

CitiWeekly

W oczekiwaniu na RPP i EBC

- Dwa najważniejsze wydarzenia zaplanowane na bieżący tydzień to – przynajmniej z punktu widzenia polskich inwestorów – środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej oraz czwartkowa decyzja Europejskiego Banku Centralnego.
- RPP zapewne pozostawi stopy procentowe bez zmian, ale uwaga rynków będzie koncentrować się na tonie komentarza Rady, szczególnie w kontekście bardzo niskiej inflacji. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że RPP wydłuży deklarowany okres stabilnych stóp (*'forward guidance'*) dopiero w lipcu, choć istnieje pewne ryzyko, że może do tego dojść już w tym tygodniu.
- Z kolei EBC prawdopodobnie obniży stopy procentowe o około 15pb, dzięki czemu stopa depozytowa spadnie poniżej zera. Zdaniem ekonomistów Citi taka decyzja doprowadzi do tylko niewielkiej redukcji stóp rynku międzybankowego, spadku rentowności oraz spreadów kredytowych oraz do osłabienia euro.
- Spośród danych opublikowanych w minionym tygodniu na uwagę zwracają informacje o wzroście PKB w I kwartale, który został zrewidowany w górę do 3,4% r/r. Ponadto, ożywienie wynika z wyraźnego przyspieszenia popytu krajowego, w tym ponad 10% r/r wzrostu inwestycji oraz 2,6% wzrostu konsumpcji indywidualnej.
- Dane dotyczące II kwartału są już mniej jednoznaczne – wskaźnik PMI w przetwórstwie spadł do 50,8 punktu, podczas gdy sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu nominalnym o 8,4% r/r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

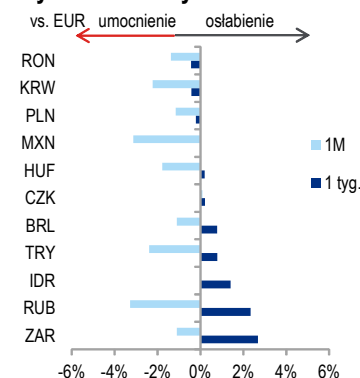
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



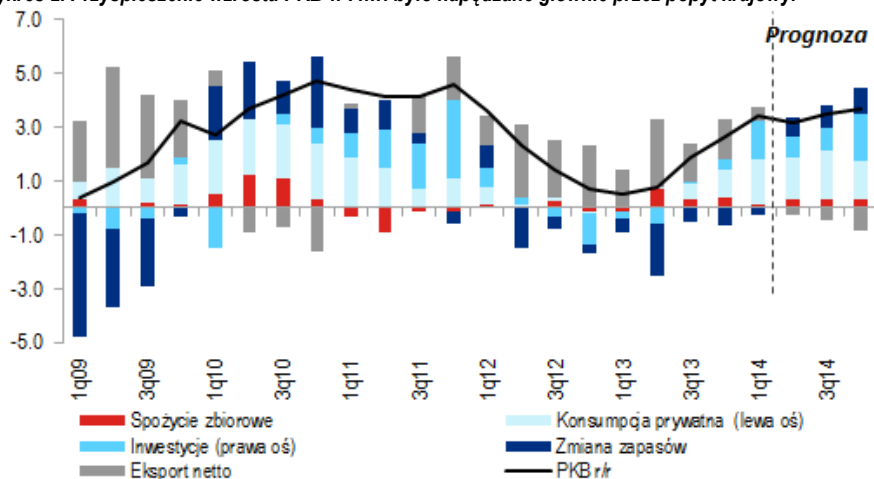
Według stanu na dzień 30.05.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,24	3,07	5,30	1,38	2,50	0,10	2,72	4,05	1,60	2,95
III KW 15	4,15	3,01	5,19	1,38	3,00	0,10	3,25	4,75	1,80	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.5.2014 r.

Wykres 2. Przyspieszenie wzrostu PKB w I kw. było napędzane głównie przez popyt krajowy.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 cze PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	VI			52,0
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	VI	52,5	52,5	
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	VI	55,0	55,4	54,9
3 cze WTOREK							
11:00	EMU	HICP	% r/r	V	0,6	0,7	0,7
15:45	USA	Indeks Empire State	pkt	V			50,6
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	IV	0,5	0,0	0,9
4 cze ŚRODA							
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	VI	53,5	53,5	53,1
11:00	EMU	PKB	% r/r	I kw.		0,9	0,5
	PL	Decyzja RPP	%	VI	2,5	2,5	2,5
14:15	USA	Raport ADP	tys.	V		215	220
14:30	USA	Wydajność pracy	%	I kw.	-3,1	2,0	2,3
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	I kw.	5,6	4,5	-0,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VI	55,5	53,5	53,1
20:00	USA	Beżowa księga					
5 cze CZWARTEK							
	CN	PMI dla usług	pkt	VI			51,4
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	IV	4,5		1,4
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	1,7	1,3	1,1
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	VI	0,50	0,50	0,50
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	VI	0,10	0,10	0,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	300	313	300
6 cze PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	2,6		3,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	V	185	215	288
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	V	6,3	6,3	6,3

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

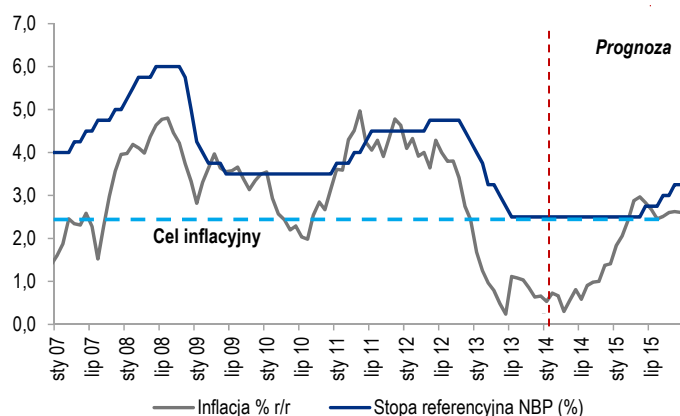
Zapowiedź tygodnia

RPP może wydłużyć forward guidance już w czerwcu

Naszym zdaniem na czerwcowym posiedzeniu RPP pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie i może także zdecydować się na zasygnalizowanie wydłużenie okresu stabilnych stóp w czerwcu lub lipcu. Na poprzedniej konferencji prasowej RPP zasugerowała, że

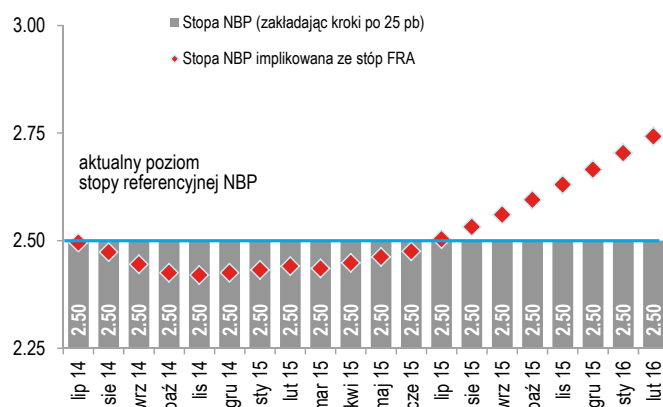
zmieni sygnalizację dotyczącą przyszłego kształtowania się stóp procentowych najprawdopodobniej w lipcu, gdy zostanie opublikowany nowy Raport o inflacji z aktualizacją projekcji NBP. Niemniej znacznie niższa od oczekiwań inflacja za kwiecień mogłaby przyspieszyć taką decyzję, zwłaszcza, że prezes NBP stwierdził już, że dane o CPI oddalają perspektywy podwyżek stóp procentowych. Biorąc pod uwagę te komentarze rynek zaczął nawet częściowo wyceniać obniżkę stóp procentowych. Jednak naszym zdaniem Rada nie zdecyduje się na obniżki stóp w najbliższych miesiącach, tym bardziej że inflacja jest obecnie obniżana przez czynniki podażowe (niskie ceny żywności), na które RPP nie ma wpływu, podczas gdy gospodarka rośnie w tempie powyżej potencjalnego głównie za sprawą silniejszego popytu krajowego.

Wykres 2. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 3. Poziom stopy referencyjnej implikowany ze stawek FRA



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Sądzimy, że łagodzenie polityki pieniężnej w obecnych warunkach miałoby charakter procykliczny. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego i domknięcie luki popytowej oraz wzrost inflacji do celu w II kw. 2015 r. sądzimy, że po długim okresie stabilizacji stóp RPP ostatecznie podwyższy stopy procentowe (w II kwartale przyszłego roku). Ponieważ rynek nie zakłada obecnie podwyżek stóp w przyszłym roku widzimy potencjał do wzrostu stóp FRA.

EBC najprawdopodobniej obniży stopy

Najistotniejszym wydarzeniem bieżącego tygodnia jest czwartkowe posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Oczekujemy, że EBC obniży stopę referencyjną o 15pb do poziomu 0,1% a stopę depozytową poniżej zera. Zdaniem ekonomistów Citi taka decyzja doprowadzi do niewielkiej redukcji stóp rynku międzybankowego, spadku rentowności oraz spreadów kredytowych oraz do osłabienia euro. Z kolei jej wpływ na gospodarkę również będzie ograniczony, gdyż niewielka obniżka stóp raczej nie przyczyni się do nagłego znacznego ożywienia akcji kredytowej. Zdaniem analityków Citi powyższa decyzja mogłaby jednak być interpretowana jako sygnał świadczący o gotowości EBC do dalszych niekonwencjonalnych decyzji banku centralnego w przyszłości, takich jak np. kolejny program LTRO lub program skupu aktywów (np. struktur ABS).

Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna przyspieszyła zgodnie z oczekiwaniami

Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w kwietniu do 8,4% r/r z 3,1% r/r w marcu, co było zbliżone do rynkowych oczekiwań i tylko nieznacznie poniżej naszego szacunku (9,1%). Znaczna poprawa dynamiki sprzedaży w porównaniu z marcem wynikała z efektu przesunięcia Świąt Wielkanocnych w porównaniu do poprzedniego roku (w 2013 r. przypadły one na przełom marca i kwietnia a w tym roku na połowę kwietnia). To doprowadziło do wysokiej bazy w marcu ubiegłego roku i niskiego tempa wzrostu w marcu tego roku oraz skokowego przyspieszenia w kwietniu. „Efekt świąt” był widoczny w danych o sprzedaży żywności (wzrost przyspieszył do 15,9% r/r po spadku o 7,3% w marcu) i w pozostałej sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych (wzrost o 14,4% r/r wobec spadku o 7% w marcu). Wzrost sprzedaży spowolnił w większości pozostałych kategorii. Dane o sprzedaży potwierdziły również pozytywny wpływ stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy na konsumpcję.

Wzrost PKB za I kw. ponownie zaskoczył w górę

Wzrost PKB w I kwartale sięgnął 3,4% r/r wobec 2,7% r/r w IV kwartale. Tym samym GUS zrewidował w górę opublikowany w połowie maja wstępny odczyt PKB za I kw., który wyniósł wówczas 3,3% i był już i tak wyższy od oczekiwań rynkowych. Zgodnie z oczekiwaniami motorem wzrostu gospodarczego był przede wszystkim popyt krajowy, ale jego kontrybucja była większa niż zakładaliśmy zarówno za sprawą konsumpcji prywatnej (przyspieszyła do 2,6% r/r z 2,1% r/r w IV kw) oraz inwestycji (przyspieszyła do 10,7% z 2,0% w IV kw.). Jednocześnie spadek kontrybucji eksportu netto okazał się mniejszy od oczekiwań (do 0,5 pkt proc z 1 pkt proc. w IV kw.).

Dobre dane o PKB za II kw. oraz pewien spadek ryzyka politycznego w regionie po wyborach prezydenckich na Ukrainie zmniejsza ryzyko dla naszego szacunku wzrostu PKB na cały rok na poziomie 3,4% r/r. Według naszych prognoz wzrost PKB może nieznacznie spowolnić w II kwartale, przy dalszym spadku kontrybucji eksportu netto poniżej zera, ale II połowa roku najprawdopodobniej przyniesie dalsze przyspieszenie. Poprawiający się popyt krajowy wspiera scenariusz zacieśnienia polityki pieniężnej w przyszłym roku.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	554
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	14 395
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	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	1.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.8
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	5.0
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	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.15
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.05
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.28
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	231.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-27.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	5.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	87.5
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.3	46.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.5
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.3

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 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.
