

CitiWeekly

Niewzruszona Rada

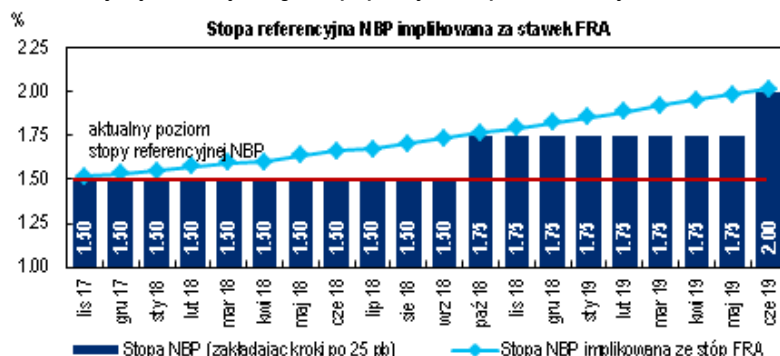
- Kolejny miesiąc nie przyniósł żadnych istotnych zmian w stanowisku Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 1,5%) i podtrzymała swoją opinie, że ich obecny poziom sprzyja utrzymaniu stabilnej ścieżki wzrostu oraz zachowaniu równowagi makroekonomicznej.
- Tym samym przedstawiciele banku centralnego wydają się niewzruszeni ostatnimi publikacjami, które sugerują przyspieszenie wzrostu gospodarczego do około 4,5% w III kwartale oraz wzmocnienie presji płacowej. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu RPP prezes Głapiński wyraził przekonanie, że inflacja powinna pozostać w najbliższych kwartałach pod kontrolą.
- Choć RPP nie przedstawia oficjalnie przyszłej ścieżki stóp procentowych, nieformalne *forward guidance* padło z ust szefa NBP, który po raz kolejny zasygnalizował, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian przynajmniej do końca 2018 r. Wypowiedź ta stanowi jednak opinię prezesa NBP i nie musi odzwierciedlać poglądów wszystkich członków RPP. Wypowiedzi bankierów centralnych z ostatnich miesięcy wskazują wręcz, że zarysowują się różnice zdań wśród przedstawicieli Rady. Część z nich coraz częściej otwarcie wspomina o tym, że zacieśnienie polityki pieniężnej może okazać się niezbędne w trakcie 2018 r.
- Niemniej biorąc pod uwagę, że RPP podtrzymała łagodną retorykę nawet po publikacji danych o wysokim wzroście płac oraz wyższej od oczekiwań inflacji, naszym zdaniem droga do pierwszych podwyżek jest wciąż daleka. Rada z uwagą oczekuje na kolejne publikacje danych o CPI, które powinny pokazać spadek inflacji w grudniu poniżej 2%. Co prawda naszym zdaniem będzie to zjawisko przejściowe, ale oznacza to, że poważniejszej dyskusji o podwyżkach stóp można spodziewać się dopiero gdy inflacja ponownie zacznie rosnąć w trakcie 2018 roku.
- Naszym zdaniem ryzyko wzrostu inflacji może być większe niż zakłada lipcowa projekcja i dlatego spodziewamy się, że RPP jednak zdecyduje się rozpocząć cykl podwyżek w trakcie przyszłego roku. W całym 2018 r. spodziewamy się wzrostu stóp o 0,5 punktu proc., najprawdopodobniej w dwóch krokach – we wrześniu i listopadzie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 17	4,22	3,43	4,85	1,23	1,50	0,00	1,73	0,50	2,40
IV KW 18	4,13	3,30	4,59	1,25	2,00	0,00	2,35	0,75	2,75

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.09.2017.

Wykres 3. Oczekujemy nieco szybszego tempa podwyżek stóp niż zakłada rynek.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

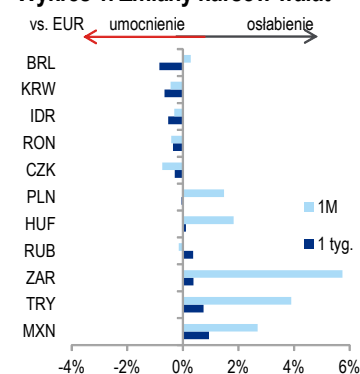
Piotr Kalisz, CFA

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

Cezary Chrapek

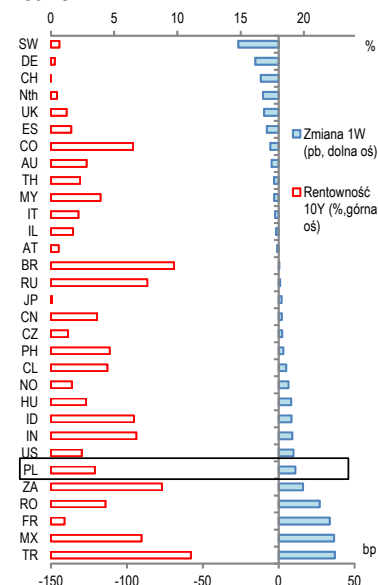
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 6.10.2017 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



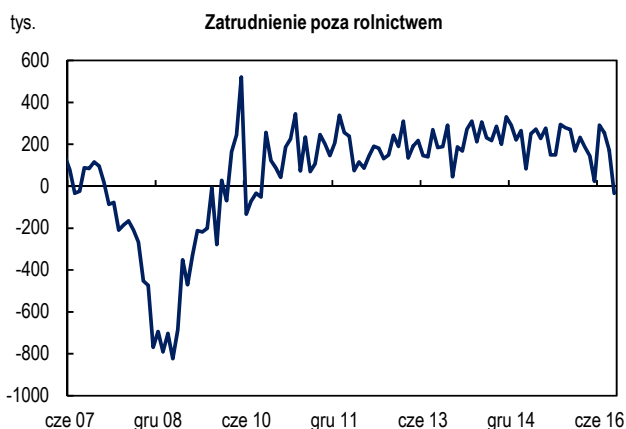
Według stanu na dzień 6.10.2017 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

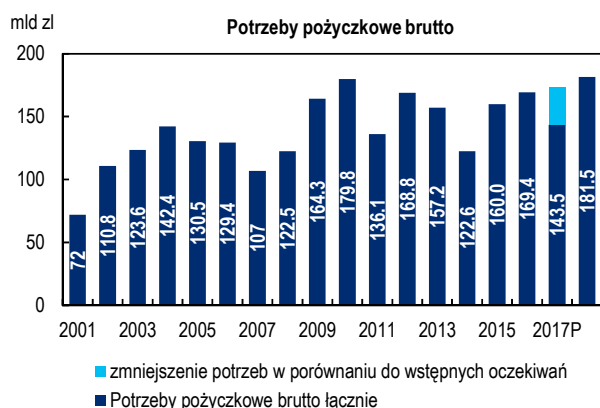
Wykres 4. Dane z amerykańskiego rynku pracy pod wpływem huraganów



- Liczba zatrudnionych poza rolnictwem w USA spadła we wrześniu o 33 tys., podczas gdy rynek zakładał wzrost o ok. 80 tys. Jednocześnie stopa bezrobocia spadła do 4,2%. Spadek zatrudnienia był zaburzony przez huragany.
- Tymczasem wzrost płac wyniósł 0,5% m/m i okazał się wyższy od prognoz, co okazało się ważniejsze niż słabe dane o zatrudnieniu i umocniło oczekiwania na podwyżkę stóp w przez Fed w grudniu i doprowadziło do wzrostu rentowności amerykańskich obligacji. To z kolei może przyczynić się do wzrostu stóp rynkowych w Polsce i także przejściowego osłabienia złotego.
- W centrum uwagi w USA pozostaje reforma podatkowa administracji prezydenta oraz spekulacje na temat kandydatów na kolejną kadencję prezesa Fed.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych



- W tym tygodniu poznamy szczegółowe rozbięcie danych o inflacji za wrzesień. Wstępny odczyt pokazał nieoczekiwanie duży wzrost inflacji do 2,2% r/r z 1,8%, podczas gdy zakładaliśmy wzrost do 2%.
- Stopniowy wzrost inflacji, przyspieszenie płac i wyższe rentowności na rynkach bazowych może naszym zdaniem prowadzić do stopniowego wzrostu stóp swap. Jednocześnie wzrost rentowności będzie cały czas hamowany przez obniżoną podaż obligacji w związku z obniżonymi potrzebami pożyczkowymi.
- Według informacji Ministerstwa Finansów po ostatniej aukcji zamiany realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych (143 mld zł) wynosi już ok. 86%. Ponadto prefinansowano już ok. 9% przyszłorocznych potrzeb (181 mld zł).

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 6. Ryzyko polityczne w UE wciąż daje o sobie znać



- Referendum niepodległościowe w Katalonii, które nie zostało uznane przez hiszpańskie władze, miało negatywny wpływ na euro. W bazowym scenariuszu analitycy Citi oczekują ogłoszenia nowych wyborów w Katalonii, co mogłoby doprowadzić do umocnienia pozycji partii opowiadających się za secesją. W konsekwencji nie można również wykluczyć w przyszłości kolejnego referendum.
- Inne istotne wydarzenia z punktu widzenia ryzyka politycznego w Europie to wybory parlamentarne w Austrii (15-go października), gdzie partia FPÖ może wejść do rządu, oraz wybory parlamentarne we Włoszech (18 marca), gdzie możliwa jest wygrana populistycznej M5S.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 paź PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	0,6	--	0,0
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	2,5	4,2	3,3
09:00	CZ	Inflacja	% r/r	IX	2,6	2,7	2,5
10 paź WTOREK							
08:00	RO	PKB	% r/r	IX	5,9	--	9,9
09:00	HU	Inflacja	% r/r	IX	2,5	2,7	2,6
11 paź ŚRODA							
08:00	RO	Inflacja	% r/r	IX	1,8	--	1,2
20:00	USA	Minutes FOMC					
12 paź CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	sa % m/m	VIII	0,9	--	0,1
14:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	2,2	2,2	1,8
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	270	252	260
13 paź PIĄTEK							
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	IX	1,0	0,9	0,7
14:30	USA	Inflacja	% m/m	IX	0,6	0,6	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa	% m/m	IX	0,2	0,2	0,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	2,5	1,5	-0,2
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	IX	--	95,3	95,1

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

Tabela 2. Polska - Prognozy miesięczne inflacji i kwartalne PKB dla polskiej gospodarki

	wrz 17	paź 17	lis 17	gru 17	sty 18	lut 18	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18
CPI (% r/r)	2,2	2,1	2,2	1,7	1,8	1,7	2,1	2,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,8	3
CPI (% m/m)	0,4	0,5	0,2	0,2	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,6	0,3	0,3
PKB (% r/r)	4,4	-	-	3,6	-	-	3,6	-	-	3,7	-	-	3,4	-	-	3,5

Źródło: prognozy Citi Handlowy

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	536	621
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,959	2,078
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,995	16,242
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,0	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,8	7,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	4,0	3,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,6	3,6
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,0	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,7	6,3
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,6	3,0
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,9	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,3	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,95	4,19	3,43	3,32
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,25	3,16	3,15	3,77	3,94	3,66	3,35
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,29	4,40	4,22	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,36	4,24	4,15
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,4	-4,9	-8,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3	-0,9	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,2	-1,5	-4,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	203,8	211,6
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	205,2	216,0
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,6	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,6

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

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 oraz 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. 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 komentarza 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.