

CitiWeekly

Obniżka w przededniu wzrostu CPI?

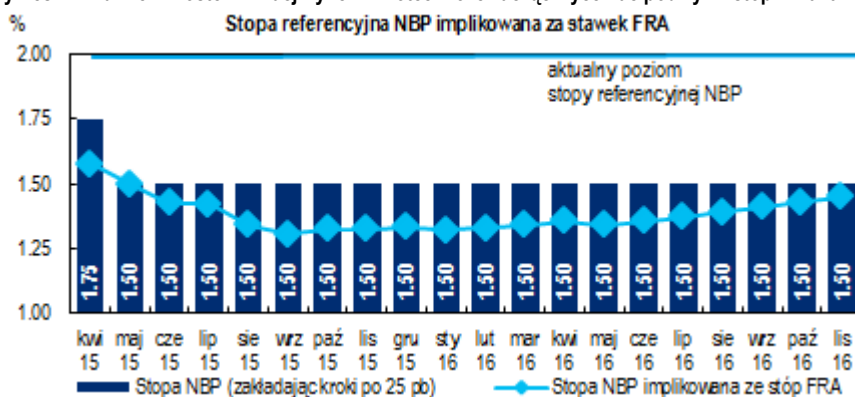
- W najbliższych dniach kluczowym wydarzeniem w kraju będzie zaplanowana na środę decyzja RPP w sprawie stóp procentowych. Spodziewamy się cięcia stopy referencyjnej o 25 pb do poziomu 1,75% oraz komunikatu, który pozostawi otwartą furtkę do dalszych obniżek.
- Chociaż spodziewamy się, że ostatecznie (w II kwartale) stopa referencyjna spadnie o kolejne 25 pb, przestrzeń do poluzowania polityki pieniężnej może się szybko zacząć kurczyć. Jest to związane z przewidywanym przez nas wzrostem wskaźnika CPI. Stabilizacja cen ropy naftowej oraz silne efekty bazy powodują bowiem, że trudno będzie uniknąć szybkiego odbicia inflacji.
- Na posiedzeniu w tym tygodniu EBC formalnie rozpocznie program skupu aktywów. Jednocześnie zostaną opublikowane nowe projekcje EBC, które zdaniem ekonomistów Citi pokażą wyższą ścieżkę wzrostu PKB oraz niższą inflację na 2015 r. Niska ścieżka inflacji prawdopodobnie przyczyni się do uruchomienia kolejnego programu QE także po wrześniu 2016 r.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane o PKB w IV kwartale okazały się nieznacznie wyższe od pierwotnych szacunków. Silny wzrost inwestycji oraz konsumpcji pokazuje, że popyt krajowy jest w wyjątkowo dobrej formie.
- Oczekujemy, że po przejściowym lekkim spowolnieniu na początku roku, polska gospodarka będzie pod koniec 2015 r. rosła w tempie przekraczającym 4%.
- W scenariusz szybkiego wzrostu PKB oraz zmniejszającej się przestrzeni do obniżek stóp procentowych wpisuje się wyższy od oczekiwań indeks PMI za luty, który utrzymał się ponownie powyżej 55 pkt.
- W minionym tygodniu węgierski bank centralny pozostawił stopy procentowe bez zmian (stopa podstawowa: 2,1%). Oficjalny komunikat sugeruje również, że stopy mogą jeszcze spaść i w naszym scenariuszu dostrzegamy przestrzeń dla obniżek łącznie o około 0,5 punktu proc.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,34	3,90	5,79	1,11	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,17	4,26	5,64	0,98	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. 25.2.2015 r.

Wykres 2. Wraz ze wzrostem inflacji rynek wkrótce może zacząć wyceniać podwyżki stóp w 2016 r.



Źródło: NBP, Reuters, Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

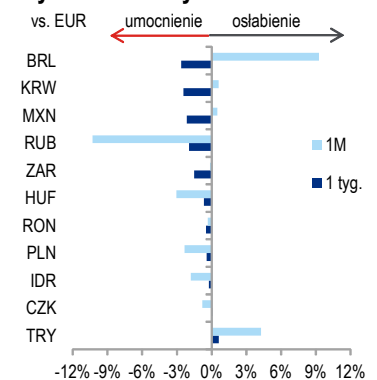
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 27.02.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 mar PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	II	54.0	54.7	55.2
09:55	DE	PMI dla przemysłu	pkt	II	--	50.9	50.9
10:00	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	II	51.1	51.1	51.0
11:00	EMU	Wstępny HICP	% r/r	II	-0.5	-0.5	-0.6
14:30	USA	Dochody osobiste	% m/m	I	--	0.4	0.3
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	I	--	-0.1	-0.3
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	I	--	53.2	53.5
3 mar WTOREK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	--	0,4	0.2
4 mar ŚRODA							
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	II	--	55,5	54.0
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	II	--	53,9	52.7
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	--	1,9	2.8
14:00	PL	Decyzja RPP	%	II	1.75	1.75	2.00
14:15	USA	Raport ADP	tys.	II	--	220	213
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	--	56,5	56.7
20:00	USA	Beżowa księga					
5 mar CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I		-1,0	4,2
12:00	PL	Aukcja odkupu obligacji 500 mln USD					
13:00	EMU	Decyzja Banku Anglii	%	II	0.50	0.50	0.50
13:45	EMU	Decyzja w sprawie stóp EBC	%	II	0.05	0.05	0.05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	--	--	313
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	--	0,3	-3.4
1 sty PIĄTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	--	0,5	0,1
11:00	EMU	PKB	% r/r	IV kw.	--	0,9	0.8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	--	240	257.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	--	5.7	5.7

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

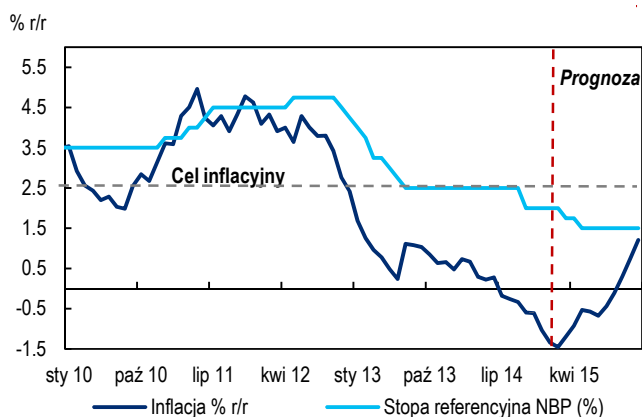
Zapowiedź tygodnia

Decyzja o stopach procentowych

Podczas śródownego posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej obniży stopy procentowe o 0,25 pkt., dzięki czemu stopa referencyjna osiągnie kolejne historyczne minimum (1,75%). Argumenty za obniżką są przede wszystkim związane z przedłużającą się deflacją, tym bardziej, że najnowsza projekcja inflacyjna będzie zawierała niższą ścieżkę CPI. Według naszych szacunków deflacja może potrwać do III kw. 2015 roku, choć będzie to głównie efekt niskich cen paliw oraz żywności. Właśnie z powodu przedłużającej się deflacji część członków Rady może nawet opowiadać się za jeszcze głębszym (niż 0,25 pkt.) cięciem, ale wątpimy aby ten wniosek uzyskał wymaganą większość w Radzie.

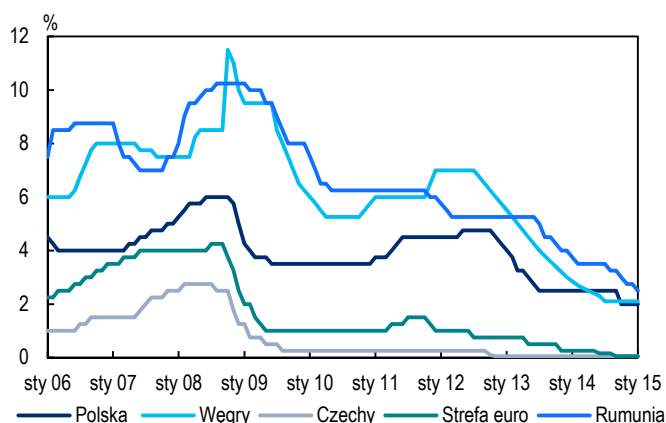
Na szczególną uwagę będą zasługiwać zmiany w komunikacji RPP po ogłoszeniu decyzji. Rada pozostawi sobie otwartą furtkę dla dodatkowego poluzowania polityki pieniężnej, uzależniając je od nowych danych i napływu kapitału do kraju. W naszym scenariuszu zakładamy, że po marcowym posiedzeniu RPP może obniżyć stopy o kolejne 0,25 pkt. proc. (w II kwartale), jednak naszym zdaniem przestrzeń do poluzowania polityki pieniężnej kurczy się. Stabilizacja cen ropy naftowej oraz bardzo silne efekty bazy oznaczają, że inflacja właśnie odnotowuje swoje minimum i w najbliższych miesiącach wejdzie na ścieżkę wzrostową. Oznacza to, że presja na cięcie stóp procentowych, a co za tym idzie również rynkowe oczekiwania dotyczące obniżek, będą słabnąć. Zbliżamy się do momentu, gdy uwaga rynków przesunie się z oczekiwań poluzowania na oczekiwania zacieśnienia polityki pieniężnej, z perspektywą pierwszych podwyżek począwszy od 2016 roku. Taka korekta rynkowych poglądów powinna być również wspierana przez silniejszą od oczekiwań poprawę perspektyw wzrostu w strefie euro. Zdaniem ekonomistów Citi prognoza inflacji i jej odchylenie od celu EBC sugerują potrzebę zapewnienia inwestorów o skuteczności w realizacji celu inflacyjnego, co najprawdopodobniej będzie oznaczać, że potrzebny będzie kolejny program stymulacyjny także po wrześniu 2016 r.

Wykres 3. Oczekujemy, że RPP obniży stopy o 50 pb, a deflacja będzie się zmniejszać



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. W regionie możliwa jest kolejna obniżka stóp na Węgrzech, a EBC rozpocznie w tym tygodniu program skupu aktywów



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

EBC rozpocznie program QE

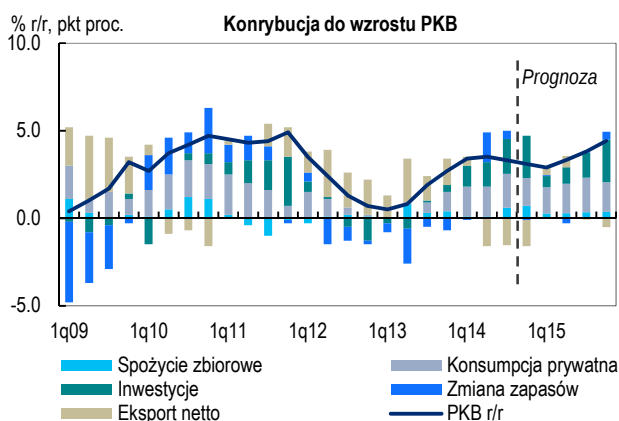
Na posiedzeniu w tym tygodniu EBC formalnie rozpocznie program skupu aktywów. Ponadto ekonomiści Citi spodziewają się, że w nowych projekcjach EBC ścieżka wzrostu PKB zostanie zrewidowana w górę o 0.2 pkt proc do 1,2% e/e za 2015 r. oraz 1,7% na 2016 r. Jednocześnie prognoza inflacji może zostać obniżona o 0,6 pkt proc. na 2015 r. do 0,1% r/r, przy jednoczesnej rewizji w górę prognozy na 2016 r. o 0,1 pkt proc. do 1,4% r/r. Szacowane przez ekonomistów odchylenie inflacji od celu w kolejnych latach sugeruje, że kolejny program stymulacyjny będzie potrzebny także po wrześniu 2016 r.

Miniony tydzień

PMI znów powyżej 55

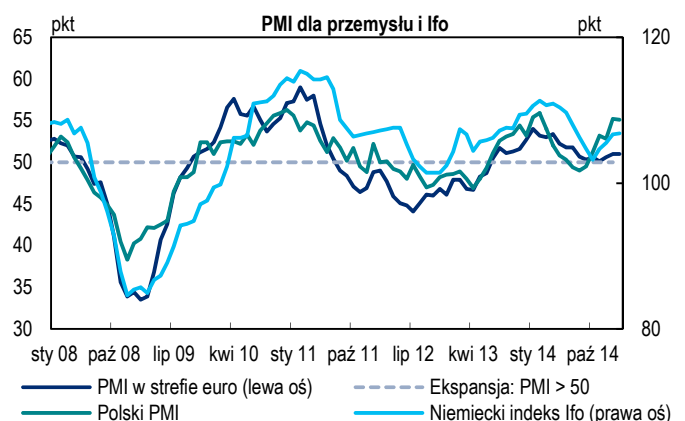
Indeks aktywności w przemyśle obniżył się w lutym jedynie nieznacznie do 55,1 pkt z 55,2 pkt w styczniu. Taki wynik okazał się lepszy zarówno od konsensusu rynkowego na poziomie 54,7 pkt jak i naszego szacunku na poziomie 54 pkt. Dobry wynik PMI był związany z utrzymaniem wysokich wartości indeksów produkcji oraz nowych zamówień. Jednocześnie indeks zatrudnienia zanotował drugi najwyższy odczyt w historii. Wysoki PMI jest zgodny z naszą prognozą wzrostu PKB na rok bieżący na poziomie 3,7% r/r, która jest wyższa od rynkowego konsensusu. Sądzymy, że taki odczyt indeksu aktywności nie powstrzyma RPP przed obniżką stóp procentowych na marcowym posiedzeniu, ale jest kolejnym sygnałem pokazującym, że przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej się zawęża. Oczekujemy, że rynek wkrótce zacznie w większym stopniu wyceniać możliwość podwyżki stóp procentowych już w 2016 r.

Wykres 5. Wzrost PKB w IV kw. okazał się wyższy od wstępnego szacunku



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Wysoki indeks PMI wspiera naszą prognozę wzrostu PKB na ten rok na poziomie 3,7% r/r



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wzrost skorygowany lekko w górę

Najnowsze dane o PKB potwierdzają, że gospodarka jest nadal napędzana przede wszystkim przez silny popyt krajowy. Wzrost w IV kwartale został lekko skorygowany w górę do poziomu 3,1% r/r, co oznacza niewielkie spowolnienie w porównaniu do poprzednich kwartałów. Niemniej w ujęciu

kwartał-do-kwartału gospodarka wzrosła o 0,7% (dane odsezonowane), mniej więcej zgodnie z trendem z poprzednich kwartałów. Pomimo niepewności dotyczącej kryzysu rosyjskiego oraz obaw o spowolnienie w Niemczech (oba czynniki odgrywały pewną rolę w IV kwartale), nakłady inwestycyjne w ostatnim kwartale rosły w imponującym tempie 9% r/r, podczas gdy konsumpcja indywidualna zwiększyła się o 3,1% r/r. Eksport netto odjął półtora punktu z wzrostu w IV kwartale, jednak było to związane z silnym importem – wzorzec danych spójny z ożywieniem popytu krajowego.

Chociaż I kwartał powinien przynieść niewielkie spowolnienie pod wpływem wysokiej bazy z 2014 roku, spodziewamy się ponownego przyspieszenia w najbliższych kwartałach. Mieszanka kilku czynników - poprawiającej się sytuacji na rynku pracy, umiarkowanego wzrostu kredytów, niższych cen paliw oraz przyspieszenia w strefie euro - powinna wspierać ożywienie w kraju. W ciągu ostatnich dwóch miesięcy Citi zrewidowało prognozę wzrostu dla Niemiec aż o 0,8 punktu do poziomu 1,9% r/r, co w naszym scenariuszu powinno wzmacniać dynamikę zamówień eksportowych. Pod wpływem powyższych czynników oczekujemy, że gospodarka w całym 2015 roku wzrośnie o 3,7%, przy czym pod koniec roku wzrost może przekroczyć 4%.

Stopy na Węgrzech bez zmian, na razie

W minionym tygodniu węgierska RPP pozostawiła podstawową stopę procentową bez zmian, ale złagodziła ton swojego komunikatu. W przeciwieństwie do poprzednich miesięcy tym razem bank centralny zasygnalizował, że obecne szoki inflacyjne mogą powodować efekty „drugiej rundy”, a więc mogą prowadzić do utrwalenia się CPI na niskim poziomie. Komunikat sugeruje, że stopy na Węgrzech mogą jeszcze spaść i w naszym scenariuszu dostrzegamy przestrzeń dla obniżek łącznie o około 0,5 punktu proc. Ponieważ jednak węgierska RPP dotychczas cięła stopy w bardzo małych krokach, obniżki i tym razem mogą zostać rozłożone w czasie. W marcu spodziewamy się obniżki o 0,1-0,2 punktu procentowego.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	548	440	446
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 795	1 910
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	11 451	11 596
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.7	10.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.3	3.7	3.7
Inwestycje (% , r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.7	11.6	6.8	7.2
Spożycie ogółem (% , r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	3.0	2.7	3.2
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	3.4	2.7	2.9	0.9	1.0	3.0	3.0	3.2
Eksport (% , r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	4.3	4.6	6.0
Import (% , r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	7.4	4.8	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-1.0	1.2	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.4	2.4
Place nominalne (% , r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.7	3.7	4.8
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.50
WIBOR1M, (% , koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	2.06	1.76	2.98
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	-	-
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.25	4.31
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	4.08	4.28
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.19	4.11
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.26	4.14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-5.9	-7.0	-9.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.1	-1.6	-2.2
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.4	-0.8	-4.1
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	191.1	178.0	175.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	190.7	178.8	179.9
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.6	8.1	8.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-15.5	-14.6	-14.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-9.0	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3	-2.6	-2.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.8	-0.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.4	48.0	48.3

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.