

CitiWeekly

Ton RPP i EBC wciąż łagodny

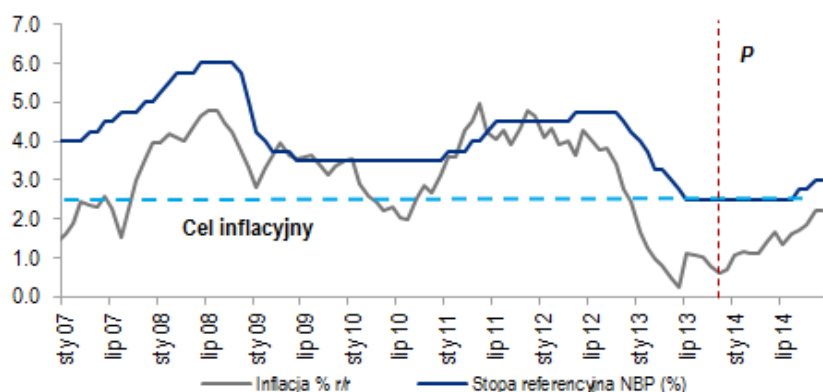
- W tym tygodniu poznamy pierwsze w tym roku dane z krajowej gospodarki. Oczekujemy niewielkiego wzrostu inflacji w grudniu do 0,7% r/r po wcześniejszym niespodziewanie dużym spadku do 0,6% r/r. Ponadto naszym zdaniem publikowane również w tym tygodniu dane pokażą, że deficyt obrotów bieżących wzrósł w listopadzie do 1064 mln EUR z 466 mln EUR, co jest nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu.
- Zgodnie z oczekiwaniami w minionym tygodniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2,5%. Oficjalny komunikat nie przyniósł istotnych niespodzianek, a Rada powtórzyła, że stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie przynajmniej do końca I połowy roku. Biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas stopniowy wzrost inflacji oraz większe niż oczekuje rynek przyspieszenie wzrostu PKB sądzimy, że najlepszym momentem do rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej byłby wrzesień/październik i naszym zdaniem bazowa stopa NBP wzrośnie do końca roku do 2,75%-3%, co jest nieco powyżej oczekiwań rynku.
- Europejski Bank Centralny nie zmienił parametrów polityki pieniężnej na swoim pierwszym posiedzeniu w tym roku. Jednak bank wzmocnił swój łagodny przekaz co do kierunku przyszłych zmian w polityce pieniężnej sygnalizując determinację do utrzymania akomodacyjnej polityki pieniężnej i podjęcia dalszych kroków, jeśli będzie to konieczne. Analitycy Citi oczekują obniżki stóp procentowych w I połowie roku i niewykluczone są kolejne operacje zwiększające płynność.
- Poza tym publikowane w minionym tygodniu dane pokazały słabszy od oczekiwań wynik zatrudnienia poza rolnictwem w USA oraz lepsze od oczekiwań dane o produkcji w Niemczech i nastrojach gospodarczych w strefie euro.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
10.01.14	1,367	3,03	5,00	1,37	2,50	0,25	2,70	1,84	2,86
I KW 13	4,12	3,01	5,09	1,37	2,50	0,25	2,66	1,70	2,80
IV KW 14	4,06	2,90	5,08	1,40	3,00	0	3,52	1,80	3,04

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 2.12.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji i większego niż oczekuje rynek przyspieszenia gospodarki, co skłoni RPP do podwyżek stóp w tym roku.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

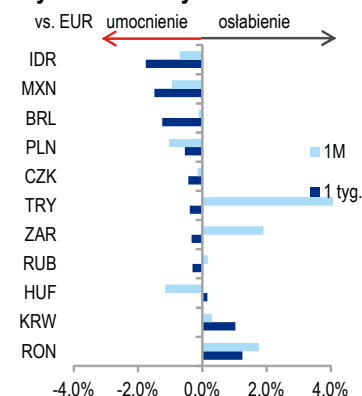
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.1.2014

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
13 sty	PONIEDZIAŁEK						
14 sty	WTOREK						
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI		1.3	0.2
14:30	USA	Ceny importowe	% r/r	XII		0.1	-0.6
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII		0.4	0.7
15 sty	ŚRODA						
14:00	PL	CPI	% r/r	XII	0.7	0.7	0.6
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	I		4.0	1.0
14:30	USA	PPI	% m/m	XII		0.2	-0.1
16 sty	CZWARTEK						
11:00	EMU	Finalny HICP	% r/r	XII		0.8	0.8
14:30	USA	CPI	% m/m	XII		0.8	0.8
11:00	EMU	Finalny HICP	% r/r	XII		0.8	0.8
17 sty	PIĄTEK						
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	XI	-1064	-1092	-466.0
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	XI	13901	13636	14622.0
14:00	PL	Import	mIn EUR	XI	13671	13790	14569.0

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

Zapowiedź tygodnia

CPI

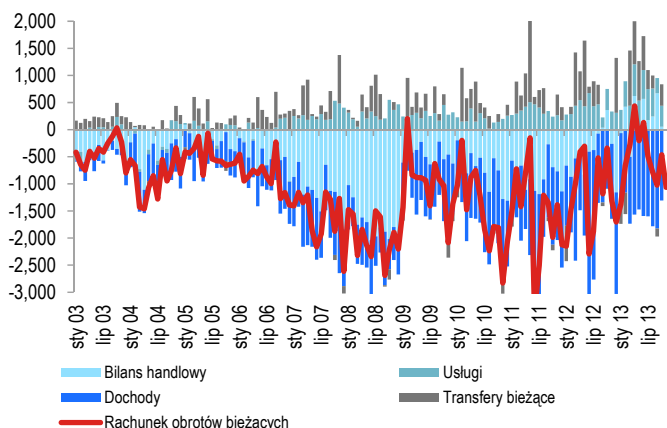
Oczekujemy niewielkiego wzrostu inflacji w grudniu do 0,7% r/r po niespodziewanie dużym spadku do 0,6% r/r w listopadzie. Według naszych szacunków miesięczny wzrost cen żywności był wolniejszy w poprzednim miesiącu niż w analogicznym okresie w ostatnich dwóch latach. Z drugiej strony w przeciwieństwie do poprzednich dwóch miesięcy i grudnia 2012 r., tym razem w grudniu nastąpił wzrost cen paliw, co przelożyło się na przyspieszenie wzrostu cen w transporcie (w ujęciu rocznym). Szacujemy, że wzrost cen konsumentów w kolejnych miesiącach przyspieszy, ale przekroczy 2% dopiero w IV kwartale, a cel inflacyjny zostanie osiągnięty w 2015 r.

Bilans obrotów bieżących

Naszym zdaniem deficyt obrotów bieżących wzrósł w listopadzie do 1064 mln EUR z 466 mln EUR, co jest nieznacznie powyżej rynkowego konsensusu. Sądzymy, że mimo wzrostu deficytu obrotów bieżących bilans handlowy uległ poprawie w listopadzie do ponad 200 mln EUR z ok. 50 mln EUR w październiku na co złożyło się przyspieszenie wzrostu eksportu do 3,5% r/r z 0,2% w październiku i osłabienie wzrostu importu do -0,2% r/r z 2,4% w październiku. Zgodnie z naszymi szacunkami pogorszenie na

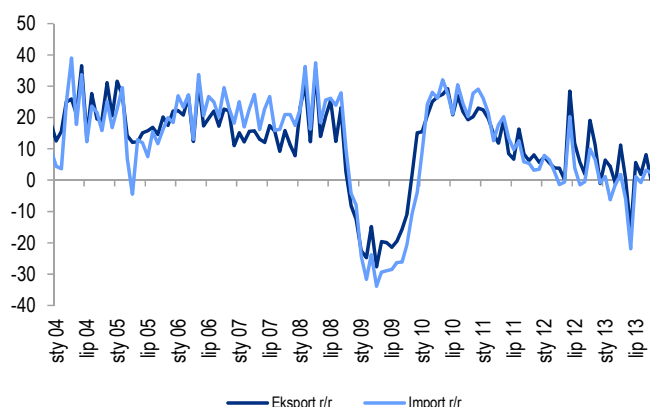
rachunku obrotów bieżących wynikało ze wzrostu deficytu na rachunku dochodów oraz mniejszej nadwyżki na rachunku transferów za sprawą mniejszego napływu środków unijnych. W relacji do PKB deficyt obrotów bieżących pozostaje na stosunkowo niskim poziomie ok 2% i choć najprawdopodobniej wzrośnie w kolejnych miesiącach to raczej w umiarkowanej skali z ograniczonym negatywnym wpływem na złotego.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP Citi Handlowy.

Wykres 4. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

RPP

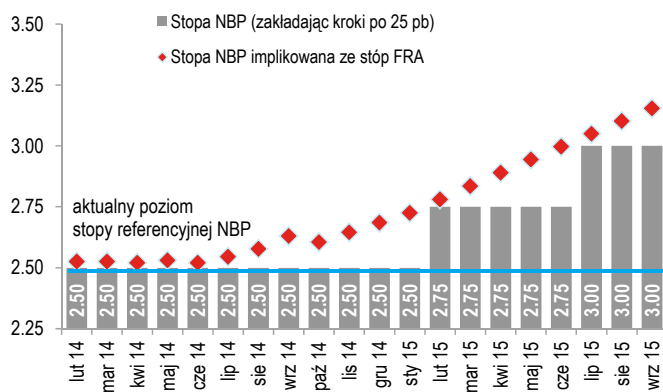
Zgodnie z oczekiwaniami na uniejętym posiedzeniu RPP pozostawiła referencyjną stopę procentową na niezmienionym poziomie 2,5%. Oficjalny komunikat nie przyniósł istotnych niespodzianek, a Rada powtórzyła, że stopy procentowe powinny pozostać na obecnym poziomie przynajmniej do końca I połowy roku. W trakcie konferencji prezes Belka wyraził dość optymistyczny pogląd nt. perspektyw wzrostu gospodarczego Polski sugerując, że wzrost PKB w III kw. 2014 r. przekroczy 3%, podczas gdy inny członek Rady (A. Kazimierzczak) zasugerował, że wzrost wyniesie ponad 4%. Ponadto prezes Belka powiedział, że nie widzi ryzyk, które mogłyby zmusić Radę do zmiany nastawienia w polityce pieniężnej już w I połowie roku. Te komentarze wzmacniają nasz pogląd, że poprzeczka dla decyzji o zmianie stóp procentowych została postawiona stosunkowo wysoko i nawet jeśli inflacja zachowa się inaczej niż w scenariuszu założonym przez bank centralny, władze monetarne pozostaną przy swojej strategii wyczekiwania na dalszy rozwój sytuacji gospodarczej.

W rezultacie, biorąc pod uwagę niski poziom inflacji oczekujemy stabilizacji stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Jednak sądzimy, że ta sytuacja będzie się stopniowo zmieniać w II połowie roku wraz ze wzrostem inflacji (osiągnie 2% pod koniec roku). Ponadto naszym zdaniem wzrost gospodarczy będzie silniejszy niż sądzi bank centralny. Nasze ostatnie szacunki bazujące na miesięcznych wskaźnikach publikowanych w ostatnich tygodniach sugerują, że wzrost PKB prawdopodobnie osiągnął 2,8% r/r w IV kw 2013 r. za sprawą mocniejszego popytu krajowego. Oczekujemy kontynuacji tego trendu i

sądzimy, że nasza prognoza wzrostu PKB w 2014 r. na poziomie 3,1% r/r może być konserwatywna.

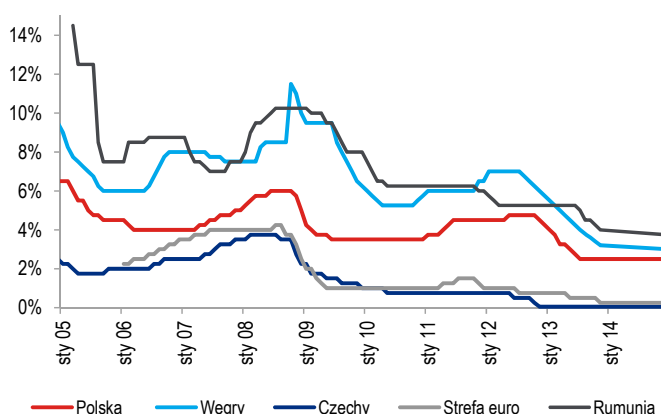
Jeśli nasza prognoza stopniowego wzrostu inflacji oraz stosunkowo mocnego wzrostu gospodarczego zostanie odzwierciedlona w publikowanych danych to naszym zdaniem Rada będzie bardziej skłonna rozważyć zacieśnienie polityki pieniężnej w II połowie roku. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że najlepszym momentem do rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej byłby wrzesień/październik. Naszym zdaniem bazowa stopa NBP wzrośnie do końca roku do 2,75%-3% oraz do ok. 4% do końca 2015 r. Tymczasem scenariusz wyceniany przez krzywą FRA zakłada pierwszą podwyżkę stóp dopiero w 2015 r.

Wykres 5. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Stopy procentowe banków centralnych w regionie i strefie euro



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

EBC

Na pierwszym posiedzeniu w tym roku EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej. EBC powtórzył, że presja cenowa jest wciąż znikoma, a oczekiwania inflacyjne zakotwiczone w długim terminie i choć EBC oczekuje wzrostu inflacji z obecnie notowanych bardzo niskich poziomów to wciąż pozostanie ona poniżej celu inflacyjnego w średnim terminie. Jednocześnie bank centralny wciąż widzi ryzyko w dół dla założonego wzrostu gospodarczego. EBC wzmacnił jednak nieco sformułowania dotyczące forward guidance mocno podkreślając, że stopy procentowe „pozostaną na niskim poziomie przez długi czas” oraz że bank jest zdeterminowany do utrzymania akomodacyjnej polityki pieniężnej i podjęcia dalszych kroków, jeśli będzie to konieczne. W trakcie konferencji prasowej prezes M. Draghi powiedział, że EBC dyskutował nad wzrostem stóp rynku pieniężnego oraz realizacją ryzyk niższej inflacji, które stwarzałyby zagrożenie dla scenariusza bazowego EBC, i na które bank odpowiednio by zareagował. Według analityków Citi w odpowiedzi na niską inflację oraz wyższe stopy rynkowe EBC obniży stopy procentowe i zwiększy płynność rynku w I połowie tego roku. Możliwe, że obniżka stóp mogłaby nastąpić wcześniej niż wczierwcu, choć jej skala może być mniejsza niż standardowy ruch (np. o 15 pb).

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	509	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763
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	13.5	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	0.9	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.1	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	1.9
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.07	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.6
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	-4.6	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.1	30.1

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.