

CitiWeekly

Łagodna polityka Banku Japonii pozytywna dla apetytu na ryzyko

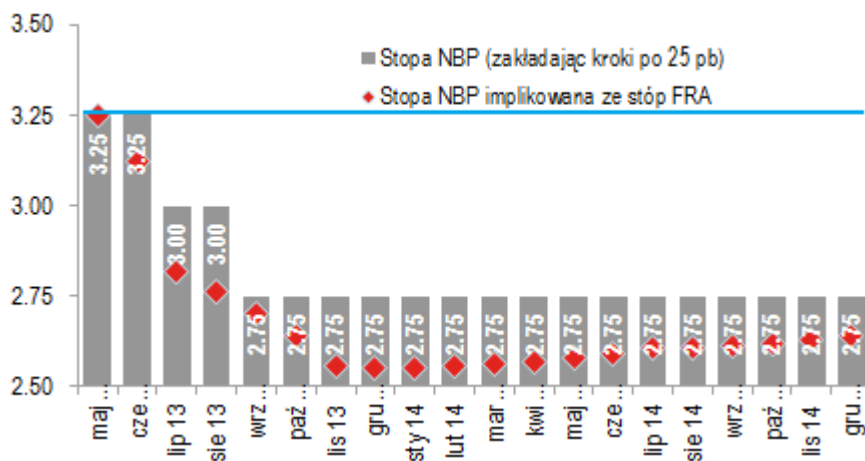
- Po zaskakującej obniżce o 50pb w marcu, tym razem (10 kwietnia) Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie pozostawi stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,25%. Ponieważ opublikowane w marcu dane nie rozjaśniły wątpliwości dotyczących momentu ożywienia gospodarczego, naszym zdaniem komunikat władz monetarnych zapewne nie zmieni się istotnie. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp na niezmienionym poziomie do drugiej połowy 2014 roku, choć dostrzegamy szanse (30-40%) na jeszcze jedną obniżkę „dostrajającą” o 25pb w czerwcu lub lipcu br., o ile ożywienie gospodarcze okaże się wolniejsze niż zakładamy.
- W ubiegłym tygodniu bank Japonii zdecydował się na nadzwyczajne łagodzenie polityki pieniężnej, dołączając tym samym do Fedu, EBC i Banku Anglii. Bank Japonii zapowiedział podwojenie bazy monetarnej, co miałoby pomóc w realizacji celu podwyższenia inflacji do 2%. Działania Banku Japonii są pozytywne dla ryzykownych aktywów w tym rynków akcji, dla japońskich obligacji skarbowych oraz obligacji na innych rynkach.
- Choć na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny pozostawił stopy bez zmian (podstawowa stopa na poziomie 0,75%), oficjalny komunikat utwierdza nas w przekonaniu, że wkrótce może dojść do ponownej obniżki.
- Wypowiedzi z Ministerstwa Skarbu sugerują, że rząd będzie chciał zebrać możliwie największą dywidendę od kontrolowanych spółek. Sądzymy, że dywidendy wpłacone do budżetu mogą być ok. 2-3 mld zł większe niż pierwotnie planowano w budżecie na ten rok (5 mld zł), ale wciąż oczekujemy rewizji budżetu o ok. 10 mld zł w dalszej części roku.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
5.04	4,16	3,20	4,90	1,30	3,25	0,75	3,37	3,68	1,22	1,71
II KW 13	4,18	3,22	4,75	1,30	3,25	0,50	3,48	4,07	1,40	2,05
II KW 14	4,10	3,18	4,66	1,29	3,25	0,25	3,51	4,70	1,55	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 20.03.2013 r.

Wykres 2. Choć dostrzegamy wysokie ryzyko, jeszcze jednej dostosowawczej obniżki stóp w czerwcu/lipcu wciąż sądzimy, że rynek mocno przeszacowuje skalę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

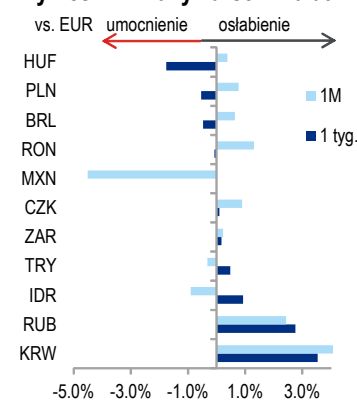
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 22.03.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	5/4/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.16	-0.5%	0.7%	2.1%	-8.8%
USD/PLN	3.20	-1.8%	1.2%	3.7%	-10.3%
EUR/USD	1.30	1.4%	-0.5%	-1.5%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	-50	-100	-25
WBOR 3M	3.37	-2	-35	-76	-86
FRA1x4	3.21	-9	-41	-60	-113
FRA3x6	2.99	-15	-55	-41	-145
FRA6x9	2.82	-14	-63	-22	-168
FRA9x12	2.79	-13	-62	-13	-168
	\$	%	%	%	%
Złot	1581.5	-0.9%	0.4%	-5.5%	7.0%
Ropa	105.1	-4.1%	-5.8%	-3.7%	-3.3%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2346.4	-1.0%	-5.3%	-9.2%	20.4%
S&P	1553.3	-1.0%	0.9%	8.9%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.22	-6	-23	-9	-52
10Y Treasuries	1.71	-14	-18	-4	-12
Renbwność 2Y	3.10	-5	-44	-5	-171
Renbwność 5Y	3.21	-22	-49	-2	-211
Renbwność 10Y	3.68	-24	-35	-6	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	89.3	-8	-4	10	-199

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 kwi							
PONIEDZIAŁEK							
11:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	1.1	0.3	0.0
9 kwi							
WTOREK							
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%			0.5	1.2
10 kwi							
ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	IV	3.25	3.25	3.25
	G-8	Spotkanie państw G-8					
11 kwi							
CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350.0	360.0	385.0
	G-8	Spotkanie państw G-8					
	EU	Spotkanie Ecofinu					
12 kwi							
PIĄTEK							
	EU	Spotkanie Ecofinu					
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0.2		-0.4
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	III	6.1	5.8	5.6
14:30	USA	PPI	% m/m	III	-0.4	-0.1	0.7
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	0.1	0.0	1.1
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	IV	79.0	78.3	78.6

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

Zapowiedź tygodnia

RPP

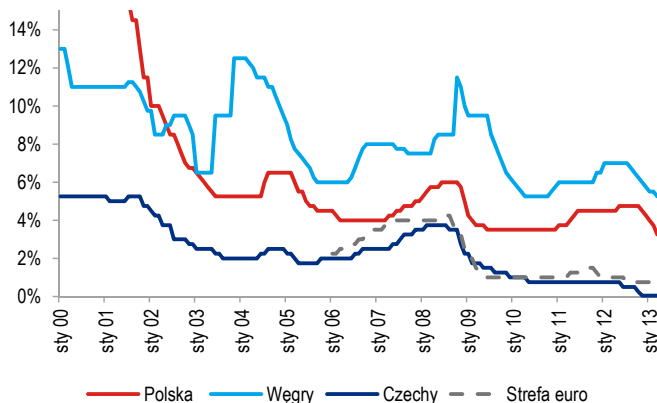
Nie oczekujemy zmian stóp procentowych w kwietniu ani istotnych zmian w komunikacie

Po zaskakującej obniżce o 50pb w marcu, tym razem (10 kwietnia) Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie pozostawi stopę referencyjną bez zmian na poziomie 3,25%. Oficjalny komunikat władz monetarnych oraz komentarze poszczególnych członków Rady sugerują, że w ich ocenie marcowa decyzja miała dopełnić pewien etap luzowania monetarnego, który został zapoczątkowany w listopadzie 2012. Biorąc to pod uwagę uważamy, że RPP będzie chciała poczekać przynajmniej 2-3 miesiące zanim ponownie rozważy obniżki stóp procentowych. Dlatego nie byłibyśmy zaskoczeni, gdyby na najbliższym posiedzeniu wniosek o cięcie stóp w ogóle nie został zgłoszony.

Ponieważ opublikowane w marcu dane nie rozjaśniły wątpliwości dotyczących momentu ożywienia gospodarczego, naszym zdaniem komunikat władz monetarnych zapewne nie zmieni się istotnie. Naszym zdaniem jego ton pozostawi otwartą furtkę dla dodatkowych obniżek stóp procentowych, które będą uzależnione od tego, jak wzrost

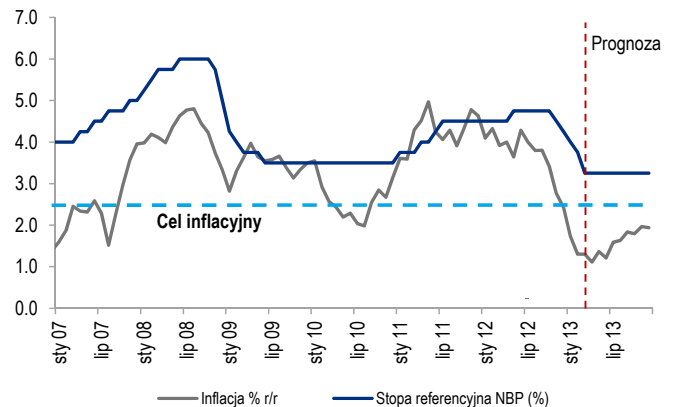
gospodarczy oraz inflacja będą kształtować się w porównaniu z projekcją banku centralnego. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp na niezmiennym poziomie do drugiej połowy 2014 roku, choć dostrzegamy szansę (30-40%) na jeszcze jedną obniżkę „dostrajającą” o 25pb w czerwcu lub lipcu br., o ile ożywienie gospodarcze okaże się wolniejsze niż zakładamy.

Wykres 3. Stopy procentowe w regionie i w strefie euro



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Bank Japonii

Banku Japonii zdecydowanie przewyższył oczekiwania rynku odnośnie łagodzenia polityki pieniężnej ...

W ubiegłym tygodniu bank Japonii zdecydował się na rekordowe łagodzenie polityki pieniężnej, dołączając tym samym do Fed'u, EBC i banku Anglii. Zapowiedzi Banku Japonii przekroczyły oczekiwania rynku, a zdaniem analityków Citi w Japonii nastąpiła prawdziwa zmiana reżimu polityki pieniężnej. Bank Japonii zapowiedział podwojenie bazy monetarnej w ciągu dwóch lat (roczny wzrost o ok 60-70 bilionów jenów do ok. 50% PKB), m.in. poprzez zakupy jednostek ETF oraz obligacji skarbowych, co miałyby pomóc w realizacji celu podwyższenia inflacji do 2%. Zdaniem ekonomistów Citi osiągnięcie celu 2% w ciągu 2 lat będzie bardzo trudne, bez względu na użyte narzędzia, szczególnie w obliczu oczekiwanego zacieśnienia fiskalnego o ok. 2% PKB w 2014 r.

... co może ograniczyć oczekiwania na wystromienie krzywych na rynkach bazowych w dalszej części roku oraz wpłynąć tym samym także na inne rynki

Działania Banku Japonii są pozytywne dla ryzykownych aktywów, japońskich obligacji skarbowych oraz obligacji na innych rynkach. Zakupy obligacji japońskich przez rząd mogą doprowadzić do ich umocnienia szczególnie na długim końcu krzywej. Jednocześnie funkcjonowanie japońskiego rynku długu może się pogorszyć. Niższe rentowności długoterminowych obligacji japońskich mogą doprowadzić do spadku rentowności także na pozostałych rynkach bazowych a także innych rynkach, co może wpłynąć na oczekiwania rynku co do wystromienia krzywych rentowności na świecie w dalszej części roku. Jednocześnie analitycy Citi zakładają, że wzrost bazy monetarnej Banku Japonii przyczyni się do dalszego osłabienia jena wobec dolara do 100, a w dłuższej perspektywie nawet do 115.

EBC nie zmienił stóp procentowych ...

... ale zasugerował, że jest gotów to zrobić jeśli nastroje będą się pogarszać

Oczekujemy obniżki stóp w maju lub czerwcu

Sądzimy, że mimo wyższych od pierwotnych założeń przychodów z dywidend rząd nie uniknie rewizji budżetu

EBC

Choć an ubiegłotygodniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny pozostawił stopy bez zmian (podstawowa stopa na poziomie 0,75%), oficjalny komunikat utwierdza nas w przekonaniu, że wkrótce może dojść do ponownej obniżki. Na uwagę zasługuje między innymi stwierdzenie, że EBC będzie analizował nadchodzące dane „bardzo uważnie”, co w przeszłości często sygnalizował zbliżający się moment obniżki. W porównaniu do marca, komunikat władz monetarnych w części dotyczące perspektyw gospodarczych zmienił się tylko nieznacznie. Co prawda EBC wciąż spodziewa się ożywienia w 2H roku, podkreślono, że ożywieniu towarzyszą istotne czynniki ryzyka.

Odnosząc się do początkowych propozycji dotyczących opodatkowania cypryjskich depozytów o kwocie poniżej 100 tys. euro, prezes Draghi uznał ten pomysł za „nierozsądny (not smart) i podkreślił ponownie, że nie pochodził on od EBC, Komisji Europejskiej ani MFW. Jego zdaniem pokrycie strat banków przez nieubezpieczonych depozytariuszy nie może być szablonem do powielenia na przyszłość w innych krajach. Jednocześnie prezes EBC odrzucił możliwość wyjścia Cypru ze strefy euro. Ponadto M. Draghi stwierdził, że jest duża potrzeba wprowadzenia jednego wspólnego nadzoru w strefie euro.

Prezes Europejskiego Banku Centralnego dał do zrozumienia, że EBC jest gotowy obniżyć stopy procentowe, jeśli nastroje w gospodarce będą dalej się pogarszać. Biorąc pod uwagę oczekiwany scenariusz pogorszenia wskaźników koniunktury w strefie euro oraz spadek inflacji ekonomiści Citi analizujący gospodarkę strefy euro zakładają, że moment obniżki stóp procentowych będzie zależał od kolejnych publikacji danych i uważają, że obniżka stóp zarówno w maju lub czerwcu jest bardzo prawdopodobna.

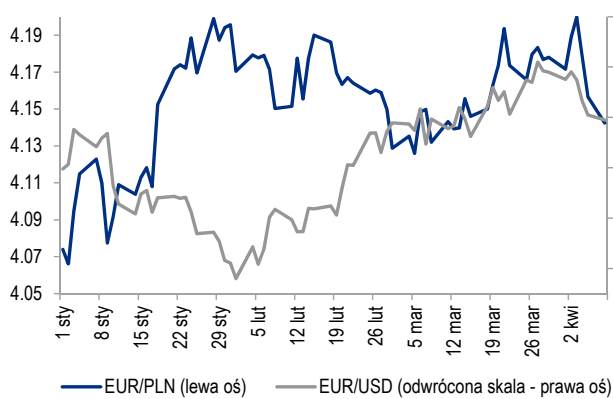
Dywidendy

Rząd będzie starał się zebrać możliwie największą dywidendę w tym roku, aby zniwelować ubytki z tytułu wpływów podatkowych, ale nie sądzimy, żeby było to wystarczające aby uniknąć rewizji budżetu. Minister skarbu M. Budzanowski zasugerował, że chciałby uzyskać możliwe najwyższą dywidendę ze spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Choć proces prywatyzacyjny w ostatnich latach był kontynuowany i był dość intensywny, a baza dywidendowa zmniejszyła się to oczekujemy, że większa presja na spółki kontrolowane przez Skarb Państw może pozwolić na uzyskanie w tym roku ok. 7-8 mld zł z tytułu dywidend, wobec 7,8 mld zł uzyskanych w 2012 r. i 2009 r. Jednak nie sądzimy, aby wzrost dochodów z dywidend o ok. 2-3 mld zł w porównaniu do zapisanych pierwotnie w budżecie na ten rok 5 mld zł wyeliminował potrzebę rewizji budżetu. Zakładamy, że w ciągu roku deficyt zostanie podwyższony o ok. 10 mld zł.

Wielkość dywidend w gospodarce może wzrosnąć w porównaniu do 2012 r., co może przejściowo negatywnie wpływać na złotego Zwiększone dywidendy będą wynikały przede wszystkim ze wzrostu dywidend sektora bankowego, dla którego KNF zwiększył możliwy do wypłacenia w postaci dywidendy udział z zysku do 75% z 50% w 2012 r. Ponadto biorąc pod uwagę szacunki kolegów z działu analiz rynku akcji przyjmujemy, że wzrost dywidend z sektora naftowego oraz sektora ubezpieczeń zostanie zrównowazony przez spadek dywidendy w sektorze telekomunikacyjnym. Większe w porównaniu do ubiegłego roku wypłaty

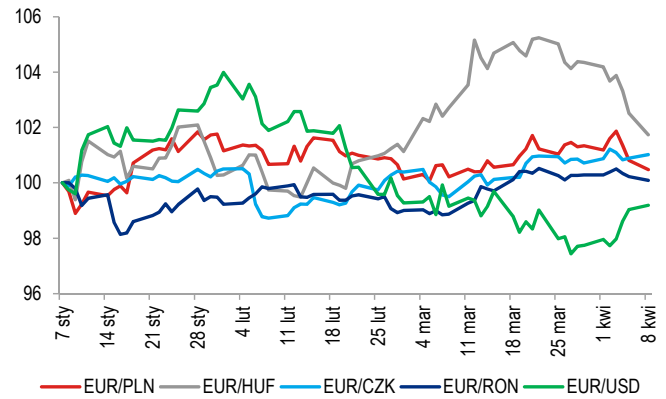
dywidend dla inwestorów zagranicznych mogą być negatywne dla złotego w najbliższych miesiącach (zwykle większość płatności jest skumulowana w miesiącach maj-sierpień). Z drugiej strony czynniki te powinny mieć jedynie przejściowy wpływ na złotego, który powinien być ograniczony do okresów w pobliżu dat płatności dywidend.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



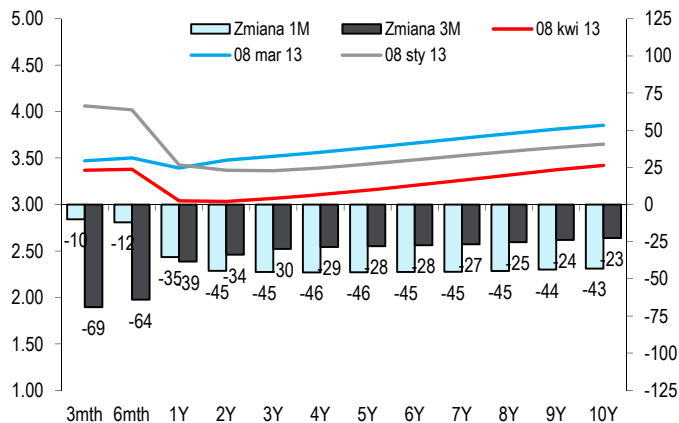
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



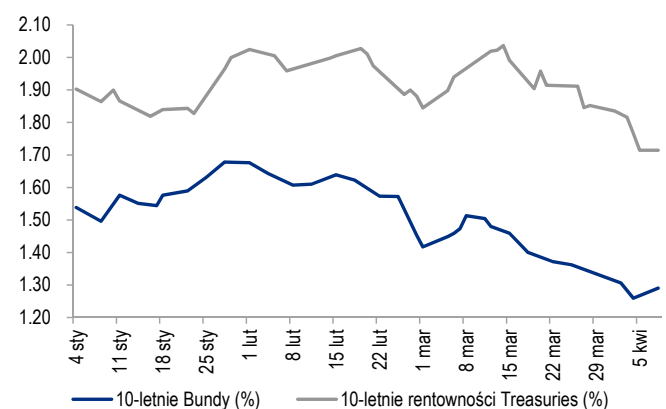
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



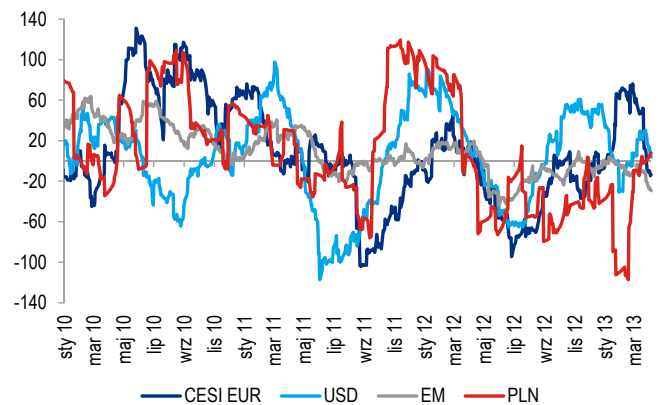
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	509	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,208	14,358
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	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.8	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.5	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.40	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.29	3.05
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.21	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.96
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.3	35.5	35.3

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 jakiejkolwiek 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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.