

CitiWeekly

Obecna Rada nie zmieni stóp, ale nowa będzie bardziej gołębia

- W tym tygodniu RPP podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych, a wcześniej GUS opublikuje wstępny szacunek inflacji za październik.
- Według naszych szacunków inflacja wzrosła do -0,6% z -0,8%, przede wszystkim za sprawą wyższych cen żywności, a nasza prognoza jest powyżej konsensusu rynkowego. Tym samym inflacja po przejściowym spadku powróci do trendu wzrostowego.
- Nie spodziewamy się żadnych zmian parametrów polityki pieniężnej ze strony Rady. Komunikat najprawdopodobniej zostanie utrzymany w nieco gołębim tonie. Nie oczekujemy zmian stóp procentowych do końca kadencji obecnej Rady. Jednak kolejna RPP może być znacznie bardziej gołębia i może zdecydować się na kolejne obniżki stóp procentowych, choć naszym zdaniem obecna sytuacja gospodarcza nie wskazuje, aby były one niezbędne.
- Indeks PMI za październik wzrósł nieoczekiwanie do 52,2 pkt zaskakująco pozytywnie. Wyższy indeks wynikał zarówno ze wzrostu indeksu produkcji, jak i indeksu nowych zamówień i sugeruje, że ostatnie obawy o znaczne i trwałe spowolnienie w przemyśle były przesadzone.
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed nie zmienił stóp procentowych, ale komunikat był nieco bardziej jastrzębi zmniejszając znaczenie ryzyk płynących z zewnątrz. Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że do podwyżki w USA dojdzie dopiero około marca. Wcześniejsza podwyżka (w grudniu) byłaby możliwa w przypadku serii bardzo dobrych danych makroekonomicznych.
- Inwestorzy zagraniczni kupowali polskie obligacje we wrześniu, a ich udział w rynku utrzymał się blisko 40%. W październiku MF rozpoczął prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2016 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

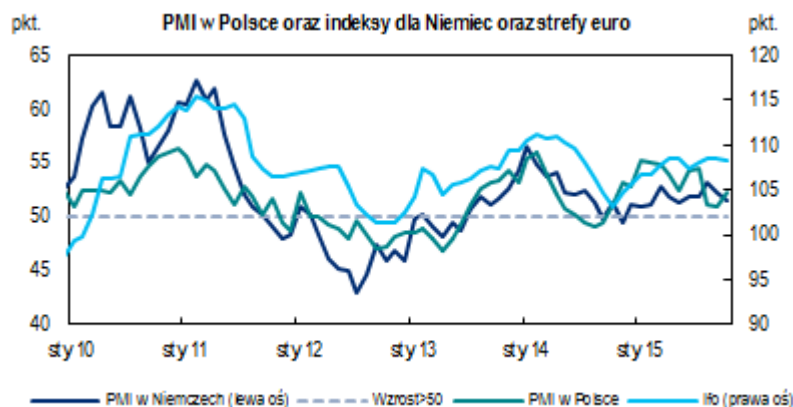
Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 15	4,22	3,69	5,86	1,14	1,50	0,05	1,74	0,50	2,15
IV KW 16	4,06	3,76	5,89	1,08	1,75	0,05	1,98	0,80	2,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.10.2015 r.

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Wykres 2. Indeks PMI nieoczekiwanie wzrósł w październiku, co sugeruje, że obawy o znaczne spowolnienie aktywności w przemyśle są przesadzone.



Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 lis PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Wstępny szacunek inflacji GUS	% r/r	X	-0,6	-0,7	-0,8
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	X	50,0	50,0	50,2
3 lis WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	-0,8	-0,8	-1,7
20:00	EA	Wystąpienie M. Draghiego					
4 lis ŚRODA							
02:45	CN	PMI dla usług	pkt	X	-	-	50,5
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	X	-	54,5	54,5
	PL	Decyzja RPP	%	X	1,5	1,5	1,5
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	X	-	181,0	200,0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	X	-42,0	-43,2	-48,3
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	50,0	50,0	56,9
16:00	USA	Przemówienie J. Yellen					
5 lis CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IX	-	1,0	-1,8
	EA	Prognozy Komisji Europejskiej			-	-	-
11:00	EA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	0,1	0,2	0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	264,0	260
6 lis PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-	-	-1,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	-	180,0	142,0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	-	5,1	5,1

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

Zapowiedź tygodnia

RPP

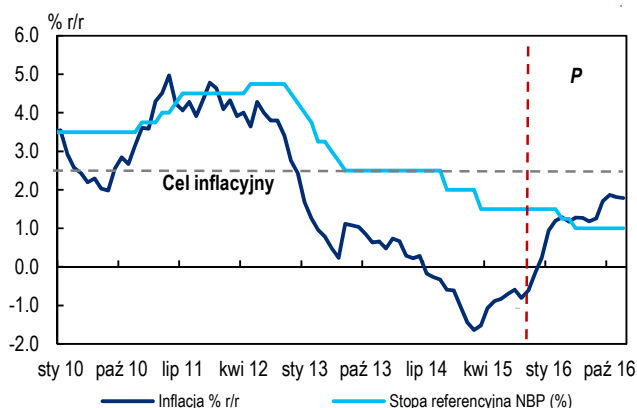
Nie oczekujemy zmian stóp procentowych na posiedzeniu w tym tygodniu, a jednocześnie najprawdopodobniej zostanie utrzymany nieco gołębi ton komunikatu. Sądzymy, że członkowie Rady ponownie zwrócą uwagę na obawy o wzrost gospodarczy na świecie, szczególnie w gospodarkach rozwijających się. Jednak, w tym samym czasie powtórzą, że wzrost gospodarczy jest wciąż stabilny, wspierany przez popyt krajowy przy niewielkiej presji cenowej i inflacji, dodatkowo obniżonej przez spadek cen ropy, co zwiększa niepewność odnośnie powrotu inflacji do celu. Naszym zdaniem obecna Rada Polityki Pieniężnej nie zdecyduje się na zmianę parametrów polityki pieniężnej przed upływem kadencji 8 spośród 10-u członków Rady na przełomie stycznia i lutego przyszłego roku. Taki pogląd był niejednokrotnie wyrażany przez większość członków Rady, zarówno gołębi jak i jastrzębich, którzy twierdzili, że stabilizacja stóp procentowych jest obecnie najbardziej efektywna, a obniżanie ich nie

przyczyni się do znacznie szybszego powrotu inflacji do celu. Choć ostatnio ton członków RPP stał się bardziej gołębi, to według protokołu z październikowego posiedzenia obok członków Rady, którzy rozważają łagodzenie polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach, część członków preferowałaby szybsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Jednak dostrzegamy ryzyko po stronie bardziej łagodnej polityki pieniężnej, gdy zostanie wybrana nowa Rada na początku przyszłego roku, co najprawdopodobniej doprowadzi do kolejnych dwóch obniżek stóp procentowych łącznie o 50 pb w I połowie 2016 r.

Inflacja

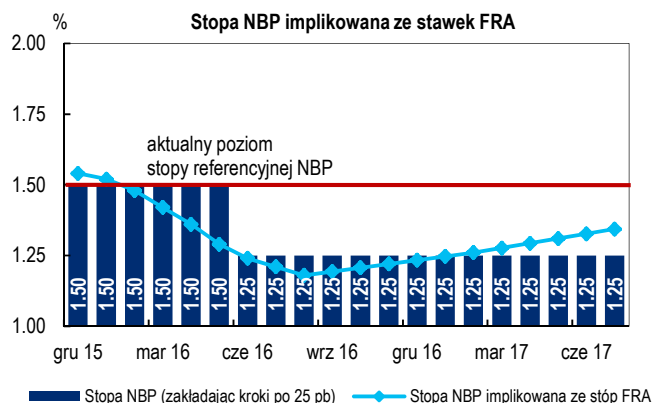
Szacujemy, że inflacja wzrosła w październiku do -0,6% r/r z -0,8% we wrześniu. Według danych z Ministerstwa Rolnictwa w październiku doszło do większego wzrostu cen żywności niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku. Ponadto według danych z Ministerstwa we wrześniu wzrost cen był znacznie większy i najprawdopodobniej nie został w pełni odzwierciedlony w danych GUS. Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach do 0,2% w grudniu i 1,8% na koniec 2016 r.

Wykres 3. Oczekujemy powolnego wzrostu inflacji, jednak nowa bardziej gołębia Rada może zdecydować się na dalsze obniżki stóp procentowych



Źródło: Reuters, GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Rynek wycenia jedną obniżkę stóp



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

PMI

Indeks PMI dla przemysłu nieoczekiwanie wzrósł w październiku do 52,2 pkt z 50,9 pkt we wrześniu. Zarówno nowe zamówienia, jak i produkcja wyraźnie przyspieszyły, częściowo za sprawą mocniejszego eksportu, co sugeruje, że ostatnie niepokoje dotyczące znacznego i utrzymującego się spowolnienia w przetwórstwie są przesadzone. Nasz scenariusz na wzrost gospodarczy pozostaje aktualny i wątpimy, aby dzisiejsze dane mogły mieć istotny wpływ na decyzje banku centralnego w najbliższym czasie.

Fed

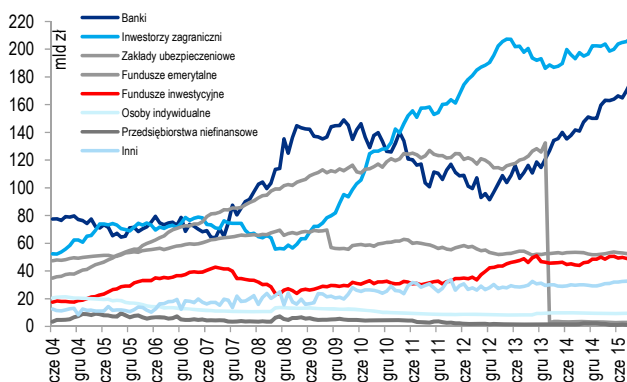
Ostatnie posiedzenie amerykańskiego Fed ponownie ożywiło nadzieje na podwyżkę stóp procentowych w grudniu. Komitet Otwartego Rynku (FOMC) usunął bowiem ze swojego komunikatu odniesienia do wydarzeń

w gospodarce globalnej, a tym samym zmniejszył znaczenie wydarzeń w Chinach dla decyzji o stopach procentowych w Stanach. Sposób i częstotliwość zmian tonu FOMC zwiększa niepewność dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych i jednocześnie ogranicza wiarygodność Fed. Decyzje FOMC w coraz większym stopniu wydają się być uzależnione nie tylko od sytuacji ekonomicznej, ale również od nastrojów na rynkach w momencie posiedzenia władz monetarnych. Nasz podstawowy scenariusz zakłada, że do podwyżki w Stanach Zjednoczonych dojdzie dopiero około marca. Wcześniejsza podwyżka (w grudniu) byłaby możliwa w przypadku serii bardzo dobrych danych makroekonomicznych, ale tylko jeżeli zmienność na rynkach nie wymusi na FOMC kolejnego opóźnienia.

Inwestorzy zagraniczni kupowali obligacje we wrześniu

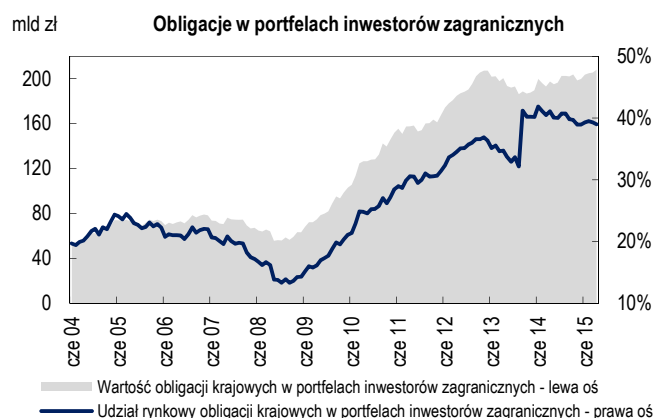
Według danych z Ministerstwa Finansów inwestorzy zagraniczni kupili ok 2,5 mld zł krajowych obligacji, ale sprzedawali je w październiku. Według danych resortu finansów głównymi kupującymi były azjatyckie banki centralne, które kupiły obligacje za ok. 7 mld zł. Z kolei głównymi sprzedającymi były fundusze inwestycyjne (-4,5 mld zł) oraz banki (-2,5 mld zł). Według P. Marczaka, dyrektora Departamentu Długu, potrzeby pożyczkowe na 2015 r. zostały już zrealizowane i rozpoczęto prefinansowanie rekordowo wysokich potrzeb na 2016 r. Ministerstwo posiada obecnie rezerwę płynnościową na poziomie 44 mld zł. Według planu podaży przedstawionego w minionym tygodniu resort finansów ma odkupić na aukcji zamiany zorganizowanej w listopadzie obligacje OK0116 i PS0416 oraz odkupić do 1 mld EUR euroobligacji zapadających w lutym przyszłego roku.

Wykres 5. Inwestorzy zagraniczni kupowali obligacje krajowe we wrześniu, ale sprzedawali w październiku



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 6. Udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku długu pozostał nieco poniżej 40%.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

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	3,69	3,76
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,76	3,78
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,22	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,11
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 publicznych	-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 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.