

4 listopada 2013 □ 6 stron

CitiWeekly

Forward guidance 2.0?

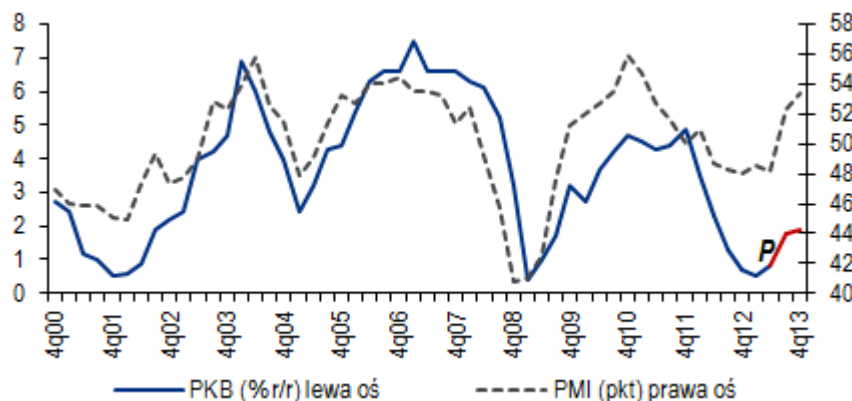
- Na listopadowym posiedzeniu RPP najprawdopodobniej nie zmieni stóp procentowych, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 2,5%. Naszym zdaniem RPP może wprowadzić rozszerzoną wersję swojego (specyficznego) *forward guidance* sygnalizując, że deklarowany okres stabilnych stóp zostanie wydłużony przynajmniej do końca pierwszego, a może i drugiego kwartału. Oczekujemy pierwszych podwyżek stóp dopiero w III kwartale przyszłego roku wraz ze spadkiem stóp realnych w pobliże zera oraz wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego.
- Scenariusz dalszej poprawy sytuacji gospodarczej wspierają dane o PMI, które pokazały wzrost indeksu aktywności w październiku do 53,4 pkt z 53,1 pkt, a więc do najwyższego poziomu od kwietnia 2011 r. Za dalszy wzrost indeksu odpowiedzialny był znaczny wzrost nowych zamówień eksportowych, co potwierdza stopniowe przekładanie się poprawy sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych na sytuację w kraju.
- Projekt ustawy wprowadzającej zmiany w systemie emerytalnym jest w fazie konsultacji. Opublikowane dotychczas opinie KNF oraz Prokuratury Generalnej podkreślają ryzyko prawne związane z tą ustawą. Niemniej opinie te nie są wiążące i rząd może kontynuować proces legislacyjny wprowadzając tylko niewielkie zmiany.
- W ubiegłym tygodniu Fed opublikował nieco mniej gołębi niż oczekiwano komunikat, wzmacniając nieco nadzieje na szybszy moment rozpoczęcia redukcji programu skupu aktywów (*tapering*). W tym tygodniu poznamy kolejne dane z amerykańskiego rynku pracy i mogą one pokazać stosunkowo słaby wzrost zatrudnienia.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,00	4,99	1,38	2,50	0,50	2,67	1,80	2,56
IV KW 14	4,06	2,90	5,01	1,40	3,25	0,50	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 23.10.2013 r.

Wykres 2. Dane o PMI sygnalizują dalsze przyspieszenie wzrostu PKB.



Źródło: GUS, Reuters

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

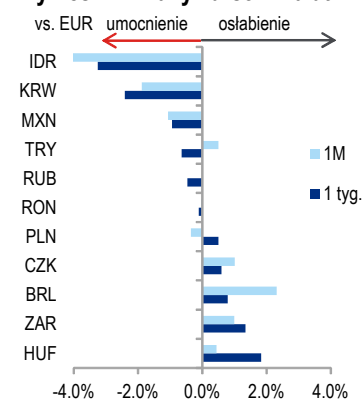
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 31.10.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	31/10/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.18	0.1%	-0.8%	2.8%	-8.8%
USD/PLN	3.08	1.8%	-1.1%	0.0%	-10.3%
EUR/USD	1.36	-1.6%	0.4%	3.0%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.66	0	-1	-147	-86
FRA1x4	2.66	1	-3	-116	-113
FRA3x6	2.68	2	-5	-72	-145
FRA6x9	2.72	2	-11	-33	-168
FRA9x12	2.80	3	-16	-13	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1323.2	-1.7%	2.9%	-21.0%	7.0%
Ropa	107.7	0.8%	-1.2%	-1.3%	-3.5%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2529.0	-0.9%	4.8%	-2.1%	20.4%
S&P	1756.5	0.3%	3.6%	23.2%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.68	-9	-12	37	-52
10Y Treasuries	2.55	3	-10	80	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
4 lis	PONIEDZIAŁEK						
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	X	52.80	52.80	53.10
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	X	51.30		51.10
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	IX	1.70	1.80	
5 lis	WTOREK						
11:00	EMU	Prognozy Komisji Europejskiej					
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	X	54.00	54.00	54.40
6 lis	ŚRODA						
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	X	50.9		52.2
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	1.2		-0.5
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	IX	5.7		3.1
12:00	PL	Decyzja RPP	%	XI	2.5	2.5	2.5
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	IX	0.7	0.6	0.7
7 lis	CZWARTEK						
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	345	335	358
14:30	USA	Wstępny PKB	%	III kw.	2.3	1.9	2.5
8 lis	PIĄTEK						
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	X	130	125	148
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	X	7.5	7.3	7.2
14:30	USA	Indeks Michigan	pkt	XI	75.0	74.5	73.2

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

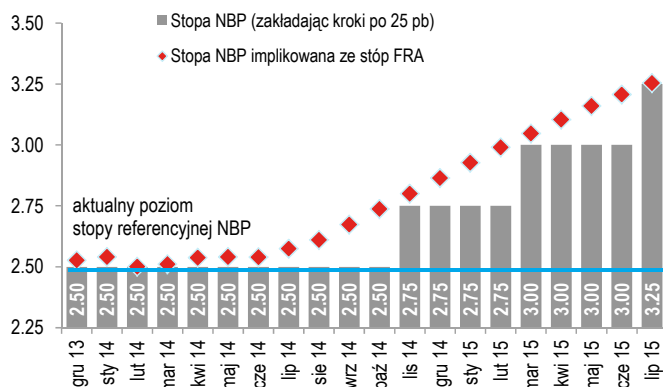
Zapowiedź tygodnia

RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian

Naszym zdaniem, zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian na listopadowym posiedzeniu i zasygnalizuje wydłużenie dotychczasowego okresu neutralnej polityki pieniężnej. Na taki scenariusz wskazują między innymi ostatnie komentarze członków RPP. Według (uznawanego za „gołębia”) Andrzeja Bratkowskiego pierwsza podwyżka stóp mogłaby nastąpić w IV kwartale 2014 r., podczas gdy inna członkini RPP E. Chojna-Duch sądzi, że w przyszłym roku mogłoby w ogóle nie dojść do zacieśnienia polityki pieniężnej. W podobnym tonie wypowiadał się uznawany dotychczas za „jastrzębia” Adam Glapiński, który stwierdził, że nie będzie skłonny do szybkich podwyżek stóp procentowych.

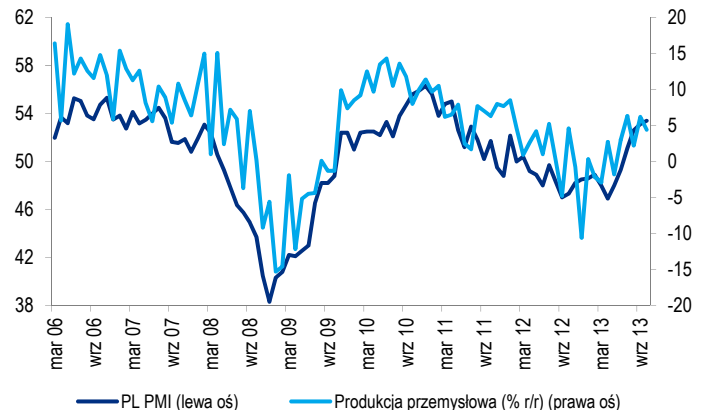
Wypowiedzi członków Rady wspierają nasz scenariusz braku zmian parametrów w polityce pieniężnej przynajmniej do połowy 2014 r. Naszym zdaniem na posiedzeniu w tym miesiącu lub w grudniu RPP prawdopodobnie zasygnalizuje, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca I kwartału 2014 r. W swoich ostatnich komentarzach J. Hausner zasugerował, że w swojej sygnalizacji co do przyszłych zmian stóp procentowych RPP nie powinna skupiać się na terminie, kiedy mogłyby one nastąpić, a na warunkach w gospodarce, które musiałyby zaistnieć, aby uzasadnić taką zmianę. W dalszym ciągu oczekujemy rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej w III kw. przyszłego roku, gdy stopy realne spadną w pobliże zera a wzrost PKB przyspieszy powyżej potencjalnego tempa wzrostu. Zakładamy wciąż trzy podwyżki stóp procentowych w 2014 r., co jest powyżej rynkowych oczekiwań, choć dostrzegamy asymetryczne ryzyko, że podwyżek może być mniej i mogą rozpocząć się później.

Wykres 3. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA (%)



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. PMI vs. produkcja przemysłowa (pkt, % r/r)



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Dalsza i zaskakująco silna poprawa w przetwórstwie

Polski indeks PMI wzrósł w październiku do 53,4 pkt z 53,1 pkt we wrześniu. Poprawa wynikała głównie z przyspieszenia nowych zamówień, a w szczególności zamówień eksportowych, które wzrosły w najszybszym tempie do początku historii badania (tj. od czerwca 1998 r.). Opublikowane dane wzmacniają naszą opinię, że wzrost gospodarczy w Polsce osiągnie ok. 2% r/r w IV kwartale tego roku, a w 2014 r. będzie wyższy niż wskazuje konsensus (nasza prognoza: 3,1%; konsensus: 2,6-2,7%).

Części zmian w systemie emerytalnym może być niekonstytucyjna

Prokuratoria Generalna, która reprezentuje rząd w sporach prawnych, opublikowała opinię stwierdzającą, że planowane zmiany w systemie emerytalnym mogą być w części niekonstytucyjne. Według opinii Prokuratury niekonstytucyjność odnosi się do transferu aktywów z OFE, które to aktywa są własnością funduszy emerytalnych, a ich transfer do publicznego systemu emerytalnego może być traktowany, jako „klasyczna forma wyłączenia” bez godziwej rekompensaty. Opinia nie nazywa niekonstytucyjnym transferu przyszłych składek emerytalnych do ZUS.

Należy jednak podkreślić, że według najnowszych informacji Prokuratoria Generalna może zdecydować się na wycofanie tej opinii (PAP). Oprócz Prokuratorii Generalnej negatywnie na temat proponowanych przez rząd zmian w systemie emerytalnym wypowiedziały się inne instytucje, w tym między innymi Komisja Nadzoru Finansowego. Z kolei NBP przyznał, że system emerytalny wymaga zmian natomiast krytycznie odniósł się do minimalnej alokacji w akcje na poziomie 75%, upatrując w tym ograniczenia dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych i komunalnych

Niezależnie od tego czy opinia Prokuratorii zostanie wycofana, czy nie, nie jest ona dla rządu wiążąca. Naszym zdaniem w chwili obecnej możliwych jest kilka dalszych rozwiązań. Rząd może zignorować wspomnianą opinię i kontynuować pracę nad ustawą w niemal takiej samej formie. W takiej sytuacji Skarb Państwa narażałby się na ryzyko wypłat odszkodowania funduszom emerytalnym, oczywiście o ile ustawa w ogóle trafiłaby do Trybunału Konstytucyjnego i o ile zostałaby uznana za niezgodną z ustawą zasadniczą. W drugim scenariuszu rząd mógłby wycofać ustawę, jednak w obliczu zaawansowania prac na zmianami systemu emerytalnego takie rozwiązanie wydaje się mało prawdopodobne, szczególnie, że stwarzałoby ono konieczność nieplanowanego dostosowania fiskalnego. W trzecim przypadku rząd zrezygnowałby z transferu aktywów do systemu publicznego, ale wprowadziłby w życie pozostałe elementy planu, być może w zmienionej postaci. W takim przypadku dług publiczny pozostałby w okolicach 55% PKB w 2014 r., jednak deficyt spadłby poniżej 4% PKB.

Gdyby mimo wszystko rząd był zmuszony do porzucenia planów zmian w systemie emerytalnym wówczas wzrosłaby niepewność, co do przyszłej polityki fiskalnej oraz wzrostu gospodarczego. Jednocześnie najprawdopodobniej MF byłoby zmuszone do istotnych zmian w projekcie budżetu na 2014 r. zacieśniających politykę fiskalną przed wyborami parlamentarnymi w 2015 r. Paradoksalnie, choć ogłoszenie zmian w systemie emerytalnym doprowadziło do osłabienia waluty oraz wyprzedaży na rynku akcji dostrzegamy ryzyko podobnej reakcji w przypadku rezygnacji ze zmian w systemie emerytalnym.

Rośnie ryzyko polityczne

W ostatnich dniach wzrosła niepewność dotycząca przyszłej sytuacji politycznej w kraju. Na skutek napięć w łonie rządzącej partii i zawieszenia niektórych członków PO, krajowe media rozważają między innymi możliwość „erozji” liczby głosów, na które może liczyć koalicja w Sejmie. Gdyby koalicja utraciła większość musiałaby zapewne liczyć na głosy opozycji, co zwiększa ryzyko niespodziewanych wyników głosowań w Sejmie, ograniczając również możliwość przyjęcia kontrowersyjnych ustaw.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	517	590
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,638	1,727
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,405	15,315
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-3.8	4.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.4	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.00	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.2	51.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	47.7
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.5	31.0

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 otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.