

CitiWeekly

Inflacja spadła jedynie przejściowo

- W tym tygodniu poznamy pierwsze dane z krajowej gospodarki za kolejny miesiąc.
- GUS opublikuje finalne dane o inflacji za wrzesień, które najprawdopodobniej nie będą się różnić od wstępnego odczytu na poziomie -0,8% r/r. Jednocześnie oczekujemy, że spadek inflacji jest przejściowy i wzrośnie ona do ok. 0,4% na koniec roku oraz średnio 1,6% w 2016 r.
- Naszym zdaniem dane o płacach i zatrudnieniu pokażą stabilne i umiarkowane tempo wzrostu. Sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra i póki co nie wpływają na nią obawy o światowy wzrost gospodarczy.
- Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, a oficjalny komunikat był utrzymany w gołębim tonie. Jednak prezes NBP i członkowie Rady obecni na konferencji stwierdzili, że nie ma obecnie przesłanek za zmianą stóp, co jest zgodne z naszym poglądem. Nie oczekujemy obniżek stóp nawet jeśli wypowiedzi nowo wybranych członków Rady okażą się gołębie i naszym zdaniem kolejny ruch stóp nastąpi w górę, najprawdopodobniej pod koniec przyszłego roku.
- Naszym zdaniem po ubiegłotygodniowej sprzedaży 1,75 mld € euroobligacji resort finansów zrealizował tegoroczne potrzeby pożyczkowe a na aukcji zamiany rozpoczął prefinansowanie potrzeb na rok 2016. Wysoka poduszka płynnościowa zapewnia ministerstwu elastyczność w emisjach. Z kolei duża płatność do inwestorów w związku z zapadalnością obligacji i płatnością kuponów będzie wspierać rynek obligacji w najbliższym czasie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

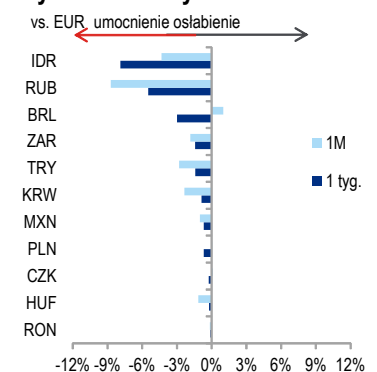
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



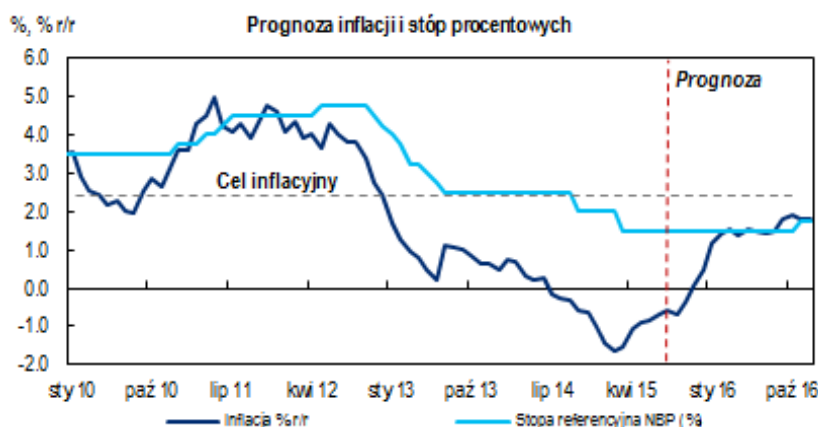
Według stanu na dzień 9.10.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 15	4,20	3,73	5,84	1,13	1,50	0,05	1,74	0,50	2,15
IV KW 16	4,06	3,86	5,88	1,05	1,75	0,05	1,98	0,80	2,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 23.09.2015 r.

Wykres 1. Naszym zdaniem spadek inflacji był wynikiem obniżenia się cen paliw i gazu jednak wzrost cen żywności i niska baza doprowadzą do wzrostu inflacji do ok. 0,4% na koniec roku i 1,6% średnio w 2016 r.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 paź PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień wolny – Dzień Kolumba					
	USA	Wystąpienia przedstawicieli Fed: Lockhart, Evans					
13 paź WTOREK							
04:00	CN	Eksport	% r/r	IX	-6.5	--	-5.5
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	X	-1.0	--	12.1
	USA	Wystąpienie przedstawiciela Fed: Bullard					
14 paź ŚRODA							
11:00	EA	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	--	--	1.9
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	VIII	-1260	-969	-1660.0
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	VIII	12308	12527	13552.0
14:00	PL	Import	mIn EUR	VIII	12954	12939	14623
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	--	--	0.2
14:30	USA	PPI	% m/m	IX	--	--	0.2
15 paź CZWARTEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	IX	-0.8	-0.8	-0.6
14:30	USA	CPI	% m/m	IX	--	--	-0.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	263.0
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	X	--	--	-6.0
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX	--	--	-6.0
16 paź PIĄTEK							
11:00	EA	CPI	% r/r	IX	--	--	-0.1
14:00	PL	Płace	% r/r	IX	3.2	3.4	
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	1.0	1.0	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	--	--	-0.4
16:00	USA	Indeks nastrojów Michigan	pkt	X	--	--	87.2

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

Zapowiedź tygodnia

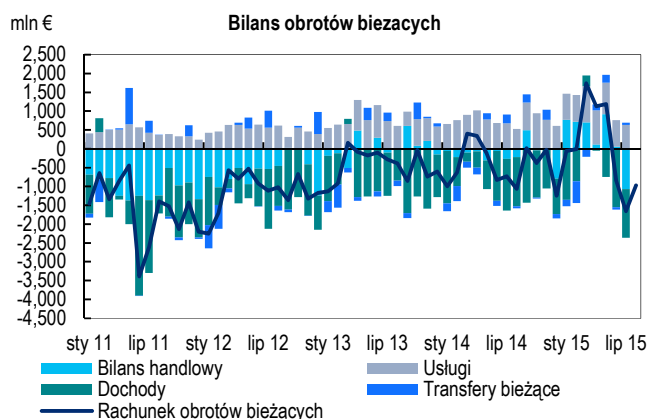
Rynek pracy

Nie oczekujemy zmian korzystnych trendów na rynku pracy. Zgodnie z naszymi szacunkami nominalny wzrost płac wyniósł we wrześniu 3,2% r/r, podczas gdy wzrost zatrudnienia wyniósł 1% r/r. Szeroki zakres wskaźników włączając stopę bezrobocia jak i liczbę ofert pracy sygnalizują, że ożywienie rynku pracy utrzymuje się nawet pomimo rosnących obaw o koniunkturę w światowej gospodarce. To powinno z kolei wspierać popyt krajowy, a w szczególności konsumpcję prywatną w najbliższych kwartałach.

Bilans płatniczy

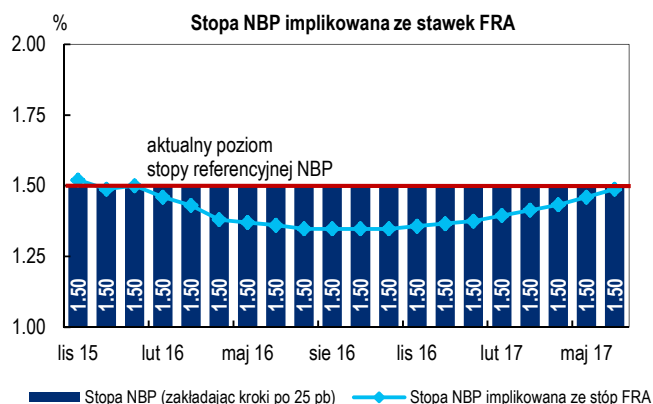
Oczekujemy poprawy w bilansie obrotów bieżących za sprawą lepszego salda handlowego. Według naszych prognoz bilans obrotów bieżących poprawił się o ok. 400 mln EUR do -1,2 mld EUR, a konsensus rynkowy zakłada jeszcze niższy deficyt (poniżej 1 mld EUR). Naszym zdaniem ta poprawa wynikała przede wszystkim z poprawy w bilansie handlowym, na które złożyło się przyspieszenie eksportu (do 5,9% r/r z 1,1% w lipcu) oraz mniejsza skala przyspieszenia importu (do 9,4% r/r z 6,9% w lipcu). Zmiany na pozostałych rachunkach były naszym zdaniem niewielkie.

Wykres 2. Oczekujemy poprawy na rachunku obrotów bieżących, choć w nieco mniejszej skali niż oczekuje rynek.



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 3. Rynek zaczął wyceniać obniżkę stóp, jednak naszym zdaniem wciąż bardziej prawdopodobnym następnym ruchem jest ich podwyższenie, choć może się ono odsunąć w czasie.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Stopy procentowe

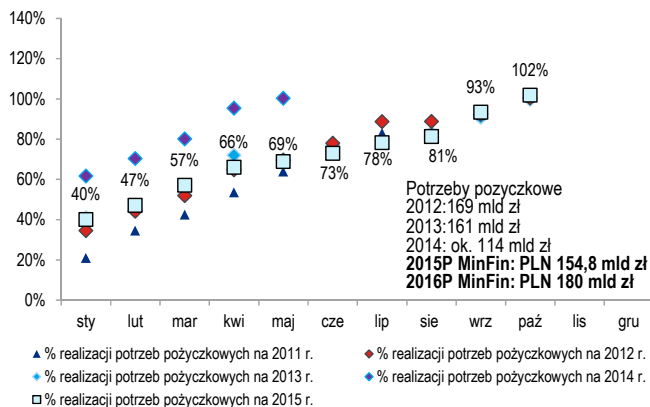
Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie i opublikowała gołębi komunikat podkreślający ryzyka zewnętrzne dla wzrostu. Jednak, ani komunikat ani komentarze szefa NBP nie zawierały sugestii na temat ewentualnego dostosowania stóp procentowych w najbliższej przyszłości. Prezes Belka umniejszał znaczenie ostatnich, słabszych miesięcznych danych o aktywności gospodarczej przypisując niespodzianki wewnętrznej zmienności danych. Prezes Belka wierzy, że nie ma obecnie przekonujących argumentów za zmianami stóp procentowych i podobne zdanie wyraziło dwóch członków Rady obecnych na konferencji.

Na początku roku wygasa kadencja ośmiu spośród dziesięciu członków RPP i ich miejsce zajmą nowe osoby. Spodziewamy się, że po zmianie w składzie Rady, nowi członkowie będą brzmieć gołębio, co powinno wspierać rynek obligacji. Jednak mimo to nie oczekujemy obniżek stóp procentowych, gdyż wzrost gospodarczy pozostanie powyżej potencjalnego tempa wzrostu, co powinno w dłuższym terminie przełożyć się na stopniowy wzrost inflacji. Tymczasem wyższe tempo wzrostu cen konsumentów utrudniałoby Radzie uzasadnienie decyzji o ewentualnej obniżce stóp.

Potrzeby pożyczkowe

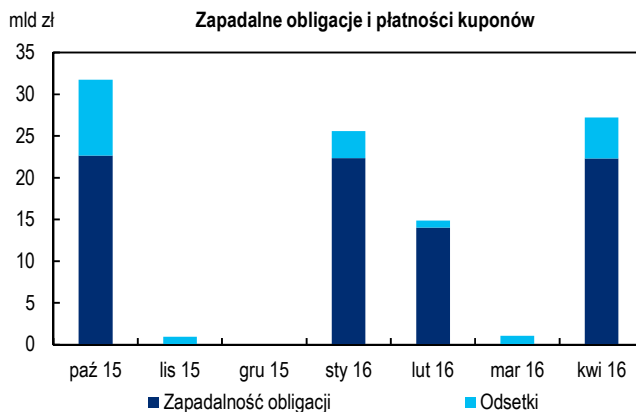
Po ubiegłotygodniowej sprzedaży obligacji Ministerstwo Finansów zrealizowało już tegoroczne potrzeby pożyczkowe i rozpoczęło prefinansowanie na przyszły rok. Potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok były planowane na poziomie 154,8 mld zł i zostały zrealizowane w 93% po wrześniu. Jednak biorąc pod uwagę, że według nas faktyczne potrzeby planowane na ten rok będą niższe o co najmniej 6 mld zł niż planowało ministerstwo to po sprzedaży euroobligacji o wartości 1,75 mld € w ubiegłym tygodniu tegoroczne potrzeby zostały w pełni sfinansowane. Obligacje zostały sprzedane przy rekordowo niskiej rentowności w przypadku obligacji emitowanych w euro (0,94%). Obligacje zostały sprzedane głównie inwestorom europejskim (85%), w tym 21% emisji kupili inwestorzy krajowi. Według informacji resortu finansów zagraniczne banki centralne oraz instytucje publiczne kupiły rekordową ilość polskich obligacji zagranicznych na aukcji. Z kolei na aukcji zamiany Ministerstwo sprzedało 3,1 mld zł obligacji PS0421 oraz 2,5 mld zł obligacji DS0726 w zamian za obligacje DS1015 oraz OK0116 rozpoczynając prefinansowanie na rok 2016. Ministerstwo Finansów planuje zorganizować jedną aukcję podstawową jeszcze w październiku i trzy aukcje w ostatnich dwóch miesiącach roku. W październiku nastąpi duży przepływ środków do inwestorów w związku z zapadalnością 19,7 mld zł obligacji oraz dodatkowymi płatnościami kuponowymi, co będzie wspierać rynek obligacji. Z kolei podaż na ostatnich aukcjach w tym roku może być wysoka ze względu na rekordowo wysokie potrzeby pożyczkowe zaplanowane na 2016 r. na poziomie 180 mld zł z dużymi zapadalnościami obligacji już w styczniu, czemu sprzyjać będzie także korzystne środowisko niskich stóp procentowych, odłożenie w czasie podwyżek stóp procentowych przez Fed oraz potencjalne zwiększenie QE przez EBC. Sądzymy, że resort finansów prefinansuje ok 20-25 mld zł do końca roku. W przypadku pogorszenia nastrojów na rynkach MinFin może elastycznie dostosowywać emisje obligacji do zmieniających się warunków rynkowych, gdyż posiada dużą poduszkę płynnościową (65,6 mld zł na koniec września).

Wykres 4. W październiku resort finansów zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych i rozpoczął prefinansowanie na przyszły rok.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 5. Duże płatności do inwestorów w październiku będą wspierać rynek obligacji.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, szacunki 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	496	526	549	478	487
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,616	1,663	1,729	1,786	1,884
PKB per capita (USD)	11508	12382	13626	12879	13667	14270	12435	12685
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	4,8	1,8	1,6	3,4	3,6	3,3
Inwestycje (% r/r)	-12,7	9,7	12,2	-4,3	-3,5	11,4	5,4	6,1
Spożycie ogółem (% r/r)	3,5	2,8	1,7	0,7	1,4	3,4	2,9	3,0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,4	2,7	3,0	1,0	1,2	3,1	3,1	3,3
Eksport (% r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,3	4,8	5,7	6,2	5,8
Import (% r/r)	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	9,1	5,8	6,6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	0,4	1,8
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,8	1,5
Płace 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	1,75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,74	1,98
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	3,73	3,86
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,74	3,87
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,20	4,06
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,17	4,10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-26,2	-27,0	-17,6	-6,9	-7,0	0,6	-17,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,5	-5,1	-3,6	-1,3	-1,3	0,1	-3,9
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	0,8	-2,2	3,7	-10,2
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	197,8	208,6	183,5	133,1
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	196,9	210,8	179,8	143,3
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,5	12,0	9,9	4,8
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-17,7	-16,3	-12,9	-12,7
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-2,8	-8,1	-10,0	8,8
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	73,4
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	46,9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1

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

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 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.