

CitiWeekly

RPP obniży stopy, ale jeszcze nie w lutym

- W tym tygodniu RPP podejmie decyzję w sprawie stóp procentowych. Sądzymy, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej, ale najprawdopodobniej nie nastąpi to już w lutym, choć wniosek o cięcie zapewne padnie, a komunikat będzie łagodny. Sądzymy, że Rada zdecyduje się zaczekać z obniżką stóp procentowych do marca, kiedy NBP opublikuje nowy Raport o Inflacji i nowe projekcje inflacji i PKB, który pokaże wydłużony okres deflacji. Umocnienie złotego zwiększa ryzyko, że Rada może zdecydować się na wcześniejszy ruch, ale na odłożenie decyzji może mieć także wpływ chęć lepszej oceny konsekwencji działań SNB i EBC.
- Na Węgrzech w tym tygodniu bank centralny zapewne pozostawi stopy procentowe bez zmian. Z kolei czeski bank centralny może zdecydować się na zasygnalizowanie wydłużenia okresu obowiązywania obecnego reżimu kursowego, polegającego na obronie EUR/CZK przed spadkami.
- Indeksy PMI krajów regionu za styczeń znacząco wzrosły i przekroczyły oczekiwania rynkowe. Dla Polski indeks wzrósł do 55,2 pkt z 52,8 pkt, dla Węgier do 54,2 z 50,9 a dla Czech do 56,1 z 53,3.
- Lepsze od oczekiwań rynkowych okazały się także opublikowane w ubiegłym tygodniu przez GUS dane o sprzedaży detalicznej za grudzień, które pokazały odreagowanie sprzedaży do 1,8% r/r. Z kolei dane o wzroście gospodarczym za 2014 r. były zgodne z oczekiwaniami i pokazały wzrost PKB o 3,3% r/r, co implikuje naszym zdaniem wzrost w IV kw. na poziomie 3,1%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

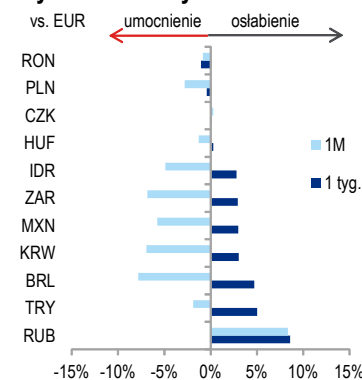
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



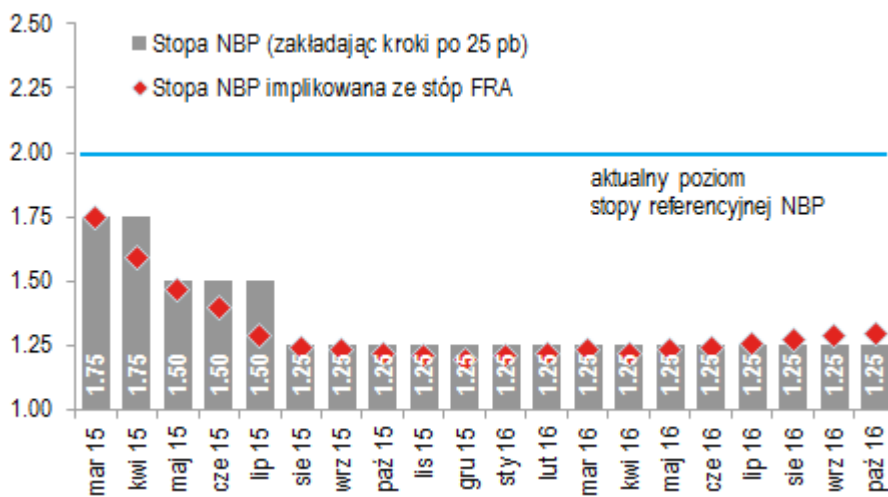
Według stanu na dzień 30.01.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,32	3,79	5,76	1,14	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,16	3,98	5,63	1,05	1,50	0,05	1,72	2,95	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.1.2015 r.

Wykres 2. Sądzymy, że RPP poczeka z obniżką stóp do marca, choć umocnienie złotego zwiększa ryzyko takiej decyzji już w lutym.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Research

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 lut PONIEDZIAŁEK							
02:45	CN	PMI dla przemysłu	pkt	I		50,2	49.6
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	I	53,2	53.0	52.8
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	I		51.0	51.2
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	I	51,0	51.0	50.6
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	I		0.3%	0.4%
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	I			53.9
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I		55.5	55.5
3 lut WTOREK							
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII		0.0	-0.7
4 lut ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	% r/r	I	2.0	2.0	2.0
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	I		52.3	51.6
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII		0.1	0.6
14:15	USA	Raport ADP	tys.	I		215	241
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	I		57.2	56.2
5 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII		1.0	-2.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			265
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XII		-38.7	-39.0
6 lut PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII			-0.1
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I		230.0	252.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	I		5.6	5.6

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

Zapowiedź tygodnia

Posiedzenie RPP

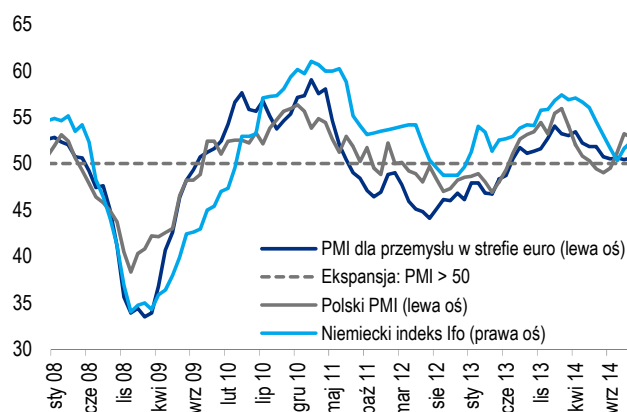
Na najbliższym posiedzeniu RPP najprawdopodobniej pozostawi stopy procentowe bez zmian, choć wniosek o cięcie zapewne padnie. Spodziewamy się również łagodnego komunikatu Rady sugerującego możliwość dodatkowego dostosowania stóp procentowych po publikacji marcowego Raportu o Inflacji zawierającego projekcję makroekonomiczną. Głównym argumentem za cięciami będzie przedłużający się okres deflacji, wychodzący znacznie poza pierwotne oczekiwania RPP (deflacja miała zakończyć się najpierw jesienią 2014 r., potem oczekiwania odsunęły się na II kw. 2015 r., a teraz na miesiące letnie). Niemniej RPP może wciąż chcieć odkładać decyzję o cięciu, głównie ze względu na konieczność

lepszej oceny konsekwencji działań SNB oraz EBC. RPP musi bowiem znaleźć równowagę aby uniknąć nadmiernego umocnienia złotego wobec euro (co zaszkodziłoby eksporterom) oraz dalszego osłabienia wobec franka (co zaszkodziłoby gospodarstwu domowemu zadłużonym w CHF).

Decyzja Banku Narodowego Czech

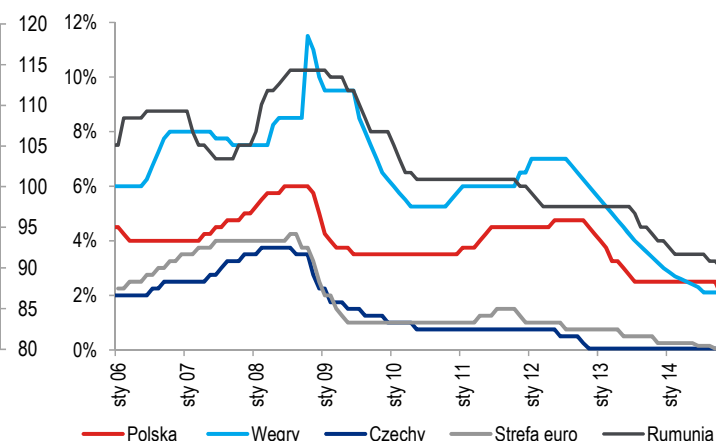
Na lutowym posiedzeniu CNB może zdecydować się na zasygnalizowanie wydłużenia okresu obowiązywania obecnego reżimu kursowego, polegającego na obronie EUR/CZK przed spadkami. Oczekujemy, że CNB zdecyduje się utrzymać swoją politykę kursową aż do IV kw. 2016 r., wobec sygnalizowanego obecnie I kw. 2016 r.. Jednocześnie nie spodziewamy się jednak podniesienia minimalnego limitu kursu EUR/CZK z obecnego poziomu.

Wykres 3. PMI w Polsce i strefie euro oraz niemiecki indeks Ifo



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe w regionie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Węgry - decyzja w sprawie stóp procentowych

Oczekujemy, że na Węgrzech główna stopa procentowa pozostanie na niezmiennym poziomie (2,10%) pomimo dużo niższej od oczekiwań inflacji za grudzień. Najprawdopodobniej ocena perspektyw inflacji będzie odzwierciedlać ryzyko zaskoczenia „w dół”, głównie ze względu na niższe ceny ropy naftowej. Jednak sądzimy, że Narodowy Bank Węgier (NBH) zaczeka przynajmniej na dane o inflacji za styczeń i luty aby ocenić średnioterminowe perspektywy inflacji. Czynnikiem, który może zwiększyć czujność NBH oraz zapewnić dodatkowe argumenty za neutralnym nastawieniem jest zmienność na rynku walutowym wywołana przez decyzję SNB, mimo ograniczenia ekspozycji całej gospodarki na wahania kursu CHF/HUF. Jednak jeśli inflacja za pierwsze dwa miesiące roku pokaże dalsze spowolnienie wzrostu cen bazowych a EUR/HUF ustabilizuje się poniżej 310, wówczas NBH może zdecydować się na dalsze obniżki stóp.

Miniony tydzień

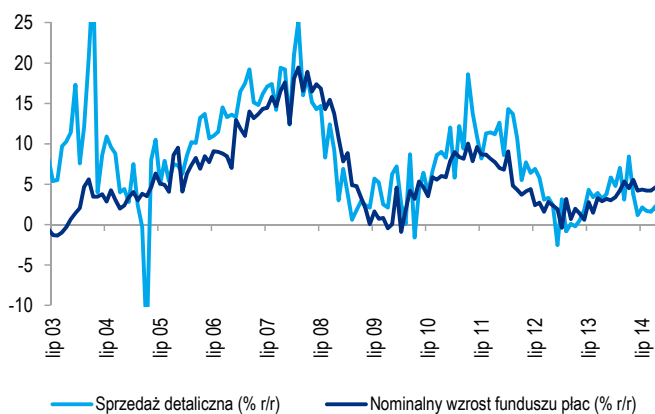
Sprzedaż detaliczna oraz PKB

Grudniowa sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu realnym o 4% r/r, wpisując się w scenariusz przyzwoitego wzrostu konsumpcji. W ujęciu nominalnym sprzedaż zwiększyła się o 1,8% r/r (wobec -0,2% w

listopadzie), co oznacza deflację w cenach sprzedaży o około 2,2% r/r. Biorąc pod uwagę utrzymujący się trend wzrostowy płac, zatrudnienia oraz kredytu, spodziewamy się podtrzymania trendu wzrostowego konsumpcji w 2015 r.

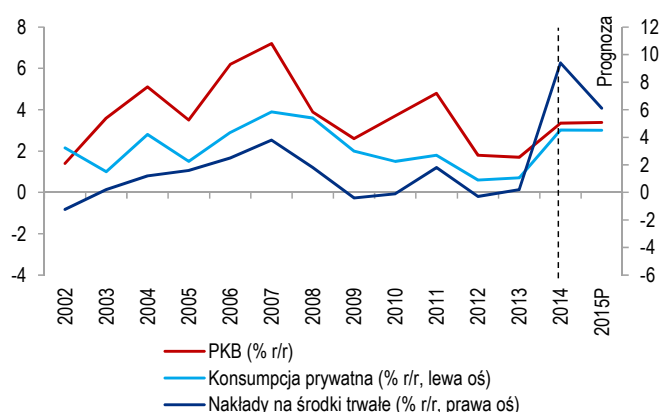
Opublikowane w minionym tygodniu dane o PKB trudno uznać za zaskakujące. Wzrost w całym roku wyniósł 3,3% i choć nie podano na razie wyników za IV kwartał, szacujemy na podstawie dostępnych danych, że wówczas gospodarka wzrosła o około 3,1%. Była to głównie zasługa popytu krajowego, przy konsumpcji zwiększającej się o około 2,9% oraz inwestycjom rosnącym o prawie 9%.

Wykres 5. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Wzrost PKB i główne komponenty



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	477	525	496	526	548	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 790
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	12 175
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12,5	13,4	13,4	11,7	10,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,4
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	3,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,3	4,0
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,8	4,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-1,0	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Plące nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	3,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR1M. (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,63
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,52	3,89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-6,43	-7,50
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,6	-0,7
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	190,6	177,5
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	190,0	178,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,6	8,1
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-15,8	-14,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	-9,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38,3	47,5	48,7	49,2	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4,9	-3,7	-4,0	-2,9	-2,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,0	-1,5	-0,8	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52,5	52,0	53,1	47,0	47,4
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,3

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.