

CitiWeekly

EBC jednomyślne ale nie skore do działania

- Publikowane w minionym tygodniu dane o indeksie aktywności w przemyśle za marzec okazały się słabsze od oczekiwań, jednak nie na tyle, żeby zmienić nasze prognozy ożywienia gospodarczego w kraju (3,4% r/r). Dane te nie wpływają też na perspektywę polityki pieniężnej.
- Na śródownym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian. Spodziewamy się również utrzymania komunikatu po kwietniowym posiedzeniu w podobnym tonie jak w marcu, choć możliwe są kolejne komentarze członków RPP sygnalizujące, że stopy procentowe nie zmienią się do końca 2014 r.
- Wsparciem dla scenariusza stabilizacji stóp w Polsce jest łagodzenie tonu komentarzy przez EBC. W kwietniu Europejski Bank Centralny nie zdecydował się co prawda na obniżkę stóp procentowych, ale wyraźnie zmienił ton na bardziej gołąbi. W szczególności zasygnalizowano jednomyślne stanowisko EBC dotyczące dopuszczenia niestandardowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej, o ile było to konieczne aby sprowadzić inflację w stronę celu. Według analityków Citi EBC zdecyduje się na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych w czerwcu, a wprowadzenie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej wymagałoby realizacji scenariusza utrzymania inflacji na niskim poziomie przez dłuższy czas.
- Plan podaży obligacji na II kwartał zakłada emisję na rynku krajowym na poziomie 20-30 mld zł. Oznacza to, że w przypadku dobrej sprzedaży resort finansów może sfinalizować finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych już w połowie roku. Powinno to pozwolić elastycznie dostosowywać podaż w II połowie roku i ograniczać wzrost rentowności.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

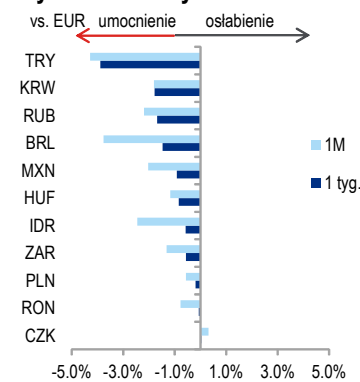
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



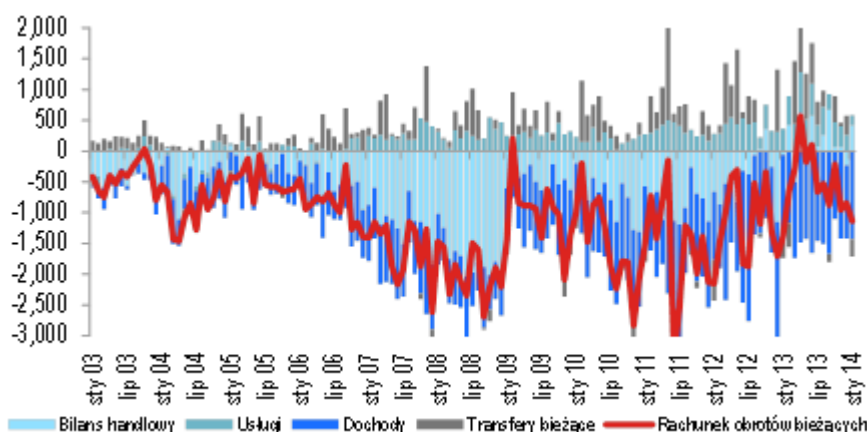
Według stanu na dzień 28.03.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,24	3,05	5,17	1,39	2,50	0,10	2,70	4,40	1,65	2,85
II KW 15	4,20	3,00	5,19	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 26.3.2014 r.

Wykres 1. Rachunek obrotów bieżących i jego składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy

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
7 kwi PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	0,4	0,3	0,8
9 kwi ŚRODA							
08:00	DE	Eksport	% m/m	II		-0,5	2,2
	PL	Decyzja RPP	%	IV	2,5	2,5	2,5
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	II		0,5	0,7
10 kwi CZWARTEK							
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	IV	0,5	0,5	0,5
14:30	USA	Ceny importu	% m/m	III	0,2	0,2	0,9
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	315	320	326
11 kwi PIĄTEK							
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	II	-580	-533	-1135
14:00	PL	Eksport	mln EUR	II	13362	13462	13503
14:00	PL	Import	mln EUR	II	12697	13025	13084
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	IV	81,0	79,6	80

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

Zapowiedź tygodnia

Nie oczekujemy istotnych zmian w komunikacji RPP

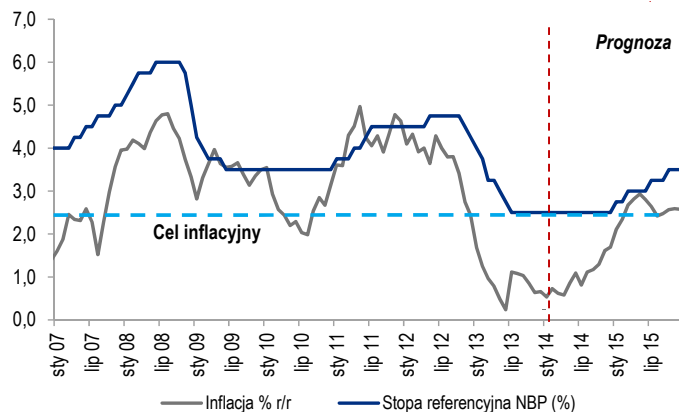
Naszym zdaniem na kwietniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W marcu Rada wydłużyła deklarowany okres stabilnych stóp przynajmniej do końca III kwartału i zasygnalizowała, że do podwyżek może dojść dopiero w 2015 roku. Biorąc pod uwagę ten już stosunkowo gołębi ton komentarzy RPP nie spodziewamy się znaczących zmian w oficjalnym komunikacie Rady w tym miesiącu. Niepewność dotycząca wpływu sytuacji na Ukrainie na Polską gospodarkę oraz oczekiwania co do zmian w polityce pieniężnej USA najprawdopodobniej sprawią, że RPP pozostanie przy swoim podejściu wyczekiwania na dalszy rozwój wydarzeń. Bardziej prawdopodobne wydają nam się kolejne „gołębie” komentarze ze strony poszczególnych członków RPP (sugerujące pozostawienie stóp procentowych na niskim poziomie na dłużej), niż istotna zmiana w oficjalnym komunikacie całej Rady.

Mniejszy deficyt w obrotach bieżących w lutym

Deficyt obrotów bieżących najprawdopodobniej zmniejszył się w lutym do 580 mln € z ok 1,1 mld € w styczniu, głównie za sprawą sezonowego spadku deficytu na rachunku dochodów i poprawy bilansu handlowego. Według naszych szacunków nadwyżka w handlu zagranicznym zwiększyła się w lutym do 0,67 mld € z ok. 0,4 mld € w styczniu, przy niewielkim spowolnieniu wzrostu eksportu (do 8,2% r/r z 10,6%) i przy niemal

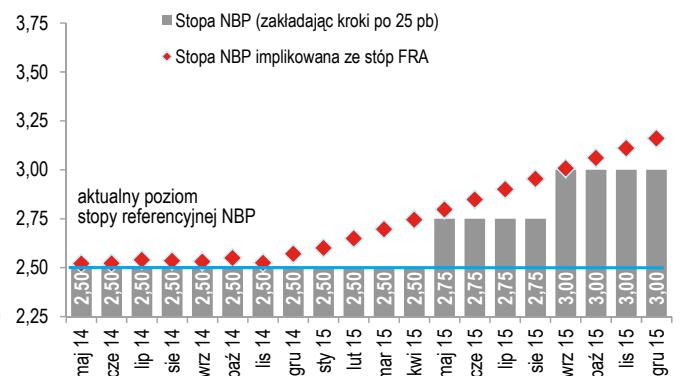
niezmienionym tempie wzrostu importu (ok. 6,5% r/r). Spodziewamy się także poprawy na rachunku dochodów do -1,1 mld € z ok -1,4 mld € w styczniu oraz niewielkich zmian na rachunku transferów. Naszym zdaniem skumulowany dwunastomiesięczny deficyt obrotów bieżących pozostał blisko historycznie niskich poziomów ok. 1,5% PKB i był w całości finansowany przez napływ środków z UE. To z kolei powinno ograniczać wrażliwość złotego na wahania nastrojów na rynkach międzynarodowych.

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych Citi



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Implikowana ze stawek FRA stopa referencyjna NBP



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

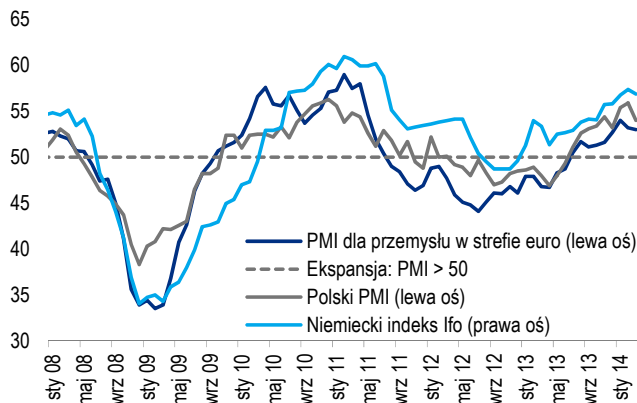
PMI poniżej prognoz za sprawą Ukrainy, ale aktywność wciąż wysoka

Indeksy aktywności PMI za marzec zanotowały spadki w całym regionie analogicznie do zachowania indeksów dla strefy euro i Niemiec. PMI dla Polski spadł do 54 pkt z 55,9 pkt w lutym i był niższy od naszej i tak relatywnie ostrożnej prognozy 54,6 (dla porównania oczekiwania rynkowe: 55,2 pkt.). Spadek wynikał głównie z powodu słabszego zachowania zamówień eksportowych, co częściowo było związane z sytuacją na Ukrainie. Indeks zamówień krajowych pozostał na wysokim poziomie sygnalizując mocny wzrost, podobnie jak indeks zatrudnienia. Dane o PMI nie zmieniają istotnie naszej prognozy wzrostu PKB w tym roku na poziomie 3,4% r/r. Jednocześnie nie wpływają też istotnie na średnioterminowe perspektywy polityki pieniężnej.

Dług general government w 2013 r. bliski oczekiwań

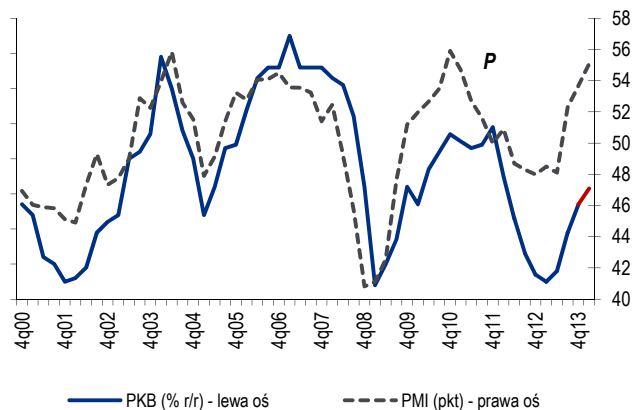
Według danych opublikowanych w minionym tygodniu przez resort finansów dług sektora rządowego i samorządowego (*general government*) na koniec ubiegłego roku wyniósł 57,1% i był minimalnie wyższy niż zakładaliśmy (nasz szacunek 57%). Z drugiej strony dług publiczny według krajowej metodologii wzrósł do 53,9% PKB z 52,7% w 2012 r. i był niższy od naszej prognozy na poziomie 54,4 pkt. Powyższe dane sugerują, że deficyt *general government* za 2013 r. był niższy od prognoz MF (ok. 4,8%) i prawdopodobnie był bliższy naszej prognozie (4,2%). Wciąż oczekujemy, że po zmianach w systemie emerytalnym wskaźniki długu sektora rządowego i samorządowego oraz długu publicznego względem PKB obniżą się o ok. 8-9 pkt proc.

Wykres 2. PMI w Polsce i strefie euro



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 3. PMI vs. PKB W pOLSCE



Źródło: GUS, Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

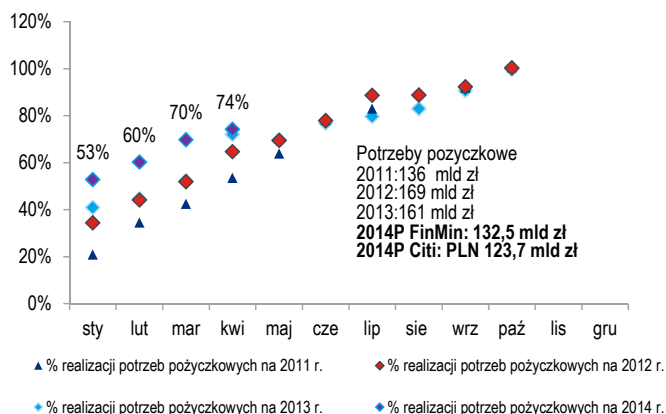
Ministerstwo Finansów może skończyć finansowanie potrzeb po II kw.

Naszym zdaniem na koniec II kwartału resort finansów będzie bliski sfinalizowania 100% planu potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok. Po I kwartale Ministerstwo Finansów zrealizowało już ponad 70% spośród 132,5 mld zł potrzeb pożyczkowych zaplanowanych na ten rok. Jeśli warunki rynkowe będą sprzyjać emisji, a wspierać je może niska inflacja i gołębia retoryka RPP, to MF powinno być w stanie wyemitować w II kwartale obligacje o wartości 30 mld zł i tym samym zrealizować ok. 93% całorocznych potrzeb. Jednocześnie jednak zakładamy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe mogą być niższe od szacunków rządu o ok. 8 mld zł, co może w praktyce umożliwić zakończenie finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych już w połowie roku. Jeżeli te oczekiwania okażą się słuszne, w II połowie roku resort finansów powinien móc zmniejszyć podaż obligacji i zacząć prefinansować przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe elastycznie dostosowując podaż w zależności od sytuacji rynkowej. Biorąc to pod uwagę, choć spodziewamy się wzrostu rentowności w dalszej części roku, uważamy również, że wzrost ten powinien być umiarkowany.

Popyt inwestorów na krajowe obligacje wciąż dosyć duży

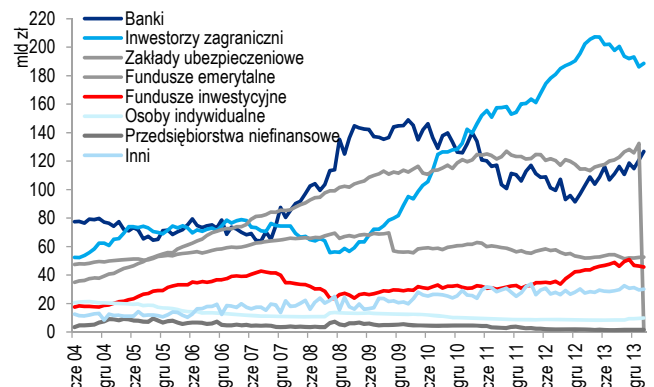
Popyt na krajowy dług ze strony inwestorów zagranicznych jest wciąż stosunkowo wysoki mimo zmian w systemie emerytalnym. Według oficjalnych statystyk Ministerstwa Finansów w lutym, miesiącu w którym doszło do transferu aktywów OFE do ZUS, inwestorzy zagraniczni kupili netto 2,4 mld zł obligacji krajowych. Wśród inwestorów zagranicznych nabywcami były podmioty z sektora finansowego niebankowego (3,9 mld zł), natomiast zagraniczne banki sprzedawały obligacje (netto -1,5 mld zł). Jednocześnie krajowe banki zwiększyły stan posiadania obligacji krajowych o ok. 6 mld zł, podczas gdy w przypadku OFE wartość krajowych obligacji w portfelach zmniejszyła się o 133 mld zł do 2,7 mld zł. Udział inwestorów zagranicznych w krajowym rynku obligacji wzrósł w lutym do 41,2% z 32,2% po styczniu. Według Departamentu Długu Publicznego w marcu (gdy wagi Polski w międzynarodowych indeksach obligacji zmniejszyły się) inwestorzy zagraniczni zredukowali swoje portfele w niewielkim stopniu, co było zgodne z naszymi przewidywaniami.

Wykres 2. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Reuters, Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 3. Portfele krajowych obligacji skarbowych wg typu inwestora



Źródło: , Citi Handlowy.

EBC łagodzi ton... obniżka stóp możliwa w czerwcu

Na kwietniowym posiedzeniu EBC złagodził ton komunikatu oraz wypowiedzi prezesa banku. Rada EBC pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie zgodnie z oczekiwaniami większości uczestników rynku. Jednak komunikat zawierał dodatkowe sformułowania mówiące o tym, że Rada EBC będzie bardzo uważnie monitorować rozwój sytuacji gospodarczej i nie wyklucza dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Dodatkowo Rada EBC jednomyślnie poparła możliwość wprowadzenia niekonwencjonalnych instrumentów łagodzenia polityki pieniężnej w ramach realizacji swojego mandatu (tj. w celu uniknięcia utrzymywania się zbyt niskiej inflacji przez zbyt długi okres). W trakcie posiedzenia EBC omawiana była możliwość zastosowania ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Ton komunikatu EBC i wypowiedzi prezesa Mario Draghiego negatywnie wpłynęły na euro. Ekonomści Citi podtrzymują swoje oczekiwania, że EBC zdecyduje się na kolejną obniżkę stóp procentowych i najprawdopodobniej nastąpi to w czerwcu. Jednocześnie jednak analitycy Citi zakładają, że poprzeczka do rozpoczęcia programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro jest założona stosunkowo wysoko.

Bez pozytywnej niespodzianki w danych o zatrudnieniu w USA

Powszechnie wyczekiwane dane z amerykańskiego rynku pracy rozczarowały. W marcu liczba miejsc pracy w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych wzrosła o 192 tys. osób, a więc nieco mniej niż 200 tys. oczekiwane przez rynek. Jednocześnie lutowe dane zostały zrewidowane w górę do 197 tys. (z 175 tys.).

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 353
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	12,4
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	-4,9	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	4,3	5,9
Import (% r/r)	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,5	-1,8	0,7	6,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,0
Płace 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	2,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,52	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80
Rentowność obligacji 10-letnich	5,93	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,65
USD/PLN (Koniec okresu)	2,45	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,10
USD/PLN (Średnia)	2,76	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,34
EUR/PLN (Średnia)	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,25
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	206,0	233,2
Import	162,4	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	203,4	231,1
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	-22,2	-27,8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18,0	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	0,4	4,0
Rezerwy międzynarodowe	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	86,2
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	28,4

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.