

CitiWeekly

Wydłużenie okresu stabilnych stóp w forward guidance RPP

- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu RPP zgodnie z oczekiwaniami pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. To co zaskoczyło przynajmniej część uczestników rynku to zmiana w komunikacie dotycząca tzw. „forward guidance”, a mianowicie wydłużenie zapowiedzianego okresu stabilizacji stóp procentowych co najmniej do końca III kwartału zamiast wskazywanego w poprzednich komunikatach końca II kwartału. Ponadto NBP opublikował nowe projekcje, które zostały wyraźnie zrewidowane w górę w przypadku PKB oraz w dół w przypadku inflacji.
- Biorąc pod uwagę naszą obniżoną niedawno prognozę inflacji oraz zmianę tonu komunikatu RPP zdecydowaliśmy się przesunąć oczekiwany przez nas moment pierwszej podwyżki stóp na początek 2015 r. Jednak w dalszym ciągu widzimy ryzyko, że do podwyżki może dojść wcześniej, szczególnie w przypadku realizacji scenariusza wyższej inflacji niż zakłada NBP. Rynek wycenia obecnie jednak jeszcze późniejsze rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.
- W tym tygodniu poznamy dane o inflacji, które naszym zdaniem potwierdzą utrzymanie się wzrostu cen konsumpcyjnych na bardzo niskim poziomie. Oczekujemy minimalnego wzrostu inflacji do 0,8% r/r z 0,7% w styczniu.
- EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie wbrew oczekiwaniom Citi i zapewne część rynku. Jednak biorąc pod uwagę bardzo niskie prognozy dla inflacji w strefie euro ekonomiści Citi wciąż oczekują jeszcze jednej obniżki stóp w II kwartale, a najprawdopodobniej w kwietniu.
- Dane o zatrudnieniu w USA były lepsze od oczekiwań, choć w centrum zainteresowania w minionym tygodniu pozostawała sytuacja na Ukrainie, która będzie ważna także w najbliższym czasie. Na koniec tygodnia zaplanowano referendum w sprawie przystąpienia Krymu do Rosji, które jest uznane za nielegalne przez władze w Kijowie.

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

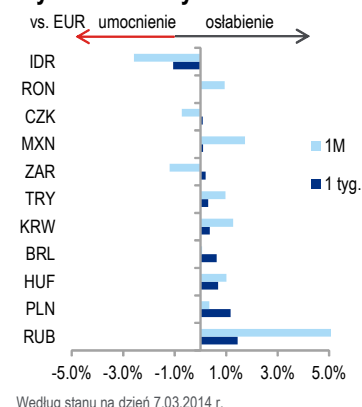


Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,20	3,04	5,25	1,38	2,50	0,10	2,70	4,60	1,65	2,80
II KW 15	4,23	3,02	5,29	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,40

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.1.2014 r.

Tabela 2. NBP wyraźnie zrewidował prognozę PKB w górę, a inflacji w dół

	Inflacja (% r/r)			PKB (% r/r)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
lipiec 2013	1,2	1,5	-	2,4	3,0	-
listopad 2013	1,7	1,9	-	3,0	3,3	-
marzec 2014	1,1	1,8	2,5	3,6	3,7	3,5

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
10 mar PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
11 mar WTOREK							
	EMU	Spotkanie Ecofinu					
08:00	DE	Eksport	% m/m	I		1.4	-0.9
15:00	US	Zapasy hurtowe		I		0.4	0.3
12 mar ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	0,5		-0.7
13 mar CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	330	323
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	0,3	0.3	-0.4
14 mar PIĄTEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	III	0,8	0.8	0.7
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	III	5,4	5.4	5,5
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	% m/m	III	80,5	82.0	81.6

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja

Według naszych szacunków inflacja w lutym wzrosła jedynie nieznacznie do 0,8% r/r z 0,7% r/r w styczniu. Niski odczyt inflacji wynikał naszym zdaniem w dużej mierze z niższej niż zwykle w tym okresie dynamiki cen żywności, a zwłaszcza cen mięsa. To jednak powinno być częściowo zniwelowane w kolejnym miesiącu przez opóźniony efekt podwyżki akcyzy na wyroby spirytusowe. Dostrzegamy jednak ryzyko w dół dla naszej prognozy biorąc pod uwagę, że dane za luty będą oparte o nowy zestaw wag. W minionych latach zmiana wagi w koszyku inflacyjnym – odzwierciedlając zmiany wzorców zachowania w konsumpcji – były powiązane z rewizją styczniowych danych w dół, prowadząc tym samym do obniżenia punktu startowego dla inflacji w kolejnych miesiącach.

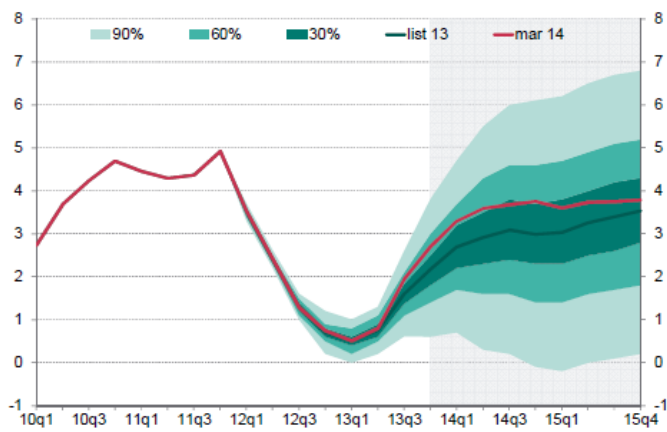
Miniony tydzień

RPP

Na marcowym posiedzeniu RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian i ogłosiła, że pozostaną one bez zmian przynajmniej do końca III kw. 2014 r. RPP stwierdziła, że oczekuje dalszego stopniowego przyspieszenia gospodarki przy ograniczonej presji inflacyjnej. Zostało to odzwierciedlone w nowych projekcjach NBP, które pokazały wyższą niż w marcu ścieżkę PKB oraz niższą ścieżkę inflacji. RPP powiedziała również,

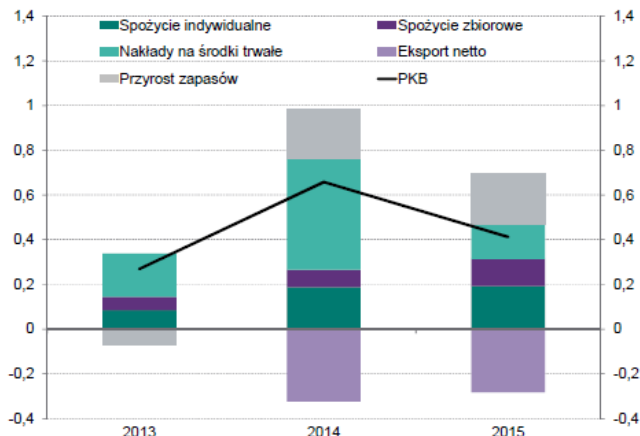
że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca III kwartału tego roku wobec wcześniej wskazywanego końca I połowy roku.

Wykres 2. Projekcja PKB banku centralnego



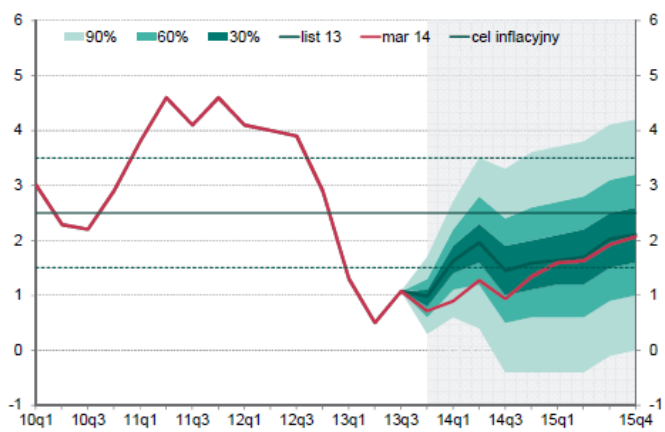
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 3. Dekompozycja zmiany projekcji PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.).



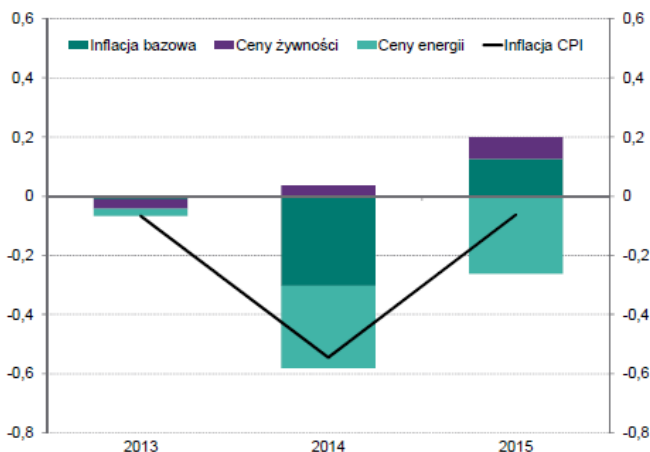
Źródło: NBP, Citi Handlowy..

Wykres 4. Projekcja inflacji banku centralnego



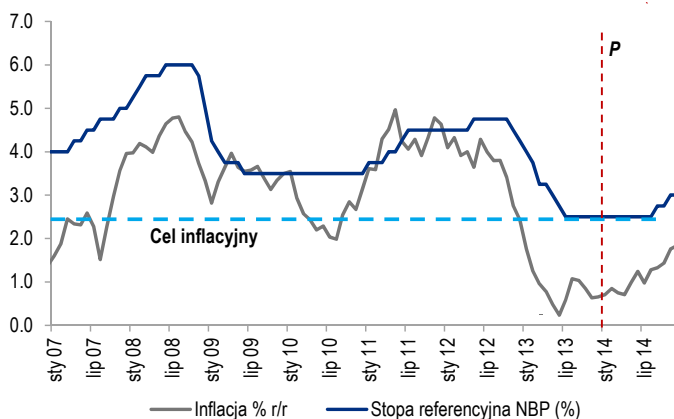
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 5. Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.).



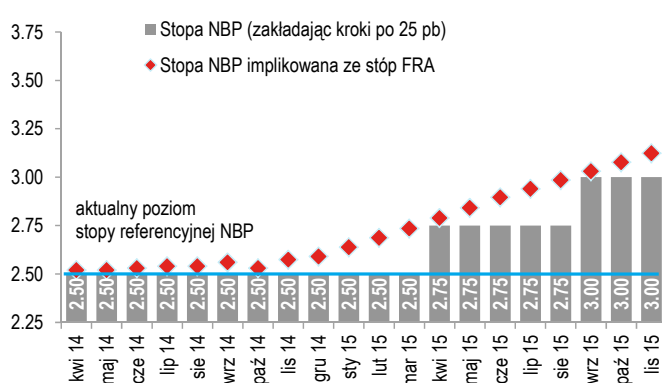
Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Prognoza inflacji i stóp procentowych



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

Wykres 7. Implikowana ze stawek FRA stopa banku centralnego



Źródło: Reuters, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wydłużenie okresu obowiązywania rekordowo niskich stóp było dla nas pewną niespodzianką i prawdopodobnie dla większości uczestników rynku. Naszym zdaniem taka decyzja może być ryzykowna biorąc pod uwagę mieszany wydźwięk projekcji PKB i inflacji. Po pierwsze projekcja NBP dotycząca PKB pokazuje wyższy od naszego szacunku (3,4% r/r) wzrost PKB w 2014 r. i jednocześnie istotnie wyższy od konsensusu rynkowego (2,9%). Biorąc pod uwagę stosunkowo dużą skuteczność modeli NBP w prognozowaniu PKB sądzimy, że projekcje dotyczące wzrostu mogą całkiem dobrze obrazować dalszy rozwój aktywności gospodarczej. Jednak z drugiej strony inflacja jest bardzo niska i choć nasze prognozy również wskazują, że utrzyma się ona poniżej celu inflacyjnego w tym roku dostrzegamy ryzyko w górę (większe niż w przypadku PKB). Zmienne ceny żywności stanowią ok. 25% koszyka inflacyjnego, a słabe zbiory w tym roku (lub znaczne osłabienie waluty) mogą istotnie zmienić ścieżkę inflacji. Pozostawienie stóp bez zmian mogłoby postawić RPP w niekomfortowej sytuacji szczególnie przy wzroście gospodarczym powyżej 3,5% i wzroście inflacji w pobliżu celu NBP w II połowie tego roku.

Sądzimy, że wydłużenie perspektywy stabilnych stóp procentowych może mocno ograniczyć możliwości polityki pieniężnej w fazie ożywienia koniunktury. W związku z niedawną rewizją w dół prognoz inflacji oraz zmianą retoryki RPP i wydłużenia sygnalizowanego okresu utrzymania stóp procentowych bez zmian zmieniliśmy nasz scenariusz bazowy dotyczący stóp procentowych. Naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp zostanie odłożona do stycznia 2015 r. (wobec wcześniejszych oczekiwań zakładających podwyżkę we wrześniu/październiku). Jednocześnie jednak w przypadku realizacji pozytywnego scenariusza dla wzrostu i negatywnego dla inflacji jest możliwa wcześniejsza podwyżka stóp w IV kw. tego roku.

EBC

EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (główna stopa 0,5%). EBC powtórzył forward guidance sygnalizujące utrzymanie niskich stóp przez długi czas. Mimo publikacji 3-letniej prognozy pokazującej inflację poniżej celu inflacyjnego wydaje się, że EBC chciałby pozostawić sobie amunicję, którą mógłby wykorzystać w przypadku nieoczekiwanego pogorszenia sytuacji gospodarczej lub wzrostu stóp rynku pieniężnego. Zdaniem ekonomistów Citi EBC obniży stopy procentowe w II kwartale, prawdopodobnie w kwietniu, a stopa depozytowa zostanie obniżona do -10 pb.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	561
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,631	1,712
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,399	14,569
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	12.4	12.5	13.4	13.4	12.5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.2	-5.0	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.1	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.2	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.9	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.0	6.7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.5
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.41	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.09
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.33
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.22
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-7.8	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.6	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	205.3	233.4
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	202.7	231.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.6	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-22.1	-27.9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	86.8
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.2	5.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.4	46.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.2	28.7

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