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.17	4.08
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-6.9	-7.0	-2.6	-5.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.3	-0.6	-1.3
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.8	-2.2	2.9	-0.5
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.6	182.7	187.6
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	210.8	179.8	188.0
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.5	12.0	10.0	10.3
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-17.7	-16.3	-14.9	-15.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-2.8	-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	-2.7	-2.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.8

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 otrzymaniem 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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.