

CitiWeekly

Mniejsze oczekiwania na podwyżki stóp w USA dobre dla złotego

- W ostatnich tygodniach rosnące oczekiwania na podwyżki stóp w USA już we wrześniu miały negatywny wpływ na złotego. Przyczyniły się do tego lepsze od prognoz dane z USA oraz dosyć jastrzębie komentarze J. Yellen w trakcie sympozjum Jackson Hole oraz wypowiedzi innych przedstawicieli Fed. Ostatecznie jednak rozczarowujące dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za sierpień (opublikowane pod koniec ubiegłego tygodnia) doprowadziły do zmniejszenia nadziei na podwyżki. To, kiedy Fed zdecyduje się na zacieśnienie polityki pieniężnej będzie zależało od kolejnych danych dotyczących aktywności w sektorze usług i sprzedaży detalicznej oraz komentarzy z Fed. Nasz bazowy scenariusz wciąż zakłada że nastąpi to w grudniu. Mniejsze oczekiwania na podwyżkę stóp w USA, mogą doprowadzić do umocnienia złotego i ograniczyć skalę osłabienia na rynku obligacji, szczególnie po obserwowanym ostatnio zmniejszeniu oczekiwań na obniżki stóp w Polsce.
- W tym tygodniu EBC najprawdopodobniej zdecyduje się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Oczekujemy wydłużenia programu skupu aktywów o co najmniej 6 miesięcy, obniżenia stopy refinansowej o 10 pb do -0,1% i depozytowej do -0,5%.
- Na piątek agencja Moody's zaplanowała przegląd polskiego ratingu. Oczekujemy, że Moody's pozostawi rating bez zmian na poziomie A2 (perspektywa negatywna). W porównaniu z poprzednim przeglądem ratingu w maju tym razem zniknęło jedno z kluczowych zagrożeń dla ratingu, tj. jednorazowe przewalutowanie kredytów walutowych. Drugi czynnik ryzyka zidentyfikowany w maju przez Moody's zakładał odpływ zagranicznego kapitału na skutek sporu wokół Trybunału Konstytucyjnego w Polsce. Co prawda spór nie został zażegnany, jednak nie doprowadził on do odpływu kapitału z polskiego rynku długu. Trzeci argument podnoszony przez agencje ratingowe to sytuacja fiskalna w kraju. Biorąc jednak pod uwagę relatywnie silny wzrost dochodów w bieżącym roku oraz opóźnienie niektórych obietnic (obniżki VAT, podwyżki kwoty wolnej), deficyt powinien pozostać w pobliżu 3% PKB w przyszłym roku, a więc może być niższy niż 3,4% zakładane przez Moody's w majowej prognozie.

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

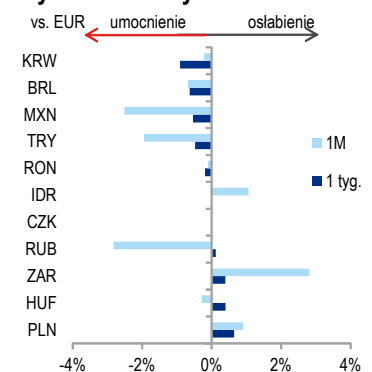
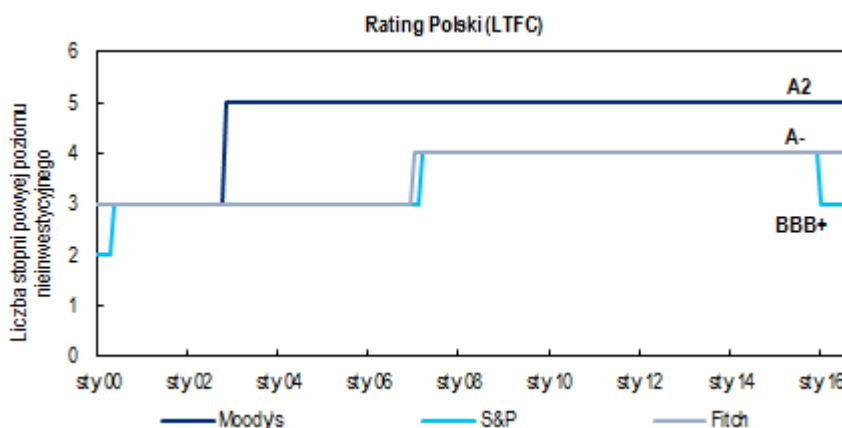
Według stanu na dzień 5.09.2016 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
III KW 16	4,34	3,81	4,93	1,14	1,50	-0,10	1,71	-0,10	1,60
III KW 17	4,20	3,59	4,67	1,17	1,50	-0,25	1,91	-0,15	1,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 24.08.2016 r.

Wykres 2. Nie oczekujemy zmiany ratingu przez Moody's w tym tygodniu.



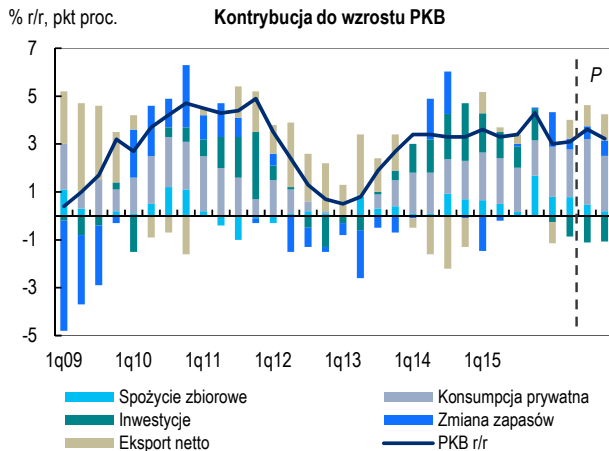
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Spis treści

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

Tydzień w wykresach

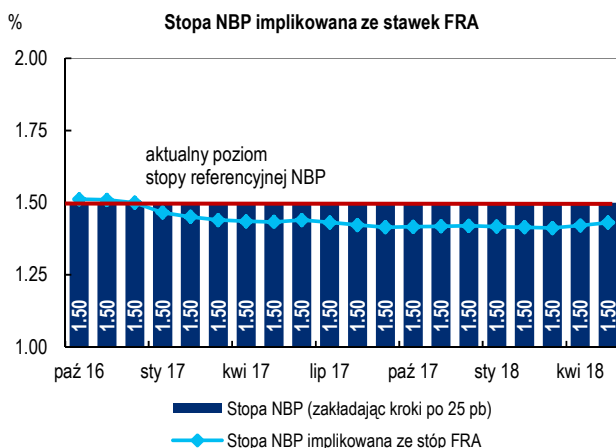
Wykres 3. Po słabym wzroście PKB przy spadku inwestycji spodziewamy się lepszych danych w kolejnych kwartałach



- Finalne dane GUS za II kw. 2016 r. pokazały, że na rozczarujący wzrost PKB o 3,1% wpłynął przede wszystkim spadek inwestycji (o 4,9% r/r). Było to spowodowane najprawdopodobniej przez spadek napływu środków unijnych w tym roku oraz wzrost niepewności co do przyszłego środowiska podatkowego. Tym samym popyt krajowy spowolnił do 2,4% najniższego poziomu od IV kw.13. Spadek inwestycji był zniwelowany przez przyspieszenie konsumpcji do 3,3% oraz wyższą kontrybucję eksportu netto.
- Oczekujemy odreagowania wzrostu w II połowie roku i w taki scenariusz wpisuje się sierpniowy indeks PMI, który odreagował do 51,5 pkt z 50,3. Poprawa nastąpiła pomimo lekkich spadków indeksów dla strefy euro.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

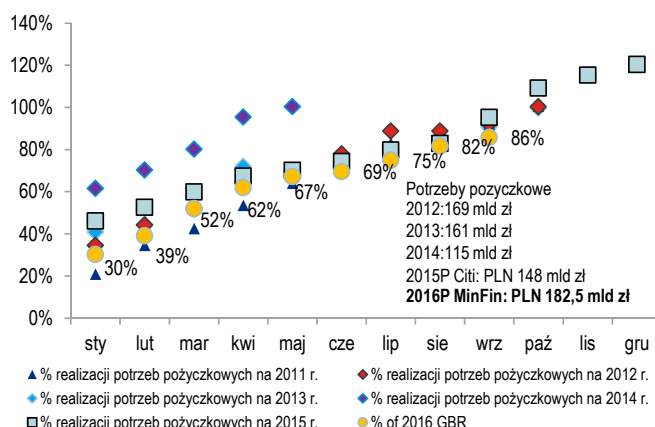
Wykres 4. RPP pozostawi stopy bez zmian przynajmniej przez najbliższe 12 miesięcy



- Choć po serii rozczarujących danych wzmocniły się oczekiwania rynku na obniżkę stóp procentowych sądzymy, że RPP pozostawi we wrześniu stopę referencyjną bez zmian na poziomie 1,5%.
- Większość członków Rady czuje się komfortowo z bieżącym poziomem stóp, gdyż spodziewa się odreagowania wzrostu w II poł. roku. Jeśli nasze prognozy zakładające przyspieszenie produkcji i sprzedaży sprawdzą się, naszym zdaniem RPP nie będzie miała powodu do złagodzenia polityki pieniężnej i nie zmieni stóp w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Wstępny szacunek inflacji pokazał wzrost do -0,8% z -0,9% wobec oczekiwanej stabilizacji na -0,9%.

Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 5. Portfele inwestorów



- Nie spodziewamy się zmiany ratingu Polski przez Moody's pod koniec bieżącego tygodnia. Mimo negatywnej perspektywy nie sądzymy, aby agencja zdecydowała się obniżyć rating, gdyż nie zrealizowały się główne ryzyka, na które zwracał uwagę Moody's (tj. odpływ kapitału zagranicznego oraz wzrost deficytu fiskalnego w związku z polityką rządu).
- Dane resortu finansów wskazują na stabilizację zaangażowania inwestorów zagranicznych na krajowym rynku długu. Po wrześniowej aukcji MF zrealizował ok 86-89% potrzeb pożyczkowych, a na kolejnej aukcji zamiany rozpocznie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych odkupując obligacje zapadalne w 2017 r.

Źródło: Citi Research, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 wrz PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień wolny					
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	VIII	53.3	53.3	53.3
10:00	EA	PMI dla usług	pkt	VIII	53.1	53.1	53.1
11:00	EA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	0.8	0.5	0.0
6 wrz WTOREK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VII	--	0.5	-0.4
11:00	EA	PKB	% r/r	VI	--	1.6	1.6
15:45	USA	ISM dla usług	pkt	VIII	--	55.7	55.5
7 wrz ŚRODA							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	--	0.2	0.8
14:00	PL	Decyzja RPP	%	IX	1.5	1.5	1.5
20:00	USA	Beżowa księga					
8 wrz CZWARTEK							
13:45	EA	Decyzja EBC	%	IX	-0.1	0.0	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	VIII	--	--	261
9 wrz PIĄTEK							
08:00	DE	Export	% m/m	VII	--	0.4	0.3
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	VII	--	0.1	0.3

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	530	500	524	546	475	470	527	583
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1567	1629	1656	1719	1790	1844	1935	2040
PKB per capita (USD)	13740	12983	13615	14197	12371	12251	13771	15237
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,7	8,2	7,6
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,2	3,2	2,7
Inwestycje (% r/r)	12,8	-3,9	-5,8	12,6	4,1	4,2	3,4	4,0
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,7	3,1	3,1	3,8	3,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1	4,2	2,8
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	6,5	6,1	4,6	5,4
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,0	7,7	6,0	6,0
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,3	1,8	2,3
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	1,5	2,7
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,6	6,3	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,75	3,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,08	1,65	1,60	2,11	3,17
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,30	3,60	4,15
USD/PLN (Koniec okresu)	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,73	3,60	3,50
USD/PLN (Średnia)	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,86	3,64	3,54
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,29	4,20	4,19
EUR/PLN (Średnia)	4,12	4,19	4,20	4,18	4,18	4,32	4,21	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-1,1	-4,9	-11,3	-14,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	-1,0	-2,1	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,4	-2,3	-8,7	-12,5
Eksport	184,2	181,0	198,1	210,4	190,8	200,5	214,9	226,1
Import	201,6	190,2	198,5	214,7	188,4	202,8	223,6	238,6
Saldo usług	7,3	8,0	10,1	11,4	10,9	11,9	13,1	14,2
Saldo dochodów	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,5	-13,3	-14,1	-14,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	89,4	89,4	89,4
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-2,6	-2,5	-3,0	-2,9
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	47,9	49,1	49,4	49,6	49,3

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.