

CitiWeekly

Bez zmian w polityce pieniężnej

- W tym tygodniu uwaga inwestorów będzie się koncentrowała na czwartkowym posiedzeniu EBC oraz środowej decyzji Narodowego Banku Polskiego. W żadnym z przypadków nie spodziewamy się istotnych zmian w polityce monetarnej.
- Rada Polityki Pieniężnej zapewne może się teraz czuć bardziej komfortowo ze swoją deklaracją dotyczącą pozostawienia stóp procentowych bez zmian przez dłuższy czas. Tym bardziej, że wzrost gospodarczy utrzymuje się na wysokim poziomie, a kurs złotego wyhamował trend aprecjacyjny.
- Najnowsze dane o PMI w polskim przemyśle wskazują na dalszy jego wzrost, ale w wolniejszym tempie niż w marcu. Indeks PMI spadł w kwietniu do poziomu 54,0 i był nieznacznie niższy od naszych oraz rynkowych prognoz.
- Ministerstwo Finansów obniżyło podaż obligacji na maj w obliczu osłabienia na rynku długu i zwiększonej zmienności. Zmniejszenie podaży jak również duża wypłata dla inwestorów zagranicznych pod koniec kwietnia mogą wspierać krajowy rynek długu w najbliższym czasie. Jednak w perspektywie kolejnych miesięcy spodziewamy się wyższych rentowności w związku ze wzrostem inflacji, silnym wzrostem PKB oraz rosnącymi oczekiwaniami na podwyżkę stóp w 2016 r. w Polsce oraz pod koniec tego roku w USA.
- W zeszłym tygodniu Fed utrzymał stopy procentowe bez zmian i stwierdził, że obserwowane obecnie osłabienie w amerykańskiej gospodarce jest przejściowe sygnalizując tym samym, że nie będzie czekał z podwyżkami stóp do przyszłego roku. Analitycy Citi wciąż zakładają podwyżki stóp w USA pod koniec roku mimo obniżenia w ostatnim czasie prognozy wzrostu PKB na ten rok do 2,6% r/r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

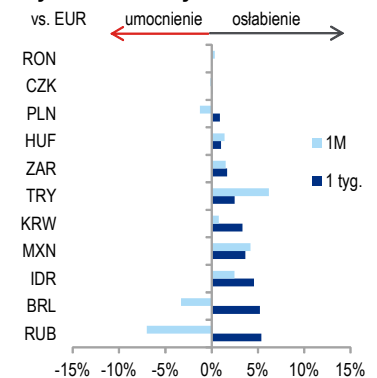
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



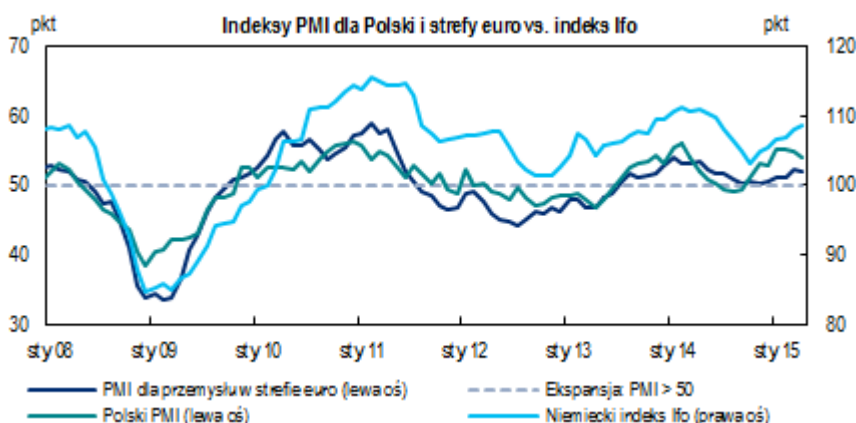
Według stanu na dzień 30.04.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 15	3,93	3,63	5,54	1,08	1,50	0,05	1,65	-0,05	2,05
II KW 16	4,05	4,07	5,89	1,00	1,50	0,05	1,79	0,30	2,55

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 29.4.2015 r.

Wykres 2. PMI obniżył się w kwietniu do 54 pkt z 54,8, ale wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie i sygnalizuje wysoką aktywność gospodarczą.



Źródło: Reuters, 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
4 maj PONIEDZIAŁEK							
14:30	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	III	1,1	2,0	0,2
5 maj WTOREK							
11:00	EMU	Prognozy Komisji Europejskiej					
11:00	EMU	PPI	% r/r	III	-	-	0,5
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	III	-	-	-35,4
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	III	-	-	56,5
6 maj ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	IV	1,50	1,50	1,50
03:45	CN	PMI dla usług	pkt	III	-	-	52,3
09:55	DE	PMI dla usług	pkt	IV	-	-	54,4
10:00	EMU	PMI dla usług	pkt	IV	-	-	53,7
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	-	-	3,0
14:30	USA	Zatrudnienie ADP	tys.	IV	-	-	189,0
7 maj CZWARTEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	III	-	-	-1,3
12:00	PL	Aukcja obligacji: 2-5 mld zł obligacji OK0717, WZ0120, WZ0124					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	262
8 maj PIĄTEK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	-	-	-0,3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	III	-	-	126
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	III	-	5,5	5,5

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

Zapowiedzi tygodnia

RPP

Żaden z analityków ankietowanych przez agencję Bloomberg (wliczając w to nas) nie spodziewa się w przyszłym tygodniu zmiany stóp procentowych w kraju. Podobnie jak w kwietniu uwaga inwestorów będzie skierowana raczej na wydźwięk komentarzy podczas konferencji prasowej prezesa Belki. Nie oczekujemy żadnych istotnych zmian w dotychczasowym przesłaniu i z pewnością nie zakładamy złagodzenia tonu komunikatu. RPP może czuć się nawet nieco bardziej komfortowo, biorąc pod uwagę, że dane o produkcji i sprzedaży za marzec okazały się lepsze od prognoz, a kurs złotego ustabilizował się.

EBC

Zdaniem analityków Citi na strefę euro Europejski Bank Centralny nie zmieni parametrów polityki pieniężnej na majowym posiedzeniu. Ich zdaniem wzrost PKB w strefie euro musiałby osiągnąć poziom ok 3% r/r w okresie 2015-2017 aby w prognozach EBC inflacja zbliżyła się w okolice celu inflacyjnego nieco poniżej 2% do 2017 r. Tymczasem prognoza Citi zakłada wzrost PKB na poziomie 1,5% w 2015 r. oraz 2,1% w 2016 r. Wraz z utrzymaniem inflacji na niskim poziomie przez dłuższy czas ryzyko ograniczenia programu skupu aktywów przed zaplanowanym na wrzesień 2016 r. jego końcem wydaje się niewielkie.

Miniony tydzień

PMI

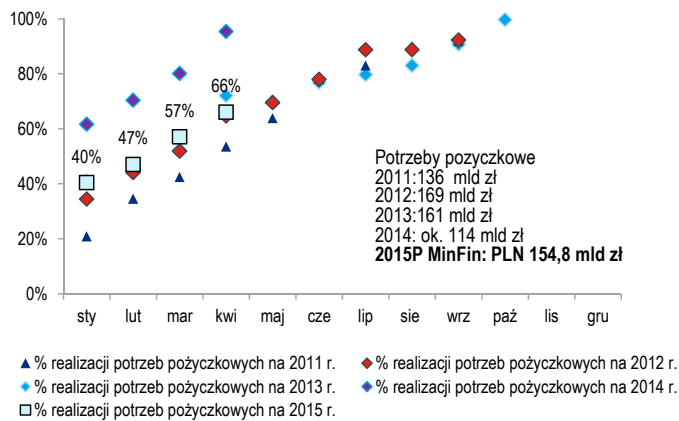
Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w kwietniu do poziomu 54 punktu i był nieznacznie niższy od naszej prognozy na poziomie 54,8 (standardowy błąd za ostatni rok przekraczał 1 punkt). Szczegółowe dane pokazują szybszy wzrost zamówień eksportowych oraz spowolnienie zamówień krajowych. Również zatrudnienie wzrosło w kwietniu 21. raz z rzędu, choć był to nieco wolniejszy wzrost niż przed miesiącem. Dane te nie zmieniają zbyt wiele w naszych dotychczasowych prognozach - oczekujemy wzrostu gospodarczego o 3,5% w I kwartale oraz 3,9% w II kwartale. Wątpimy również aby dzisiejsza publikacja PMI miała jakikolwiek istotny wpływ na decyzje RPP w najbliższych miesiącach.

Lekkie pogorszenie w indeksie PMI jest spójne z tendencjami obserwowanymi w innych krajach regionu oraz w Niemczech. Obliczany przez nas średni ważony indeks PMI dla Europy Środkowej spadł w kwietniu do 53,7 punktu z 55,2 w marcu.

Potrzeby pożyczkowe

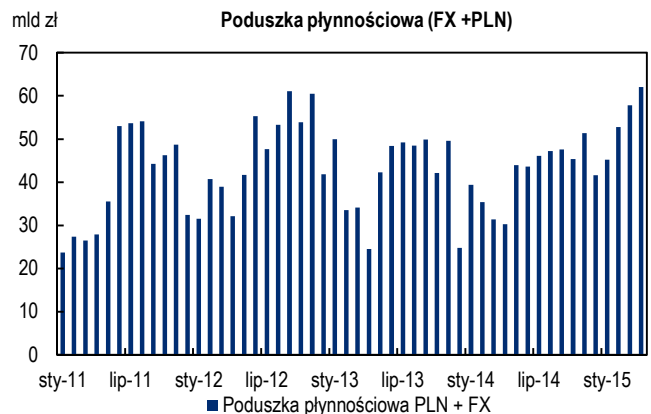
Według informacji z resortu finansów w kwietniu inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie w krajowe obligacje skarbowe, ministerstwo zrealizowało 66% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i zwiększyło poduszkę płynnościową do 62 mld zł. To z kolei pozwoli na ograniczenie podaży obligacji w maju, które według resortu finansów jest związane ze zwiększoną zmiennością na rynku w ostatnim okresie. W rezultacie w maju Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje na kwotę 3-9 mld zł na dwóch przetargach w tym 2-5 mld zł na pierwszym przetargu oraz 0-4 mld zł na drugim, który będzie zależny od sytuacji rynkowej. Naszym zdaniem w przypadku nasilenia się presji na wzrost rentowności, resort finansów będzie sobie mógł pozwolić na pominięcie drugiego przetargu, co powinno nieco wesprzeć rynek długu. Jednocześnie w najbliższych tygodniach ceny obligacji mogą być wsparte przez ewentualny powrót 11,4 mld zł wypłaconych inwestorom zagranicznym pod koniec kwietnia, w związku z zapadalnością obligacji. Jednak w perspektywie kilku kolejnych miesięcy oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności wraz ze wzrostem inflacji, ożywieniem gospodarczym, zbliżaniem się terminu pierwszej podwyżki stóp przez Fed oraz wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce w 2016 r.

Wykres 3. Ministerstwo Finansów zrealizowało już 66% potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wykres 4. Resort finansów utrzymuje wysoką poduszkę płynnościową co pozwala na ograniczenie podaży w okresach zwiększonej zmienności



Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

Wieloletni plan finansowy

Naszym zdaniem założenia makroekonomiczne dotyczące wzrostu PKB i inflacji na lata 2015-2016 w przyjętym w ubiegłym tygodniu przez rząd Wieloletnim Planie Finansowym Państwa na lata 2015-2018 są dosyć realistyczne. Według WFPF wzrost gospodarczy miałby wynieść w tym roku 3,4% r/r, a w przyszłym 3,8% r/r, po czym miałby przyspieszyć do 4% w 2018 r. Ponadto plan zakłada domknięcie się luki popytowej dopiero w 2017 r. w związku z przyspieszeniem potencjalnego tempa wzrostu PKB. Według prognoz rządowych presja na inflację wynikająca z silnego wzrostu gospodarczego będzie ograniczana przez planowane cofnięcie wprowadzonej w 2011 r. 1 pkt proc. podwyżki stawek podatku VAT w 2017 r., co ma pozwolić utrzymać inflację poniżej celu NBP w horyzoncie prognozy. Ponadto rząd zakłada stopniowy spadek deficytu sektora rządowego i samorządowego do 1,2% PKB w 2018 r. Naszym zdaniem prognozy wzrostu PKB na lata 2015-2016 są dosyć realistyczne, choć już na kolejne lata nie są zbyt konserwatywne w odniesieniu zarówno do PKB jak i ścieżki deficytu fiskalnego. Prognozy zawarte w WFPF zostaną najprawdopodobniej użyte przy tworzeniu budżetu na 2016 r. W sytuacji potencjalnego zniesienia procedury nadmiernego deficytu przez Komisję Europejską w połowie czerwca rząd mógłby wykorzystać to jako pretekst do odmrożenia wzrostu płac w sektorze publicznym przed zbliżającymi się wyborami parlamentarnymi.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	549	468	471
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 663	1 729	1 792	1 896
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 667	14 270	12 172	12 269
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.4	38.4
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.5	9.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.4	3.9	3.7
Inwestycje (% r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.5	11.4	7.1	7.2
Spożycie ogółem (% r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.4	3.4	2.9	3.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3.4	2.7	3.0	1.0	1.2	3.1	3.4	3.2
Eksport (% r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	4.8	5.7	7.6	6.0
Import (% r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	9.1	7.1	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.5	3.1	4.6	2.4	0.7	-1.0	0.8	1.9
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.7	1.9
Place nominalne (% r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.8	4.0	4.8
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	3.66	1.74	2.48
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	2.90	4.00
Rentowność obligacji 10-letnich	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.08	3.95
USD/PLN (Koniec okresu)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	3.83	4.02
USD/PLN (Średnia)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.08	4.03
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.02	4.06
EUR/PLN (Średnia)								
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.4	-0.7	-1.7
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	-0.9	3.8	0.6
Saldo handlu zagranicznego	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	208.9	178.8	186.3
Eksport	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	209.8	175.0	185.7
Import	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	10.7	8.6	9.0
Saldo usług	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-17.4	-15.5	-15.8
Saldo dochodów	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-8.1	-10.0	-11.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Rezerwy międzynarodowe	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Amortyzacja								
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.9	-0.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.9	48.9	48.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	439	477	525	496	526	549	468	471

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.