

11 marca 2013 □ 8 stron

CitiWeekly

RPP – W pogoni za straconym czasem

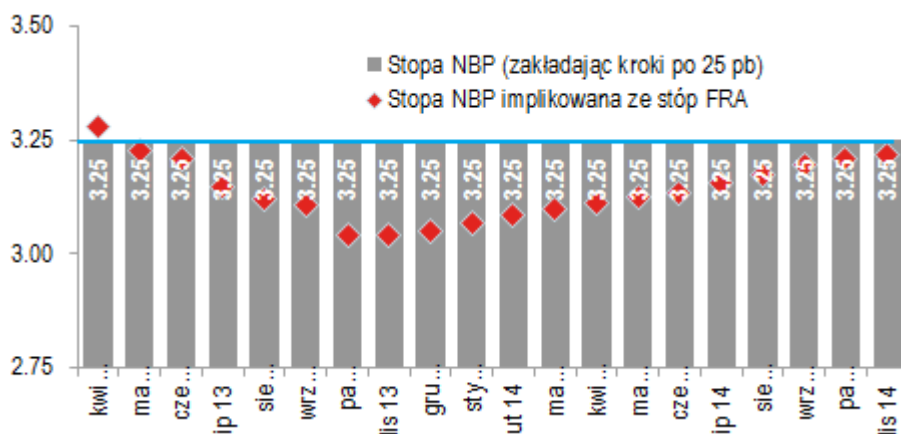
- Najważniejszą publikacją tygodnia będą dane o inflacji za luty. Oczekujemy dalszego spadku inflacji do 1,5% r/r z 1,7% r/r w styczniu za sprawą wolniejszego niż w ubiegłym roku wzrostu cen żywności oraz rewizji koszyka inflacyjnego, która może obniżyć inflację styczniową o 0,1 pkt proc. Poza tym NBP opublikuje dane o bilansie płatniczym i w tym przypadku oczekujemy większego niż rynek wzrostu deficytu obrotów bieżących do ok. 1,8 mld EUR za sprawą mniejszego napływu środków unijnych przy poprawie bilansu handlowego.
- Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 50 pb do 3,25%, co było zaskoczeniem zarówno dla nas, jak i całego rynku. Według komunikatu RPP, dokonane dostosowanie polityki pieniężnej pozwoli na powrót inflacji do celu w średnim terminie, co de facto oznacza według nas zmianę nastawienia władz monetarnych na neutralne. Ubiegłotygodniowa decyzja RPP pokazuje, że komunikacja banku centralnego nie poprawiła się od czasu zaskakującej ubiegłorocznej podwyżki stóp o 25 pb. Mimo niespójnej komunikacji sądzimy, że RPP podjęła słuszną co do kierunku decyzję, próbując nadrobić wcześniejsze opóźnienie w rozpoczęciu cyklu. Mimo że obniżka stóp była głębsza niż oczekiwano nie sądzimy, aby umocnienie na rynku długu było trwałe i kolejne miesiące powinny przynieść przecenę długu.
- EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 0,75%. Komunikat po posiedzeniu okazał się mniej gotębi, co zmniejszyło oczekiwania na obniżkę stóp procentowych w kwietniu, choć taki ruch jest wciąż wpisany w podstawowy scenariusz ekonomistów Citi.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,16	3,08	4,84	1,35	3,25	0,75	3,48	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,19	3,20	4,71	1,31	3,25	0,25	3,51	4,60	1,25	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.02.2013 r.

Wykres 2. Implikowany poziom stóp procentowych ze stawek FRA. Rynek oczekuje stabilizacji stóp procentowych w najbliższych kwartałach.



Źródło: Reuters, Citi handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

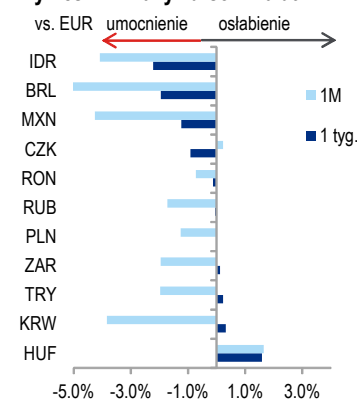
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 8.03.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	8/3/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.13	0.1%	-1.1%	1.5%	-8.8%
USD/PLN	3.18	0.0%	2.8%	3.0%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-0.1%	-3.8%	-1.4%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	-50	-50	-100	-25
WBOR 3M	3.46	-27	-42	-67	-86
FRA1x4	3.37	-24	-34	-44	-113
FRA3x6	3.34	-16	-21	-6	-145
FRA6x9	3.26	-14	-3	22	-168
FRA9x12	3.25	-9	4	33	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1577.7	0.2%	-5.9%	-5.8%	7.0%
Ropa	110.1	-1.1%	-6.8%	0.8%	0.8%
	pkt	%	%	%	%
WG20	2490.7	1.5%	1.4%	-3.6%	20.4%
S&P	1551.2	2.2%	2.6%	8.8%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.51	10	-12	21	-52
10Y Treasuries	2.05	20	8	29	-12
Rentowność 2Y	3.37	-14	5	22	-171
Rentowność 5Y	3.59	-6	10	37	-211
Rentowność 10Y	4.01	3	3	27	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	92.6	-3	0	13	-199

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 mar PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	I		0.4	0.3
09:00	CZ	CPI	% r/r	II	1.8	1.8	1.9
12 mar WTOREK							
08:00	DE	Finalny HICP	% r/r	II	1.8	1.8	1.8
09:00	HU	CPI	% r/r	II	3.1	3.1	3.7
09:00	RO	CPI	% r/r	II	5.7	5.7	6.0
13 mar ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-2.6	-1.9	-2.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0.6	0.3	0.1
14 mar CZWARTEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	II	1.5	1.5	1.7
14:00	PL	Deficyt obrotów bieżących	% r/r	II	-1812	-1548.6	-1204.0
14:00	PL	Eksport	% r/r	II	11892	11999	10640.0
14:00	PL	Import	% r/r	II	12485	12475	11852.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.		340		340
14:30	USA	PPI	% m/m	II	0.4	0.7	0.2
15 mar PIĄTEK							
11:00	EMU	Finalna inflacja	% r/r	II	1.8	1.8	1.8
14:30	USA	CPI	% m/m	II	0.6	0.4	0.0
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	III		10.0	10.0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	0.7	0.2	-0.1
15:45	USA	Indeks Michigan	pkt	III	75.0		77.6

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

Zapowiedź tygodnia

CPI

Oczekujemy spadku inflacji w lutym do 1,5% r/r ...

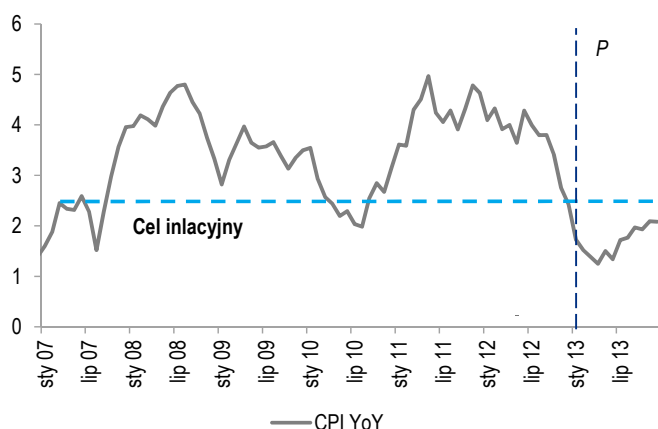
Oczekujemy dalszego spadku inflacji w lutym do 1,5% r/r z 1,7% r/r w styczniu. Nasza prognoza jest zgodna z medianą prognoz ekonomistów w ankiecie Parkietu. Sądzymy, że wzrost cen żywności oraz energii w lutym był mniejszy niż w ubiegłym roku. Jednocześnie, podobnie jak w minionych miesiącach słaba presja ze strony popytowej pomogła utrzymać wzrost cen w innych kategoriach pod kontrolą. Ponadto, jak co roku przy okazji publikacji danych za luty GUS rewiduje wagi koszyka inflacyjnego. Biorąc pod uwagę trendy historyczne zwykle rewizja koszyka obniżała styczniową inflację o ok. 0,1 pkt proc. W związku z tym oczekujemy spadku inflacji w kwietniu nawet do ok. 1,1-1,3% r/r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się odreagowania inflacji, choć naszym zdaniem pozostanie ona poniżej celu inflacyjnego do końca roku.

... oraz znacznego wzrostu
deficytu obrotów bieżących

Bilans płatniczy

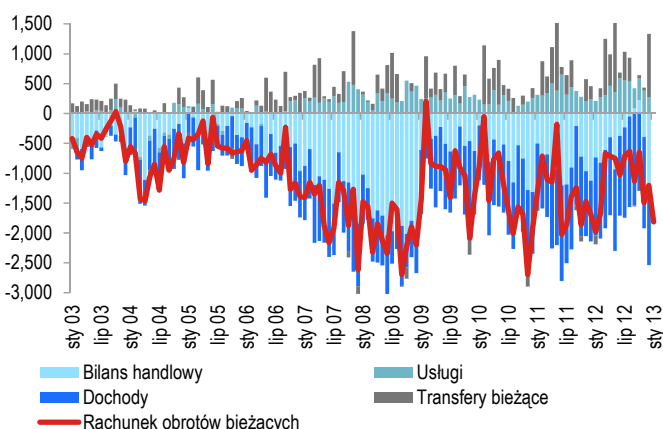
Naszym zdaniem najnowsze dane o bilansie płatniczym za styczeń pokażą wzrost deficytu obrotów bieżących do 1,8 mld EUR z 1,2 mld EUR. Według naszych szacunków wzrost deficytu w styczniu wynikał w głównej mierze z sezonowo znacznie mniejszego napływu środków unijnych na rachunek transferów w porównaniu do grudnia ubiegłego roku, co zmniejszyło saldo transferów do -0,2 mld EUR z +1 mld EUR w grudniu. Częściowo mniejszy napływ środków UE był zrekompensowany przez mniejszy deficyt handlowy, który zmniejszył się do -0,6 mld EUR z -1,2 mld EUR za sprawą znacznie lepszego eksportu (co sugerują lepsze dane o produkcji przemysłowej za styczeń). Duży i większy od konsensusu deficyt obrotów bieżących w ujęciu nominalnym może mieć negatywny wpływ na złotego.

Wykres 3. Inflacja



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Miniony Tydzień

RPP

RPP zaskoczyła po raz kolejny
i obniżyła stopy procentowe o
50 pb ...

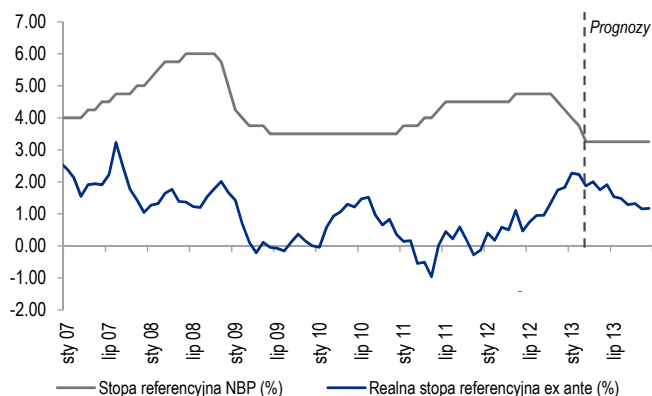
Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 50 pb do 3,25%, co było zaskoczeniem zarówno dla nas, jak i całego rynku. Uczestnicy rynku oczekiwali niemal w równym stopniu obniżenia stóp o 25 pb oraz pozostawienia ich na niezmienionym poziomie. Biorąc pod uwagę ostatnie pozytywne niespodzianki w danych z gospodarki oraz coraz mniej gołębie komentarze członków RPP sugerujące bliski koniec cyklu obniżek stóp oczekiwaliśmy, że stopy pozostaną bez zmian w marcu. Jednocześnie jednak zakładaliśmy że dalszy spadek inflacji w kolejnych miesiącach umożliwi Radzie jeszcze dwukrotnie obniżenie stóp po 25 pb, a stopa referencyjna osiągnie poziom 3,25%. Z kolei rynek spodziewał się obniżki stóp procentowych o 25 pb w marcu i zakończenia cyklu ze stopą referencyjną na poziomie 3,50%.

Według komunikatu RPP dokonane dostosowanie polityki pieniężnej pozwoli na powrót inflacji do celu w średnim terminie, co de facto oznacza według nas zmianę nastawienia władz monetarnych na neutralne. Jednocześnie sygnalizuje to zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę, że stopa referencyjna osiągnęła prognozowany przez nas docelowy poziom nie oczekujemy dalszy obniżek

... kończąc cykl łagodzenia
polityki pieniężnej

stóp procentowych o ile dane z gospodarki wyraźnie nie zaskoczą negatywnie.

Wykres 3. Prognoza nominalnych i realnych stóp procentowych



Źródło: Reuters, GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Projekcje NBP vs. oczekiwania Citi i rynku

		Projekcja listopadowa NBP	Projekcja marcowa NBP	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy (Reuters)
PKB (%r/r)	2013	1,5	1,3	1,3	1,5
	2014	2,3	2,6	2,8	2,6
	2015		3,2	3,3	3,4
CPI (%r/r)	2013	2,5	1,6	1,8	1,9
	2014	1,6	1,6	2,4	2,5
	2015		1,6	2,5	2,5

Źródło: Reuters, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Brak poprawy w komunikacji RPP z rynkiem

Ubiegłotygodniowa decyzja RPP pokazuje, że komunikacja banku centralnego nie poprawiła się od czasu zaskakującej ubiegłorocznej podwyżki stóp o 25 pb. Głębsza od oczekiwań skala obniżki stóp nastąpiła po dwóch miesiącach, w których ton komentarzy członków Rady stawał się coraz mniej gołębi i sugerował, że przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej jest raczej ograniczona. Obniżce stóp towarzyszyła także nowa projekcja inflacji NBP, według której inflacja utrzyma się w latach 2013-2015 na poziomie ok. 1,5-1,6% r/r, wyraźnie poniżej celu banku centralnego na poziomie 2,5%. Sądzymy, że ta projekcja jest zbyt optymistyczna i w przeciwieństwie do banku centralnego nie zakładamy obniżenia stawek podatku VAT w przyszłym roku. O ile projekcja PKB została zrewidowana w dół do 1,3% r/r to na 2014 r. została zrewidowana w górę do 2,6% r/r.

Umocnieniem na rynku długu krótkotrwałe

Choć obniżka stóp była głębsza niż oczekiwano nie sądzimy, aby umocnienie na rynku długu było trwałe. Prezes Belka nie wykluczył dalszych obniżek stóp w przypadku, gdy dane z gospodarki zaskoczą negatywnie. Nie oczekujemy jednak dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Sądzymy natomiast, że inflacja wzrośnie w przyszłym roku, a z otoczenia zewnętrznego szczególnie z Niemiec napływają nieco bardziej optymistyczne dane, które wspierają scenariusz ożywienia w dalszej części roku. W związku z tym oczekujemy wzrostu 2-letnich stóp IRS z obecnych poziomów (ok. 3,43%) i nie sądzimy, aby retoryka RPP uzasadniała dalszy spadek rentowności obligacji.

EBC

EBC pozostawił stopy bez zmian...

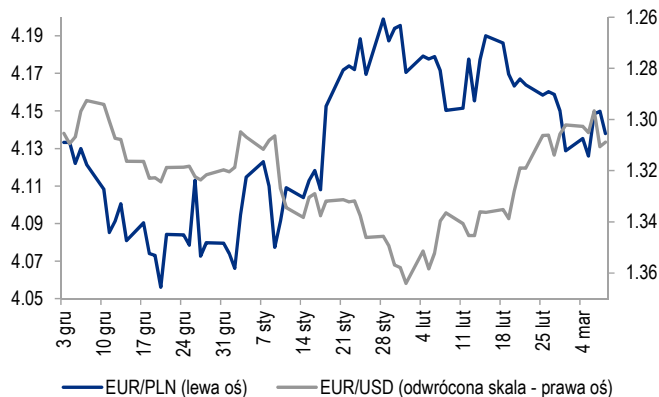
Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 0,75%. Zgodnie z wypowiedziami M. Draghiego w przeciwieństwie do lutego w marcu Rada EBC dyskutowała nad zmianą stóp procentowych. EBC obniżył prognozę wzrostu gospodarczego na 2013 r. do -0,5% r/r z -0,3% r/r (zgodnie z prognozą Citi), a na 2014 r. do 1% r/r z 1,2% r/r. EBC wciąż ocenia, że ryzyko dla wzrostu PKB jest asymetrycznie „przechylone” w dół. Choć z komunikatu zniknęło zdanie

**...a komunikat był nieco mniej
gołębni niż oczekiwano**

**Citi oczekuje obniżki stóp w IV,
choć prawdopodobieństwo jest
niższe**

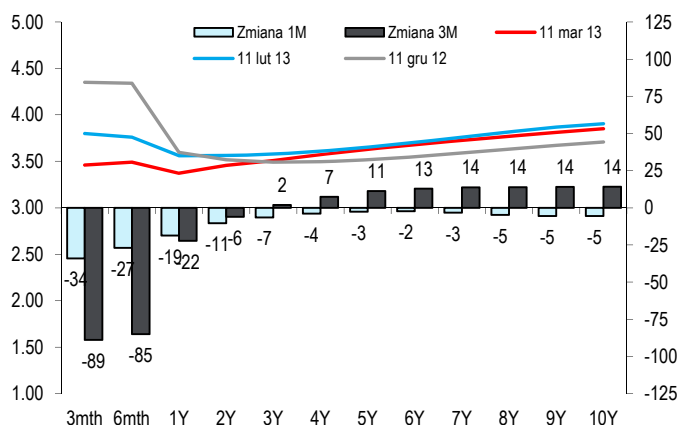
stwierdzające, że umocnienie euro działa w kierunku niższego wzrostu gospodarczego i inflacji, to jednocześnie M. Draghi zaznaczył w swojej wypowiedzi, że umocnienie euro może wpłynąć na zmianę prognoz EBC. Ton komunikatu EBC oraz wypowiedzi prezesa były mniej gołębne niż oczekiwał tego rynek i nie przesądziły o obniżce stóp w kwietniu. Jednak w ocenie ekonomistów Citi słabe dane ze strefy euro oraz możliwe umocnienie euro najprawdopodobniej ostatecznie utorują drogę do obniżki stóp w kwietniu.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



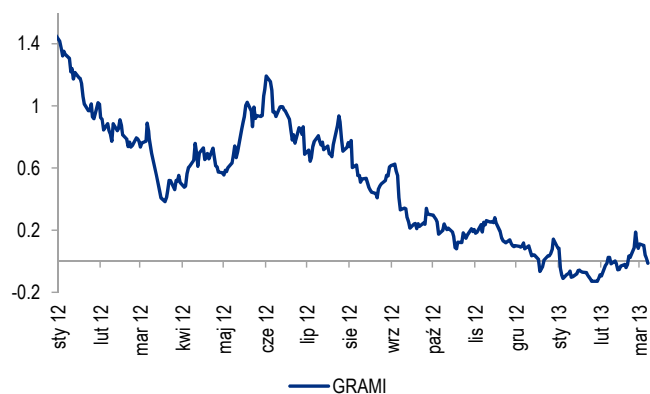
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



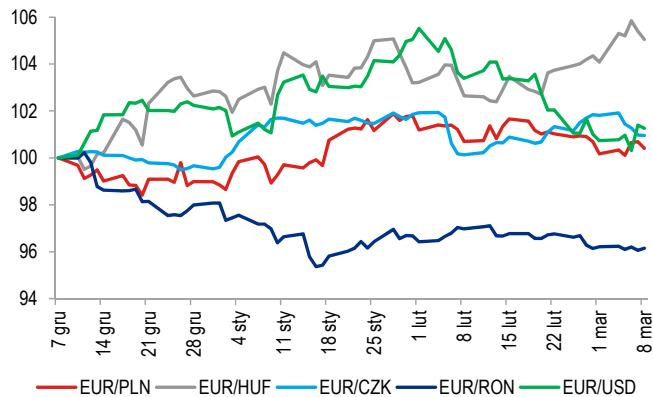
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



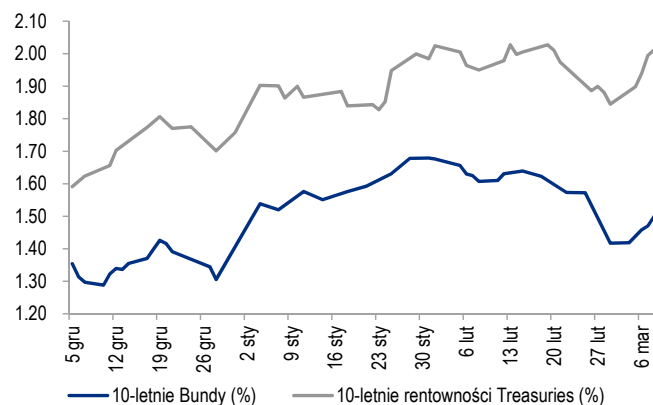
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



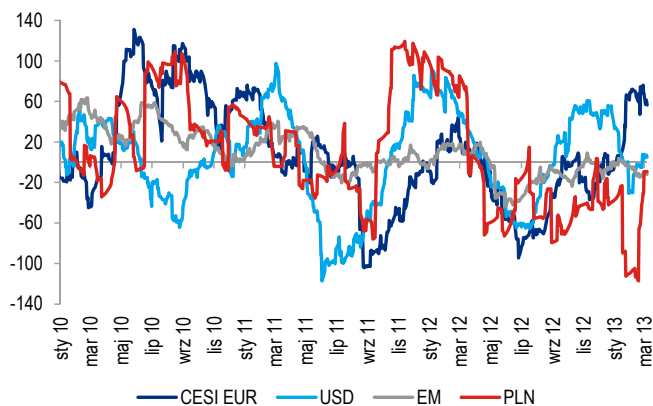
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	522	562
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,610	1,663	1,754
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,837	13,554	14,609
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	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.2	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.8	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.3	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.45	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.26	3.04
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.17	3.15
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.27	3.95
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.21	4.11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.0	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	194.7	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	208.7	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.6	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-22.8	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	11.4	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	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	35.7	35.5

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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.