

CitiWeekly

Zoom na RPP

Listopadowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło żadnych niespodzianek. Stopa referencyjna pozostała na rekordowo niskim poziomie 0,1%, a warunki na jakich udzielany jest kredyt wekslowy pozostały bez zmian.

NBP zrewidował swoje projekcje makroekonomiczne. Po pierwsze, w porównaniu z lipcem, tym razem bank centralny jest mniej pesymistyczny odnośnie 2020 roku i oczekuje znacznie płytszej recesji (wykres 1), co zapewne odzwierciedla znaczną poprawę aktywności w III kw. Jednocześnie jednak prognozowany na 2021 rok wzrost jest niższy niż wcześniej zakładano i choć nie opublikowano jeszcze uzasadnienia tej projekcji przypuszczamy, że fakt ten odzwierciedla efekty spadku PKB w IV kwartale 2020 roku w związku z drugą falą pandemii. W rezultacie odbicie aktywności gospodarczej w nowej projekcji uwidacznia się z większą siłą dopiero w 2022 roku. Co ciekawe skumulowany wzrost za 2020-2021 jest tylko nieznacznie niższy niż dotychczas prognozowano (różnica rzędu 0,2% wydaje się pomijalna), natomiast skumulowany wzrost za trzy lata (do 2022 włącznie) jest wyraźnie wyższy. Jeżeli chodzi o inflację, choć „prognoza” CPI na 2021 r. została podwyższona, to projekcja wciąż zakłada jej spadek do poziomów zbliżonych do celu inflacyjnego NBP.

Perspektywa spadku inflacji w pobliże celu oraz mocne odbicie gospodarcze w 2022 roku są argumentami przeciw dalszemu znacznemu luzowaniu polityki pieniężnej. Z drugiej strony projekcja nie daje podstaw do oczekiwania podwyżek i dlatego spodziewamy się, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca kadencji RPP (I poł. 2022 r.). Naszym zdaniem RPP będzie preferować oddziaływanie na gospodarkę poprzez kanał kursowy (o ile jest to w ogóle możliwe) i dalszy skup obligacji. Po raz kolejny w komunikacie pojawił się zapis o tym, że brak wyraźnego i trwałszego dostosowania kursu złotego do wstrząsu wywołanego pandemią będzie ograniczać krajową aktywność gospodarczą. Taki zapis można interpretować jako „miękką” interwencję, choć nie oczekujemy rzeczywistej interwencji polegającej na sprzedaży rezerw na rynku. Sądzymy, że polityka pieniężna będzie pełnić przede wszystkim rolę wspierającą dla polityki fiskalnej, a najlepiej można to zrealizować poprzez program skupu obligacji. Biorąc pod uwagę słabe prognozy PKB oraz treść Założeń Polityki Pieniężnej na 2021 r. sądzymy, że NBP będzie kontynuował skup obligacji także w 2021 r. W przypadku głębszego spowolnienia nie można wykluczyć niewielkiej obniżki stóp, ale sądzymy, że dalszy spadek stóp procentowych nie byłby efektywny, a podwyższałby ryzyko dla stabilności systemu finansowego. NBP mógłby za to dostosować poziom stopy dyskonta weksli aby zwiększyć zainteresowanie kredytem wekslowym. Nie sądzymy, aby potencjalna zmiana w RPP w przypadku odejścia gołębiego R. Suroy wpłynęła istotnie na większość w RPP.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 20	4,49	3,81	4,88	1,18	0,10	-0,50	-0,40	1,25
IV KW 21	4,36	3,54	4,84	1,23	0,10	-0,50	-0,20	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 8.10. pozostałe prognozy z 22.10.2020 r.

Wykres 1. Nowe prognozy NBP

Projekcja NBP	PKB			CPI		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
listopad*	-3,6	2,7	5,8	3,5	2,5	2,6
lipiec	-5,4	4,9	3,7	3,3	1,5	2,1
marzec	3,2	3,1		3,7	2,7	
Citi	-3,5	3,7	3,7	3,4	1,8	2,4
rynek**	-3,1	3,6	3,6	3,4	2,1	2

Źródło: NBP, Citi Handlowy, *ścieżka centralna jako średnia z przedziału, ** mediana prognoz na podstawie ankiety Reuters z 29.10

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

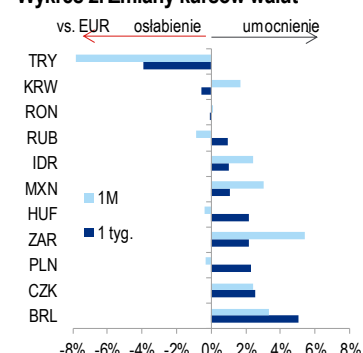
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 30.10.2020 r.

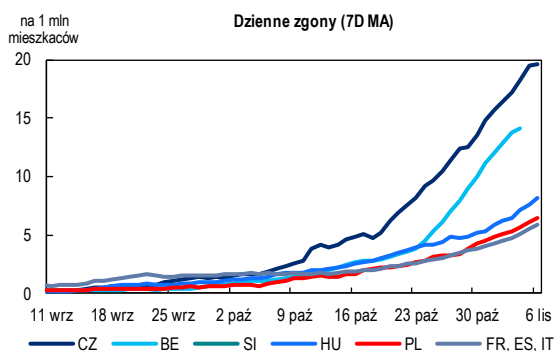
Źródło: Reuters.

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Rekordy zachorowań, nasilenie restrykcji

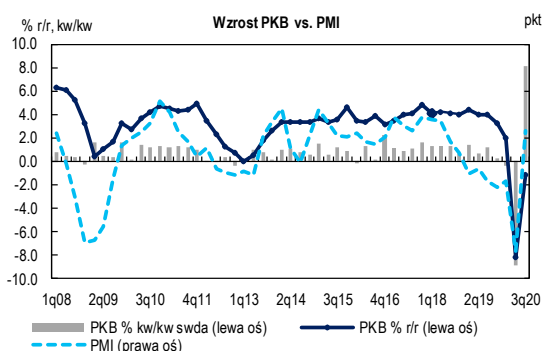


W związku z rosnącym obciążeniem dla służby zdrowia rząd wprowadza kolejne restrykcje, które nie pozostaną bez wpływu na aktywność gospodarczą. Podtrzymujemy nasz scenariusz spadku PKB w IV kw. o około 4% kw/kw i pogłębienia spadku PKB w ujęciu rocznym do -6,6% (z -1,2% w III kw.). W przypadku wprowadzenia długotrwałego pełnego lockdownu spadek PKB mógłby być głębszy - w negatywnym scenariuszu sięga on nawet 6,5% kw/kw.

Sądymy, że efekt drugiego lockdownu byłby mniejszy niż w II kw. w związku z mniejszymi zaburzeniami w łańcuchach dostaw i lepszym przygotowaniem firm do prowadzenia działalności w obecnych warunkach. Rząd przewiduje, że wsparcie dla firm może wynieść ok. 20 mld zł. Zakładamy, że w ramach dotychczas przyjętych tarcz i limitów wciąż można wyemitować ok. 50 mld zł obligacji BGK i PFR.

Źródło: ourworldindata.org, Ministerstwo Zdrowia, Citi Handlowy, *FR, ES, IT - średnia dla Francji, Hiszpanii i Włoch

Wykres 4. Mocne odbicie PKB w III kw. i wyższa nadwyżka w obrotach bieżących

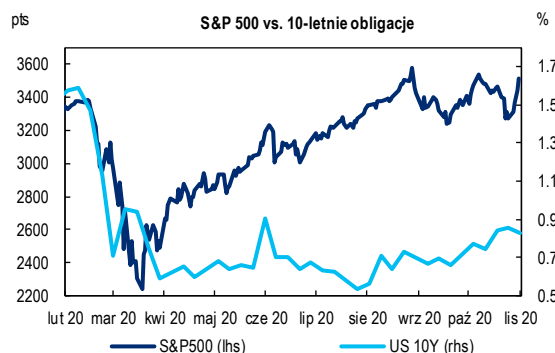


W tym tygodniu GUS opublikuje wstępny odczyt PKB za III kw. Biorąc pod uwagę mocne dane o produkcji i sprzedaży oczekujemy wyraźnego wzrostu PKB o ok. 8% kw/kw, przede wszystkim napędzanego oddelegowaniem konsumpcji. Jednak dane za III kw. wydają się już odległą historią biorąc pod uwagę nasilenie epidemii i powrót restrykcji.

Spośród historycznych danych oczekujemy także ponownego wzrostu nadwyżki w obrotach bieżących we wrześniu do ok. 1,9 mld EUR. Zakładamy przy tym przyspieszenie eksportu do ok. 5% r/r, co sygnalizują mocne dane o produkcji, komponent eksportowy PMI oraz słaby złoty. Jednocześnie spadek cen ropy mógł ograniczyć tempo ożywienia importu. Zakładamy też mniejszy napływ środków unijnych. W ujęciu skumulowanym za 12 mies. nadwyżka w obrotach bieżących prawdopodobnie wzrosła do 3,2% PKB.

Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Demokraci mają prezydenta, ale nie Senat – podzielony Kongres pozytywny dla rynków



Choć noc wyborcza w USA przyniosła sporą zmienność na rynkach, w kolejnych dniach spadająca niepewność co do wyniku wyborów przyczyniła się do poprawy nastrojów na rynkach akcji i korzystnie wpływała także na waluty gospodarek wschodzących. Utrzymanie kontroli nad Senatem przez Republikanów oznacza podzielony kongres, brak „błękitnej fali” czyli mniejszą skalę kolejnego pakietu fiskalnego, co z kolei korzystnie wpływało na rynki długu. W przypadku kwestionowania wyniku wyborczego przez D. Trumpa i wydłużenia procesu wyborczego zmienność na rynki mogłaby powrócić.

Bazowy scenariusz Citi przewiduje stopniowe osłabianie dolara w kolejnych kwartałach. Jednocześnie, choć wpływ wyniku wyborczego na waluty krajów EM może pozostać pozytywny, to rynki w większym stopniu mogą skupić uwagę na pandemii i ryzykach dla wzrostu na kolejną kwartały.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 lis PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	X	--	2,0	2,9
10 lis WTOREK							
02:30	CN	Inflacja	% r/r	X	--	0,8	1,7
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	X	2,9	3	3,2
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	X	3,0	3,1	3,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	XI	35	40	56,1
11 lis ŚRODA							
	PL	Dzień Niepodległości					
12 lis CZWARTEK							
08:00	UK	PKB	% kw/kw	IX	16,1	15,8	-19,8
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	1,0	0,7	0,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	720	725	751
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	6900	6750	7284
14:30	USA	CPI	% m/m	X	0,1	0,2	0,2
13 lis PIĄTEK							
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	% r/r	III kw.	-1,2	-1,7	-8,2
10:00	PL	CPI	% r/r	X	3,0	3,0	3,2
11:00	EUR	PKB	% kw/kw (r/r)	Q3	12,7 (-4,3)	12,7 (-4,3)	-11,8 (-14,8)
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	IX	1837	1539	947
16:00	USA	Wstępny indeks konsumentów Michigan	pkt	XI	81,7	82	81,8

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	587	590	574	667
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.260	2.407
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.270	15.348	14.993	17.411
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,9	7,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,5	3,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-8,7	1,6
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-1,7	4,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,3	4,9
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-9,5	2,5
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-11,4	1,6
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,5	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	1,8
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,5	4,0	4,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,6	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	3,0	3,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M. (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,22	0,22
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	1,50
USD/PLN (Koniec okresu)	3,54	3,95	4,18	3,48	3,76	3,80	3,81	3,54
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,91	3,64
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,49	4,36
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,41
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,4	13,1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,0
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	10,2	7,6
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	249,0	275,1
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	238,8	267,5
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,1	27,0
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-14,7	-19,4
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-11,4	-5,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-10,3	-4,9
Dług sektora rządowego i samorządowego	50,4	51,3	54,2	50,6	48,8	45,7	58,1	59,3

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. Jakikolwiek 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 jakikolwiek 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 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 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.