

CitiWeekly

Mało gołębie banki centralne rozczarowują rynki

- Przez światowe rynkowe obligacji przetoczyła się silna wyprzedaż, która rozprzestrzeniła się również na rynki akcji. Punktem zapalnym była czwartkowa decyzja Europejskiego Banku Centralnego (EBC), który pozostawił stopy procentowe bez zmian i rozczarował wyważonym tonem swojego komentarza. Część inwestorów zaskoczona była w szczególności tym, że EBC nawet nie rozważał możliwości wydłużenia programu zakupu aktywów (QE). Dodatkowym negatywnym czynnikiem dla apetytu na ryzyko były stosunkowo jastrzębie komentarze bankierów centralnych z Fed.
- Mimo wyważonego komentarza na wrześniowym posiedzeniu, kwestia luzowania polityki pieniężnej w strefie euro nie jest bynajmniej zamknięta. Oczekujemy, że w grudniu program QE zostanie wydłużony o kolejne sześć miesięcy. Obecnie mniej prawdopodobne wydaje się jednak, że EBC zdecydowałoby się na obniżenie stopy refinansowej poniżej zera (stopa depozytowa już wynosi -0,4%).
- Agencja Moody's nie zmieniła ratingu Polski, pozostawiając go na poziomie A2, powyżej innych agencji (S&P oraz Fitch). Perspektywa ratingu jest wciąż negatywna, co wskazuje, że ryzyko obniżki w średnim horyzoncie jest relatywnie wysokie. Decyzja nie jest zaskoczeniem – nie spodziewaliśmy się żadnych zmian, a o tym, że od początku ryzyko zmiany na wrześniowym przeglądzie było niskie świadczy fakt, że Moody's nawet nie zdecydował się na opublikowanie żadnego raportu na temat Polski. Kolejny przegląd Moody's jest zaplanowany na początek 2017 roku, gdy przyjęty będzie już budżet i będzie zapewne wiadomo więcej na temat zmian wieku emerytalnego.
- Kluczowe publikacje w tym tygodniu to sierpniowa inflacja, wynagrodzenia, zatrudnienie oraz dane o bilansie płatniczym (strona 2).

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

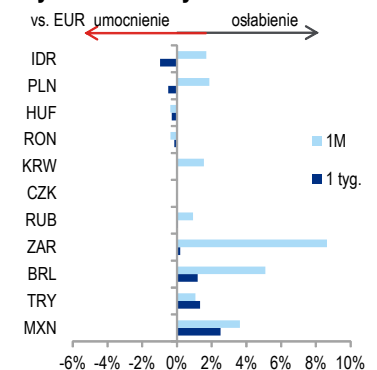
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



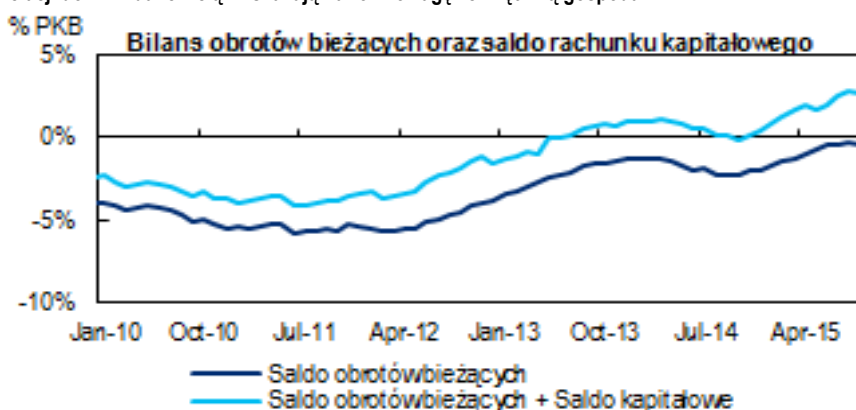
Według stanu na dzień 9.09.2016 r.
Źródło: Reuters.

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 Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 24.08.2016 r.

Wykres 2. Mimo spodziewanego pogorszenia bilansu obrotów bieżących w sierpniu w ujęciu rocznym w relacji do PKB dane wciąż wskazują na równowagę zewnętrzną gospodarki



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy

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

Tydzień w wykresach

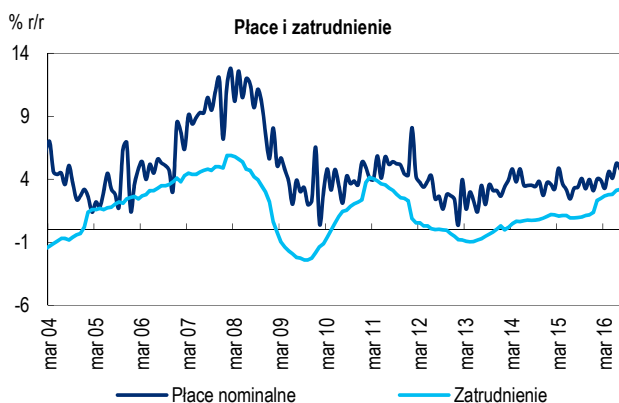
Wykres 3. RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian przez dłuższy czas



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna wciąż wynosi 1,5%).
- Prezes NBP Adam Glapiński nie tylko odrzucił sugestie dotyczące obniżek stóp procentowych w Polsce, lecz wręcz zasygnalizował, że pod koniec 2017 r. Rada może rozważyć podwyżki stóp.
- Napływające dane mogą jeszcze zmienić stanowisko RPP, ale naszym zdaniem w najbliższych miesiącach szanse na obniżki są bardzo małe.

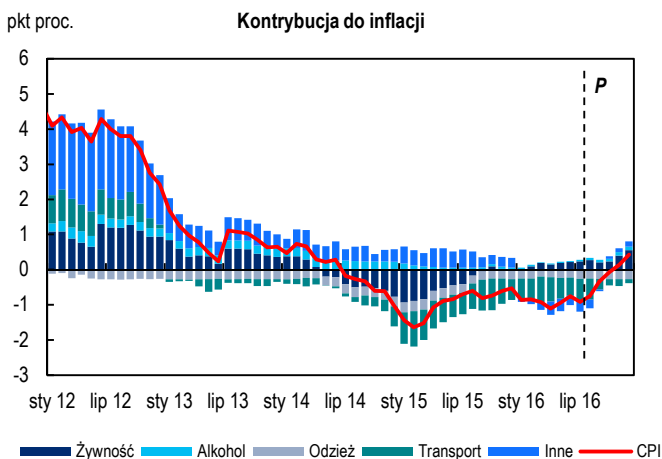
Wykres 4. Oczekujemy większego niż rynek przyspieszenia płac i zatrudnienia



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- Spodziewamy się potwierdzenia dobrej sytuacji na rynku pracy w danych publikowanych w tym tygodniu. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu płac do 5,4% r/r z 4,8% oraz zatrudnienia do 3,3% z 3,2%. W obu przypadkach nasze szacunki są powyżej konsensusu rynkowego.
- Przy utrzymaniu ujemnej inflacji taki wynik przełoży się do przyspieszenia realnego wzrostu funduszu płac do 9,7% r/r, najwyższego poziomu od września 2008 r.
- Oczekujemy, że dobra sytuacja na rynku pracy będzie wspierać konsumpcję prywatną w II połowie roku, która przyspieszy naszym zdaniem znacznie powyżej 4% r/r.

Wykres 5. Inflacja nieznacznie wzrosła w sierpniu, spodziewane pogorszenie bilansu obrotów bieżących



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

- Finalne dane o inflacji najprawdopodobniej potwierdzą niewielki wzrost do -0,8% z -0,9%. Złożyło się na to naszym zdaniem przyspieszenie w większości kategorii koszyka inflacyjnego, przy mniejszym niż w roku ubiegłym spadku cen paliw.
- Przy założonym stopniowym wzroście ceny ropy w kolejnych miesiącach efekty bazy przyczynią się naszym zdaniem do wyraźnego odbicia inflacji powyżej zera w ostatnich miesiącach roku. Z kolei mocny popyt krajowy może także prowadzić do stopniowego wzrostu inflacji netto.
- Poza tym spodziewamy się także niewielkiego zbliżenia do konsensusu rynkowego wzrostu deficytu obrotów bieżących przy spadku eksportu i importu w ujęciu rocznym.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	Inflacja	% r/r	IX	-0.8	-0.8	-0.9
13 wrz WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	6.0	2.5	0.5
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	IX	-470	-440	-203
14:00	PL	Eksport	mln EUR	IX	14150	13875	15218
14:00	PL	Import	mln EUR	IX	14688	13950	14814
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IX	-0.3	-0.4	-0.4
14 wrz ŚRODA							
11:00	EA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	-0.6	-0.8	0.6
15 wrz CZWARTEK							
09:30	CH	Decyzja SNB	%	IX	--	-0.75	-0.75
11:00	EA	Inflacja	% r/r	VIII	0.2	0.2	0.2
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	IX	--	0.25	0.25
14:30	USA	Empire State	pkt	IX	--	-1.5	-4.2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VIII	--	0.0	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IX	--	--	259.0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	--	--	0.7
16 wrz PIĄTEK							
14:00	PL	Place	% r/r	IX	5.4	5.0	4.8
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	3.3	3.2	3.2
14:30	USA	Inflacja	% m/m	VIII	--	1.0	0.8
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	IX	--	91.0	89.8

Źródło: Reuters, Bloomberg, 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.