

CitiWeekly

EBC obniży stopy w II kwartale, ale jeszcze nie w kwietniu

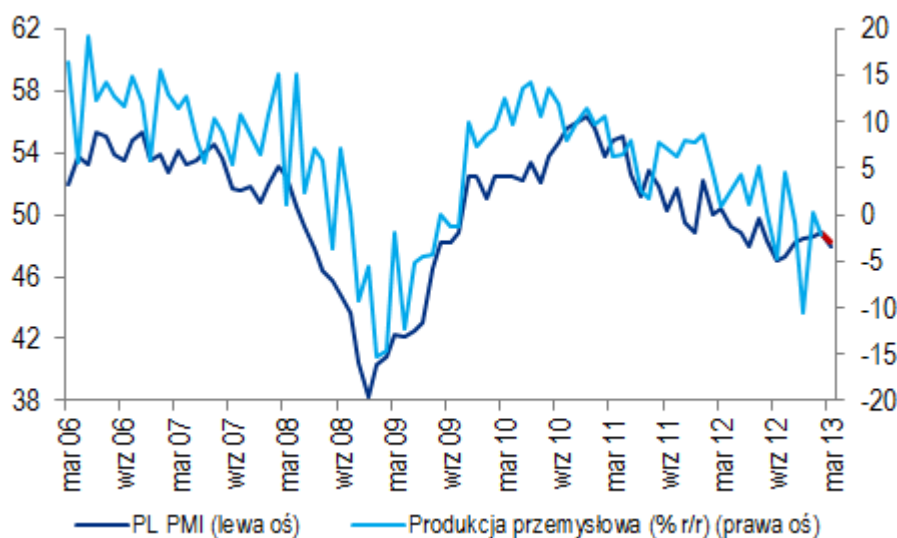
- Na dalszą część tygodnia nie zaplanowano istotnych publikacji w kraju. Z kolei za granicą inwestorzy skupią uwagę na posiedzeniu EBC oraz danych o zatrudnieniu poza rolnictwem. Ekonomiści Citi są zdania, że Europejski Bank Centralny nie zmieni stóp procentowych w kwietniu, jednak podtrzymują scenariusz zakładający jedną obniżkę stóp procentowych w II kwartale oraz kolejną w III kw. Z kolei dane z rynku pracy ze Stanów Zjednoczonych mogą najprawdopodobniej rozczarować. Poza tym w strefie euro oraz w USA poznamy odczyty indeksów aktywności dla sektora usług, a w Stanach Zjednoczonych opublikowane zostaną także dane o zamówieniach w przemyśle.
- Indeks PMI za marzec opublikowany na początku tygodnia rozczarował notując głębszy od oczekiwań spadek do 48 pkt z 48,9 pkt we lutym, co wspiera naszą niższą od konsensusu prognozę produkcji przemysłowej. Był to pierwszy spadek PMI od września, który wpisał się w analogiczny ruch indeksów aktywności w strefie euro i w Niemczech. Dane o PMI za ostatnie miesiące są zgodne ze scenariuszem wyhamowania wzrostu gospodarczego w I kwartale. W kolejnych kwartałach spodziewamy się ożywienia wzrostu gospodarczego, ale podtrzymujemy naszą prognozę, że w całym roku wzrost PKB spowolni do 1,3% r/r. Jednocześnie jednak uważamy, że RPP utrzyma stopy procentowe bez zmian zarówno w kwietniu jak i najprawdopodobniej w kolejnych miesiącach.
- Resort finansów zapowiedział, że w II kwartale sprzeda 25-35 mld zł obligacji na aukcjach podstawowych, a na koniec czerwca sfinansuje ok. 80% potrzeb pożyczkowych.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
28.03	4,18	3,26	4,95	1,28	3,25	0,75	3,39	3,93	1,28	1,85
II KW 13	4,18	3,22	4,75	1,30	3,25	0,50	3,48	4,07	1,40	2,05
II KW 14	4,10	3,18	4,66	1,29	3,25	0,25	3,51	4,70	1,55	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.03.2013 r.

Wykres 2. Spadek PMI wspiera naszą niższą od rynkowego konsensusu prognozę produkcji przemysłowej za marzec (-2,8% r/r)



Źródło: Reuters, Citi handlowy.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

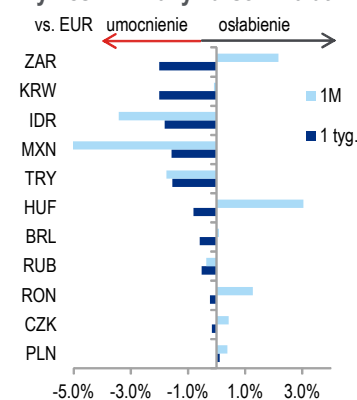
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 22.03.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	28/3/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.18	-0.4%	0.4%	2.6%	-8.8%
USD/PLN	3.26	0.2%	2.3%	5.6%	-10.3%
EUR/USD	1.28	-0.6%	-1.9%	-2.9%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	-50	-100	-25
WBOR 3M	3.39	0	-35	-74	-86
FRA1x4	3.30	1	-31	-52	-113
FRA3x6	3.14	-3	-32	-27	-145
FRA6x9	2.96	-3	-41	-8	-168
FRA9x12	2.92	-3	-40	0	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1596.2	-1.1%	-1.1%	-4.7%	7.0%
Ropa	109.6	1.9%	-4.0%	0.4%	1.7%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2370.1	-1.1%	-2.4%	-8.2%	20.4%
S&P	1569.2	1.5%	4.8%	10.0%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.28	-10	-19	-3	-52
10Y Treasuries	1.85	-6	-3	10	-12
Renbwność 2Y	3.15	-3	-33	0	-171
Renbwność 5Y	3.42	-4	-24	20	-211
Renbwność 10Y	3.93	-4	-7	19	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	97.5	11	-1	18	-199

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
1 kwi							
PONIEDZIAŁEK							
Poniedziałek Wielkanocny							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	III	54,0	54.2	54.2
2 kwi							
WTOREK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	III	48.6	48.7	48.9
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	III	46.6	46.6	46.6
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	II	2,9	2.9	-2.0
3 kwi							
ŚRODA							
14:15	EMU	Wstępny HICP	% r/r	III	1.6		1.8
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	55,0	55.8	56.0
4 kwi							
CZWARTEK							
04:00	JP	Bank Japonii	%			0.1	0.1
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	III	46.4		47.9
13:00	GB	Bank Anglii	%	III	0,5	0.5	0.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	III	0,75	0.75	0.75
14:00	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350	347.0	357.0
5 kwi							
PIĄTEK							
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-1.0		1.2
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	II	1.7	1.2	-1.9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	175	200.0	236.0

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

EBC

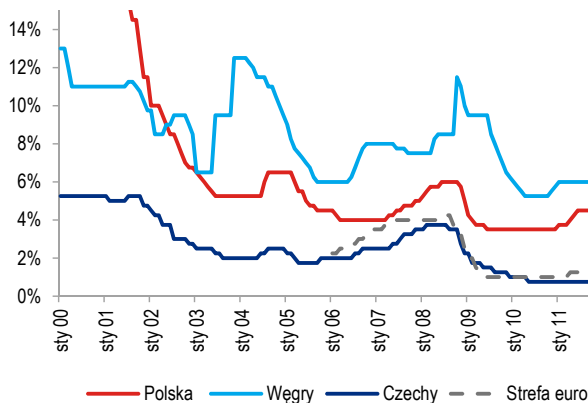
W kwietniu EBC nie zmieni stóp procentowych

W bazowym scenariuszu ekonomiści Citi zakładają, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie w kwietniu, choć zauważają również, że prawdopodobieństwo scenariusza obniżki stóp w kwietniu jest wyższe niż w poprzednich miesiącach. Ponowny spadek indeksów nastrojów i aktywności gospodarczej, spadek inflacji oraz zmniejszenie tempa wzrostu płac sugerują, że EBC obniży stopy procentowe w II kwartale. Jednak najprawdopodobniej zebranie większości za decyzją o ponownym złagodzeniu warunków monetarnych zajmie trochę czasu. Ekonomiści Citi podtrzymują ponadto prognozę spadku stopy referencyjnej do 0,25% do końca roku.

W kwietniu EBC najprawdopodobniej powtórzy, że jest gotowy do działań niestandardowych, jeśli sytuacja płynnościowa banków strefy euro pogorszy się. Jednak najprawdopodobniej EBC nie ogłosi nowych działań w tym miesiącu w związku z brakiem oznak zwiększenia problemów banków z finansowaniem. Jednak, EBC może wprowadzić

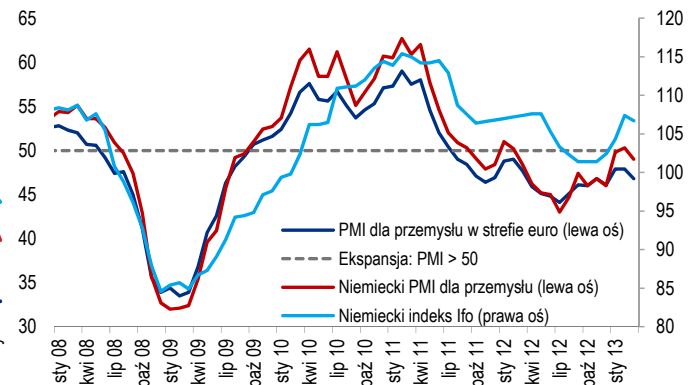
dodatkowe narzędzia wspierające płynność średnich i małych przedsiębiorstw poprzez zmianę zasad dotyczących akceptowanych zabezpieczeń.

Wykres 4. Stopy procentowe w regionie i w strefie euro



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Indeksy aktywności gospodarczej w strefie euro i w Niemczech



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

PMI

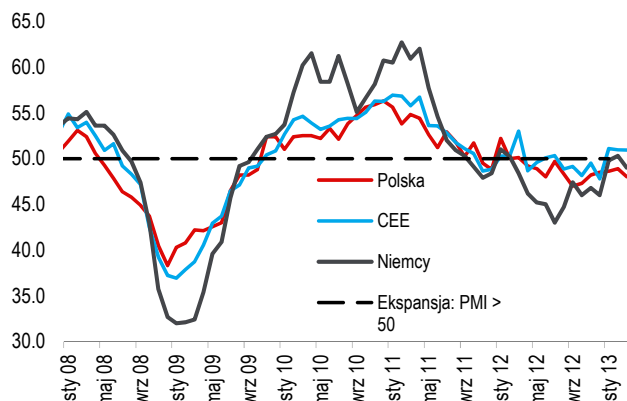
Indeks PMI dla Polski za marzec wskazuje na umiarkowane pogorszenie aktywności w przemyśle. Indeks PMI spadł w marcu do 48 pkt, poniżej rynkowych oczekiwań (48,7 pkt) oraz naszej prognozy (48,6 pkt) i był to pierwszy spadek od września 2012. Struktura danych o PMI sugeruje, że spadek indeksu wynikał głównie ze spadku indeksu produkcji i zatrudnienia. Jednocześnie nastąpił dosyć wyraźny spadek indeksu nowych zamówień eksportowych. Dane o PMI wspierają naszą prognozę produkcji przemysłowej na marzec (-2,8% r/r), która jest poniżej konsensusu rynkowego oraz sygnalizują, że najprawdopodobniej wzrost gospodarczy w I kwartale był słabszy niż w IV kw. 2014 r. Według naszych szacunków wzrost gospodarczy spowolnił w I kw. 2013 r. do 0,7% r/r wobec 1,1% w IV kw. 2012 r., a oczekiwane ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej powolne. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB na cały rok na poziomie 1,3% r/r.

Marcowe dane o PMI najprawdopodobniej nie wpłyną na decyzje RPP w najbliższym czasie. Po obniżeniu stóp procentowych o 50 pb w marcu Rada wysłała wyraźny komunikat sygnalizujący, że w najbliższych miesiącach stopy procentowe pozostaną bez zmian, a złagodzenie polityki pieniężnej byłoby możliwe jedynie w przypadku gdyby dane z gospodarki albo inflacja okazały się znacznie niższe od oczekiwań. Dane PMI, choć niższe od oczekiwań, są zgodne ze scenariuszem przedstawionym w projekcji NBP, w związku z czym sądzimy, że nie przekonają Rady do wznowienia łagodzenia polityki pieniężnej. Biorąc to pod uwagę, podtrzymujemy oczekiwania, że stopa referencyjna pozostanie na poziomie 3,25% do końca tego roku i przez większą część przyszłego. Choć widzimy szanse (z prawdopodobieństwem 30-40%) na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych o 25 pb w czerwcu lub lipcu sądzimy, że byłoby to możliwe jedynie w przypadku znacznej negatywnej niespodzianki w danych o aktywności gospodarczej lub znacznie niższej od prognoz inflacji.

PMI spadł po raz pierwszy od września 2012

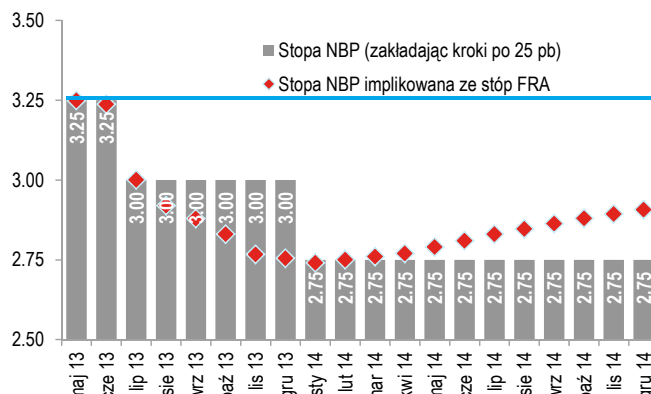
Dane o PMI za I kw. wpisują się w scenariusz spowolnienia gospodarczego

Wykres 10. Produkcja przemysłowa i niemiecki indeks Ifo



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 11. Produkcja budowlana (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

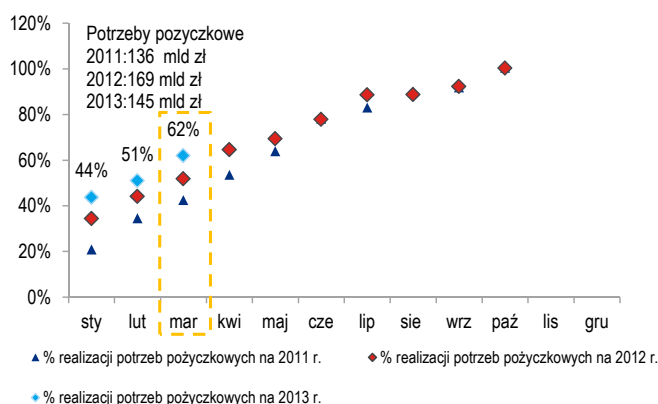
Podaż długu na II kwartał

Oczekujemy kontynuacji szybkiej realizacji potrzeb pożyczkowych

Znaczna kumulacja zapadalności w IV może okazać się pozytywna dla obligacji

Na koniec II kwartału resort finansów planuje sfinansować przynajmniej 80% potrzeb pożyczkowych. Ministerstwo Finansów zapowiedziało emisję 25-35 mld zł obligacji na aukcjach podstawowych oraz zorganizowanie aukcji zamiany, co pozwoli zrealizować 80% potrzeb pożyczkowych na koniec czerwca. Biorąc pod uwagę, że na kwiecień Ministerstwo Finansów zapowiedziało emisję ok. 7-15 mld zł oraz, że większość z zapadalności w II kwartale przypada na okres do końca kwietnia w najbliższych tygodniach do rąk inwestorów może trafić od kilku do kilkunastu miliardów złotych, co powinno wspierać rynek długu. Niemniej jednak wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje prawdopodobieństwo dalszych obniżek stóp procentowych i w kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu zarówno stóp swap jak i rentowności obligacji, co będzie wspierane przez stopniowy wzrost inflacji.

Wykres 3. Realizacja potrzeb pożyczkowych (% planu rocznego)



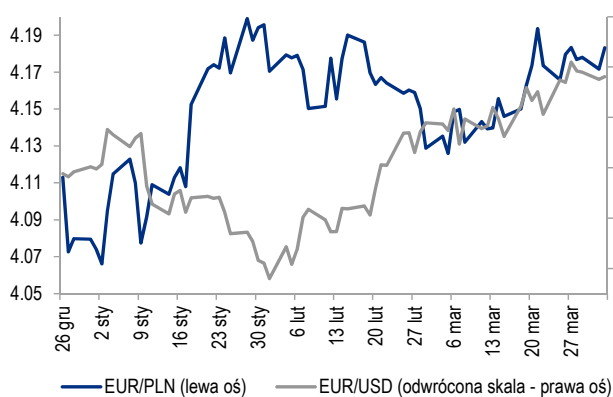
Źródło: Ministerstwo Finansów, prognoza Citi Handlowy.

Tabela 3. Zapadalności vs. szacowane emisje długu skarbowego

	kwiecień	II kw.	I kw.
Zapadalności (mld zł)	16	20,8	16,1
Kupon (mld zł)	6,1	6,1	4,6
Oczekiwana / zrealizowana emisja (mld zł)	7-15	25-35 + aukcja zamiany	49,1 (w tym 8,4 bony skarbowe)
Emisja netto (mld zł)	-15 to -7	-2 to 8	23,6

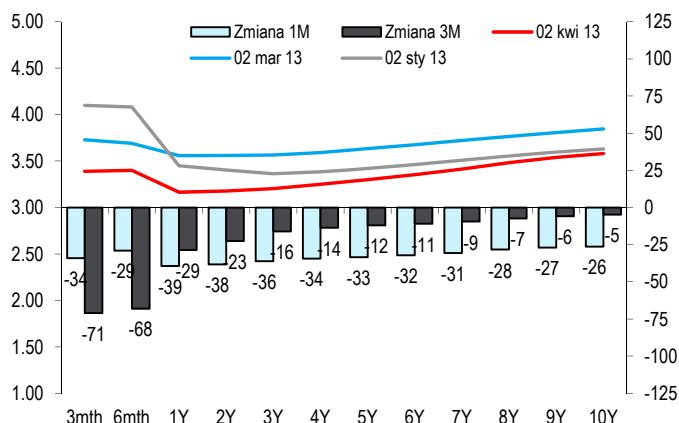
Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 12. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



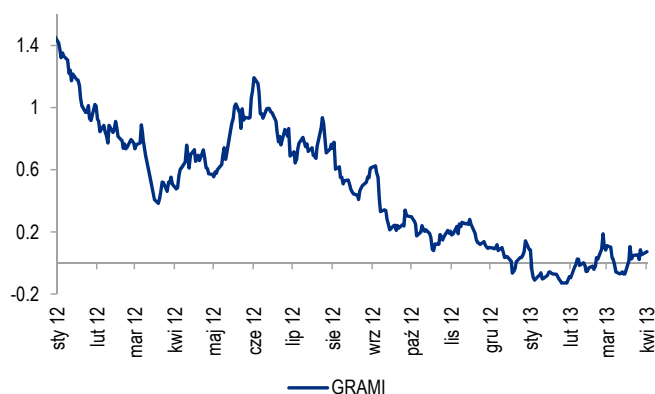
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Krzywa swap



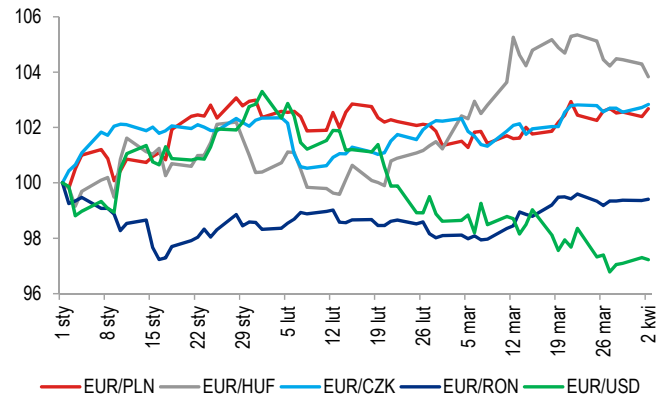
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



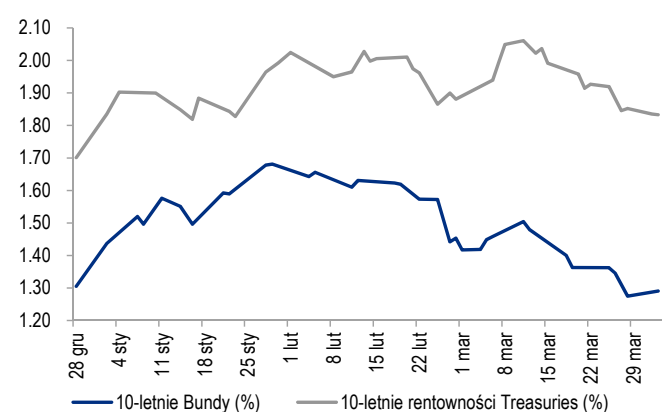
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 13. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



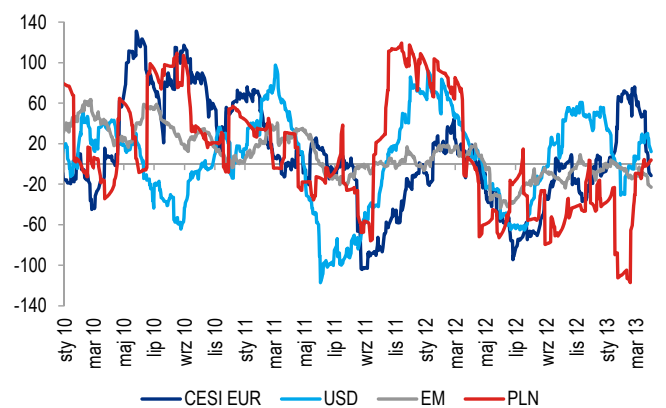
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. 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	490	509	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,208	14,358
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	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.8	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.5	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	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	4.40	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.29	3.05
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.21	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.96
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	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
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	-26.0
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	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	36.3	35.5	35.3

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

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 jakiejkolwiek 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.