

CitiWeekly

Polaryzacja opinii ale stopy bez zmian

- Największe banki centralne rozpoczęły już proces luzowania polityki pieniężnej, jednak Narodowy Bank Polski nie zamierza iść ich śladem. Oczekujemy, że śródowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) zakończy się pozostawieniem stopy referencyjnej na dotychczasowym poziomie (1,5%). Nie spodziewamy się również istotnej zmiany w tonie komunikatu, który zapewne po raz kolejny zasygnalizuje, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny do stanu polskiej gospodarki.
- Najciekawsza zmiana zachodząca w RPP nie będzie widoczna w komunikacie. Zmianą tą jest nasilająca się polaryzacja poglądów wewnątrz Rady Polityki Pieniężnej. W lipcu zgłoszony został wniosek o podwyżkę stóp procentowych, który jednak nie uzyskał istotnego poparcia. Za jego przyjęciem głosowało tylko dwóch członków (E. Gatnar i K. Zubelewicz), podczas gdy siedem osób było przeciw. Z kolei na wrześniowym posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżkę, co interpretujemy jako próbę zasygnalizowania swojej opinii przez jedynego gołębia w Radzie, czyli Eryka Łona. Na razie nie są dostępne informacje na temat liczby głosów oddanych za obniżką stóp, jednak bardzo bylibyśmy zaskoczeni gdyby wniosek ten uzyskał poparcie więcej niż jednego z członków Rady. Dotychczasowe wypowiedzi bankierów centralnych bynajmniej nie wskazują na istnienie licznej grupy opowiadającej się za luzowaniem polityki pieniężnej.
- Co najważniejsze, uwidaczniająca się polaryzacja opinii nie dotarła jednak do „centrum” w Radzie Polityki Pieniężnej, a tym samym nie zmienia perspektyw stóp procentowych. Większości w RPP jest bliżej do opinii prezesa Glapińskiego niż do skrajnych pozycji przyjmowanych przez gołębi oraz jastrzębi. Przy takim rozkładzie głosów najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest to, że RPP będzie utrzymywać stopy procentowe bez zmian przez dłuższy czas. Tym bardziej, że mieszanka sprzecznych czynników (wysokiej inflacji w kraju oraz globalnego spowolnienia i luzowania polityki pieniężnej przez EBC oraz Fed) nie daje jednoznacznego argumentu za tym aby stopy zmieniać.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

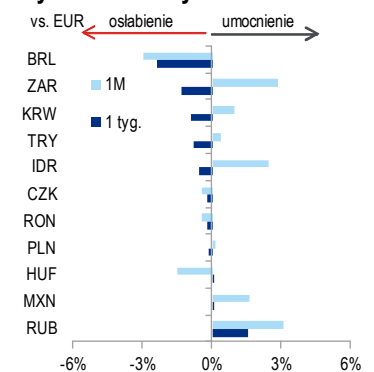
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 20.09.2019 r.

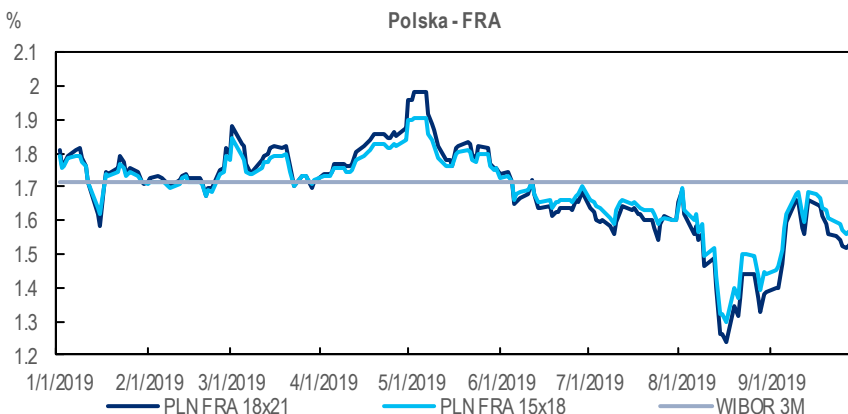
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 19	4,39	3,99	4,93	1,10	1,50	-0,50	1,72	-0,50	1,75
IV KW 20	4,32	3,79	4,97	1,14	1,50	-0,50	1,72	-0,25	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 17.09.2019 r., pozostałe prognozy z dnia 25.09.2019 r.

Wykres 1. Notowania FRA wskazują, że rynkowe oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce jeszcze w pełni nie wygasły.

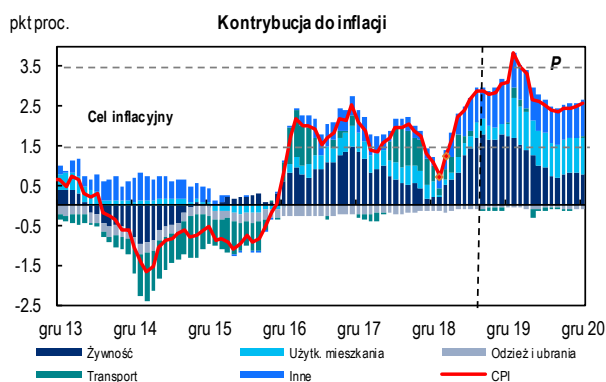


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

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

Tydzień w wykresach

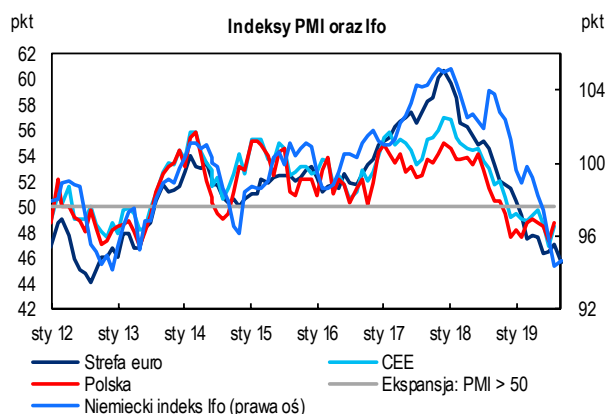
Wykres 3. Inflacja zapewne spadła we wrześniu, ale kolejne wzrosty wydają się tylko kwestią czasu



- Wrzesień najprawdopodobniej przyniósł niewielki spadek inflacji do 2,8%, wobec 2,9% w sierpniu (dane zostaną opublikowane we wtorek o 10:00).
- Naszym zdaniem przyczyniły się do tego czynniki „niebazowe” – spadek cen paliw na stacjach, a także słabsza niż wskazywałyby wzorce sezonowe dynamika cen żywności. Ten drugi czynnik to zapewne odreagowanie po wcześniejszych kilku miesiącach dynamicznych wzrostów związanych z niską podażą warzyw i owoców.
- Niemniej biorąc pod uwagę dalsze wzrosty cen wieprzowiny na świecie, ceny żywności zapewne pozostaną czynnikiem proinflacyjnym w dalszej części roku.

Źródło: Dane GUS, prognozy Citi Handlowy

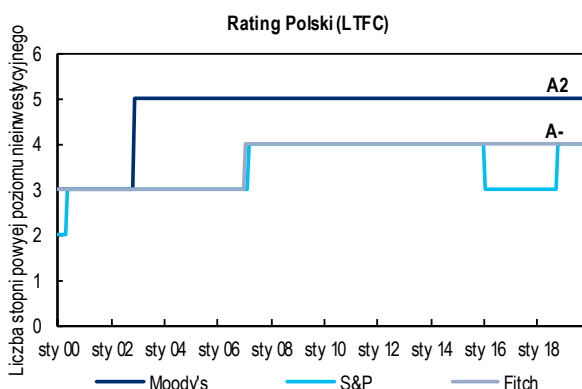
Wykres 4. Słabość niemieckiego przemysłu nie wróży dobrze polskiemu indeksowi PMI



- Spadek niemieckiego indeksu PMI oraz indeksu oczekiwań Ifo w ostatnich miesiącach nie zapowiadają nic dobrego dla polskiego przemysłu. O ile jeszcze w pierwszej połowie roku można było liczyć, że polska gospodarka będzie si wykazywać odpornością, przy obecnej głębokiej skali spowolnienia w strefie euro ta sytuacja może być nie do utrzymania.
- Według naszych szacunków indeks PMI w Polsce spadł we wrześniu do 46,9 z 48,8 w sierpniu (dane zostaną opublikowane 01.10 o godzinie 9:00).
- W obliczu osłabienia aktywności w przemyśle głównym motorem wzrostu w kraju pozostaje konsumpcja.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 5. Fitch pozostawia rating Polski bez zmian



- Fitch potwierdził długoterminowy rating Polski w walucie obcej (LTFC) na poziomie A-, przy stabilnej perspektywie.
- Agencja stwierdziła, że w przyszłości pozytywnie na rating mogą wpływać: wzrost PKB, spadek zadłużenia zagranicznego oraz konsolidacja fiskalna prowadząca do trwałego obniżenia długu publicznego w relacji do PKB.
- Po stronie czynników mogących prowadzić do obniżki ratingu wymieniono: osłabienie determinacji do przestrzegania unijnych reguł fiskalnych lub „pogorszenie standardów rządzenia lub klimatu biznesowego” (PAP).
- Kolejnymi agencjami planującymi przegląd ratingu Polski są S%P oraz Moody's (11.10.2019). Również w ich przypadku nie spodziewamy się zmian ratingu LTFC.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
30 Sep PONIEDZIAŁEK							
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	IX	--	50.0	50.4
	PL	Portfele inwestorów zagranicznych i podaź obligacji na IV kw. i październik					
01 Oct WTOREK							
9:00	CZ	PKB	% r/r	Q2	2.7	2.7	2.7
9:00	HU	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	50.9	52.6
9:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	IX	46.9	47.9	48.8
9:30	CZ	PMI dla przemysłu	pkt	IX	43.7	43.6	44.9
9:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	41.4	43.5
10:00	PL	Wstępny szacunek inflacji GUS	% r/r	IX	2.8	2.7	2.9
10:00	EUR	PMI dla przemysłu	pkt	IX	45.6	45.6	47.0
11:00	EUR	Wstępna inflacja HICP	% r/r	IX	0.9	1.00	1.0
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	IX	--	51.0	51.0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IX	50.8	50.3	49.1
02 Oct ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	X	1.50	1.50	1.50
14:15	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IX	--	140	195
03 Oct CZWARTEK							
9:30	PL	TSUE – Sprawa dotycząca kredytów walutowych					
10:00	EUR	PMI dla usług	pkt	IX	52.0	52.0	53.5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	0.3	0.3	-0.6
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	215	213
15:45	USA	PMI dla usług	pkt	IX	--	50.9	50.9
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	--	-0.5	1.4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	IX	55.4	55.0	56.4
04 Oct PIĄTEK							
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	VIII	-54.3	-54.8	-54.00
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IX	3.7	3.7	3.7
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IX	155	145	130

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	478	472	528	586	597	676
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.657	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.250	2.383
PKB per capita (USD)	13.622	14.200	12.421	12.288	13.746	15.267	15.590	17.645
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,3	5,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,9	5,1	4,5	4,0
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	4,0	8,7	8,9	4,8
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,1	4,5	4,5	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,5	4,5	4,6	4,5
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	5,8	6,5
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	6,5	7,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,2	2,6
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,4	2,8
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	7,0	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,44	4,91	3,39	7,01	7,90	7,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,60	2,75
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	4,03	3,75
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,89	3,91
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,39	4,31
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,32	4,36
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-1,8	-3,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-0,3	-0,5
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	-5,0	-5,1
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	271,0	311,0
Import	198,5	215,0	188,6	193,2	226,6	260,1	275,9	316,1
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	27,5	28,7
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-22,3	-24,4
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	117,4	126,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,5	-0,4	-1,3	-0,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,6	-1,7	-0,9	-0,5	0,0	1,1	0,1	0,6
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	45,2	44,0

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. Jakkolwiek 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 tożsamych 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 jakkolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedzialności 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.