29 kwietnia 2013 □ 9 stron

CitiWeekly

Po możliwej obniżce stóp w czerwcu, kolejna także w lipcu?

- W tym tygodniu aktywność na krajowym rynku finansowym może być ograniczona z powodu długiego weekendu majowego. W czwartek napłyną za to dane o aktywności w sektorze przemysłowym, które według nas rozczarują. Spodziewamy się ponownego spadku PMI w ślad za spadkiem indeksów Ifo i PMI dla Niemiec. W strefie euro EBC najprawdopodobniej obniży stopy procentowe o 25 pb, a kluczowym wydarzeniem w USA w tym tygodniu będzie publikacja danych o zatrudnieniu. Większość publikacji z tego tygodnia w USA może rozczarować.

- Biorąc pod uwagę, że opublikowane w ostatnim miesiącu dane ze sfery realnej w większości zaskoczyły negatywnie, niższa od prognoz okazała się inflacja, a ton komentarzy członków Rady stał się bardziej gołębi, zakładamy, że RPP będzie kontynuować łagodzenie polityki pieniężnej. Na podstawie wypowiedzi kluczowego dla dalszych obniżek stóp J. Hausnera, sądzimy, że RPP raczej złagodzi ton komunikatu w maju, obniży stopy w czerwcu, a w lipcu niewykluczona jest jeszcze jedna redukcja stóp. Jednak wciąż uważamy, że rynek przeszacowuje całkowitą skalę dalszych obniżek stóp.

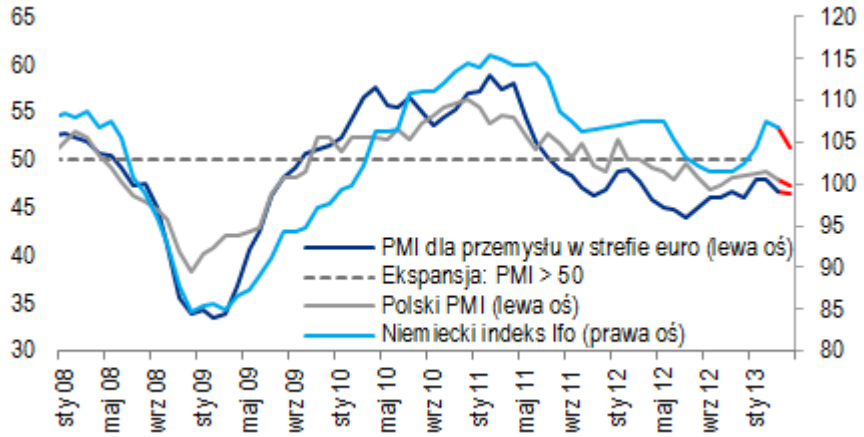
- Uwzględniając wyższy od wcześniejszych prognoz deficyt sketora finansów publicznych w 2012 r (3,9% PKB) sądzimy, że Ministerstwu Finansów byłoby trudno osiągnąć cel 3.5% w tym roku o ile nie sięgnie po środki systemu emerytalnego. Według Ministestwa Finansów dług publiczny mógłby dopiero w latach 2022-2023 zostać obniżony do bezpiecznego poziomu z punktu widzenia przyjęcia euro przez Polskę (tj. ok. 40% PKB).

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
26.04	4,16	3,19	4,92	1,30	3,25	0,75	3,10	3,36	1,21	1,67
II KW 13	4,12	3,15	4,79	1,31	3,25	0,50	3,13	3,50	1,40	1,86
II KW 14	4,09	3,33	4,70	1,23	3,00	0,25	3,36	4,20	1,40	2,83

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.04.2013 r.

Wykres 2. Spadek indeksów aktywności w strefie euro a zwłaszcza w Niemczech negatywnie wpływa na perspektywy ożywienia gospodarczego w Polsce. Oczekujemy kolejnego spadku PMI w kwietniu.

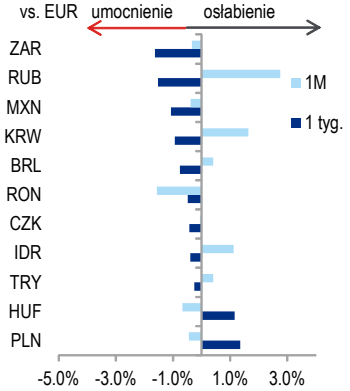


Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

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 12.04.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	26/4/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.16	1.3%	-0.5%	2.2%	-8.8%
USD/PLN	3.19	1.6%	-1.7%	3.5%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-0.2%	1.3%	-1.3%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	0	-100	-25
WIBOR 3M	3.10	-17	-29	-103	-86
FRA1x4	2.88	-18	-41	-93	-113
FRA3x6	2.59	-20	-53	-81	-145
FRA6x9	2.43	-18	-53	-61	-168
FRA9x12	2.43	-15	-50	-49	-168
	$	%	%	%	%
Złoto	1462.5	4.2%	-8.5%	-12.7%	7.0%
Ropa	103.5	3.4%	-4.4%	-5.2%	-5.2%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2294.1	0.7%	-2.5%	-11.2%	20.4%
S&P	1582.2	1.7%	1.2%	10.9%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.21	-4	-13	-9	-52
10Y Treasuries	1.67	-4	-25	-9	-12
Rentowność 2Y	2.69	-20	-47	-46	-171
Rentowność 5Y	2.85	-13	-53	-38	-211
Rentowność 10Y	3.36	-6	-54	-38	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	81.3	-1	-7	2	-199

Spis treści **Nr str.**

- Podsumowanie 1
- Kalendarz publikacji 2
- Zapowiedź tygodnia 3
- Miniony tydzień 3
- Tabela z prognozami 8

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
29 kwi		**PONIEDZIAŁEK**					
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	IV	89.3	89.4	90.0
14:30	USA	Dochody gosp. domowych	%	III	0.3	0.4	1.1
14:30	USA	Wydatki gosp. domowych	%	III	0.2	0.1	0.7
16:00	USA	Wstępne umowy sprzedaży domów	%	III		0.3	-0.4
30 kwi		**WTOREK**					
11:00	EMU	Wstępny HICP	% r/r	IV	1.5	1.6	1.7
15:00	USA	S&P Case Shiller	% m/m	II		1.0	1.0
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	IV	53.0	53.0	52.4
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	IV	62.0	60.4	59.7
1 maj		**ŚRODA**					
	PL	**Święto Pracy**					
14:15	USA	Raport ADP	tys.	tyg.		155.0	158.0
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	IV	50.0	51.0	51.3
20:00	USA	Decyzja Fed	%	V	0.1	0.1	0.1
2 maj		**CZWARTEK**					
09:00	**PL**	**PMI dla przemysłu**	**pkt**	**IV**	**47.4**		**48.0**
09:28	DE	PMI dla przemysłu	pkt	IV		47.9	47.9
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	IV	46.5	46.5	46.5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	V	0.50	0.50	0.75
14:30	USA	Deficyt handlowy	mld $	III	-42.0	41.9	43.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340.0	347.0	339.0
14:30	USA	Wydajność pracy	%	I kw.	1.0	1.7	-1.9
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	%	I kw.	1.3	0.6	4.6
3 maj		**PIĄTEK**					
	PL	**Święto Konstytucji 3 Maja**					
11:00	EMU	PPI	% m/m	III	0.2	0.0	0.2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	IV	140.0	145.0	88.0
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	IV	7.7	7.6	7.6
14:30	USA	Zamówienia w przemyśle	%	III	-3.3	-0.9	3.0
14:30	USA	ISM dla usług	pkt	IV	53.0	54.1	54.4

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

Zapowiedź tygodnia

Publikacje i wydarzenia w kraju

PMI

Oczekujemy dalszego spadku PMI …

W tym tygodniu w kraju poznamy dane o PMI za kwiecień, które mogą zawierać sygnały dotyczące perspektyw polskiej gospodarki. Spodziewamy się spadku indeksu do 47,4 pkt z 48 pkt w marcu, co byłoby wynikiem zgodnym ze spadkami indeksów PMI dla strefy euro oraz Niemiec, a także ze znacznym spadkiem indeksu Ifo, obrazującego ocenę perspektyw gospodarki niemieckiej. Pogorszenie nastrojów i oczekiwań co do ożywienia aktywności gospodarczej u głównego pertnera handlowego Polski nie napawa optymizmem odnośnie ożywienia popytu na polski eksport oraz ożywienia wzrostu gospodarczego w dalszej części roku.

Publikacje i wydarzenia na rynkach zagranicznych

… obniżki stóp w strefie euro o 25 pb …

Strefa euro: Według analityków Citi oraz rynkowego konsensusu EBC obniży stopy procentowe w maju o 25 pb. Za takim ruchem przemawiają słabe dane o aktywności gospodarczej oraz niska inflacja. W bazowym scenariuszu zakładamy jeszcze jedną obniżkę stóp przez EBC do końca roku. Dane o PMI powinny potwierdzić dalszy spadek aktywności w przemyśle w krajach strefy euro.

… braku niespodzianek z Fed …

… oraz stosunkowo słabych danych z rynku pracy w USA

USA: Ekonomiści Citi nie oczekują istotnych zmian w polityce pieniężnej w Stanach Zjednoczonych po posiedzeniu Fed w tym tygodniu. Niepewność dotycząca wzrostu gospdoarczego oraz inflacji powinna sprawić, że FOMC będzie utrzymywać łagodną politykę pieniężną w średnim terminie. Niższa od oczekiwań inflacja daje Fed odpowiednią elastyczność. Ponadto w tym tygodniu poznamy dane z rynku pracy w USA, które najprawdopodobniej pokażą umiarkowany wzrost zatrudnienia poza rolnictwem w kwietniu, oraz wyższą stopę bezrobocia.

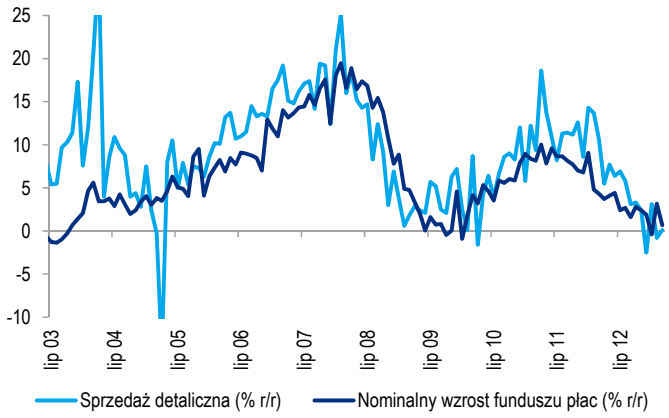
Miniony tydzień

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna za marzec była niższa od prognoz

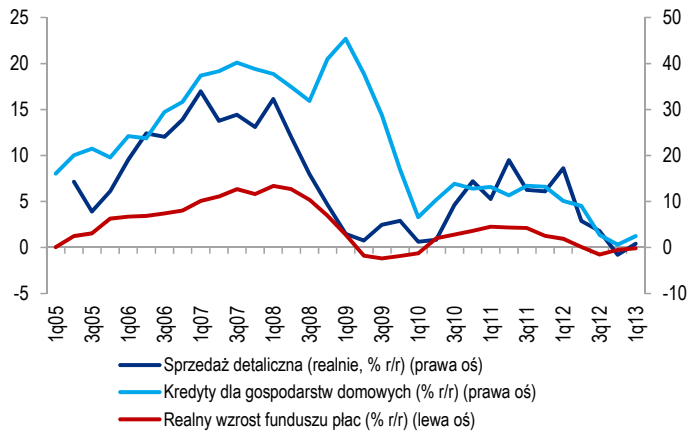
Wzrost sprzedaży detalicznej nieco przyspieszył do 0,1% r/r w marcu wobec -0,8% r/r w lutym. Wynik sprzedaży w marcu był niższy od rynkowego konsensusu na poziomie 0,6% r/r oraz wyższy od naszej prognozy -0,8% r/r. Dane za marzec były zgodne z trendami w sprzedaży detalicznej z ostatnich miesięcy, potwierdzając słabość popytu konsumpcyjnego. W marcu negatywny wpływ na wynik sprzedaży miały mniejsza liczba dni roboczych, przedłużająca się zima, słabe dane z rynku pracy oraz dalszy spadek inflacji.

Wykres 3. Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej i funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Realny wzrost sprzedaży detalicznej, funduszu płac oraz wzrost kredytów dla gospodarstw domowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

W kolejnych kwartałach oczekujemy powolnego ożywienia konsumpcji

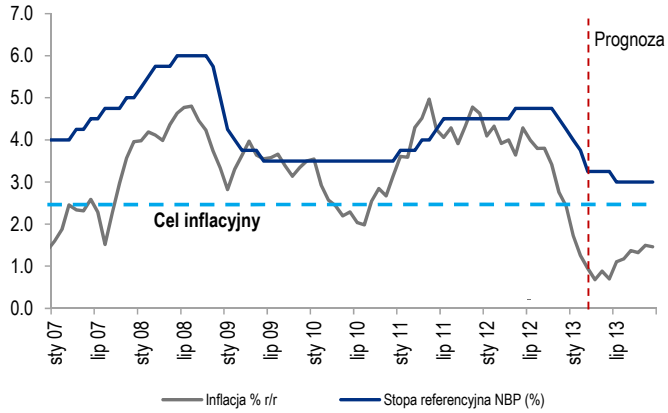
Wzrost konsumpcji prywatnej może stopniowo przyspieszać. Biorąc pod uwagę, że w I kwartale nastąpiło nieznaczne przyspieszenie realnego wzrostu funduszu płac do -0,2% r/r z -0,5% r/r w IV kwartale 2012 r. oraz niewielkie odreagowanie tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, oczekujemy niewielkiego przyspieszenia konsumpcji prywatnej do 0,5% r/r z -0,3% r/r. Sądzimy też, że złagodzenie warunków kredytowych przez KNF, spadek inflacji, stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz trwający obecnie wzrost stopy oszczędności mogą przyczynić się do bardzo wolnego ożywienia konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.

RPP

Głos prezesa NBP przesądził o obniżce stóp o 50 pb w marcu

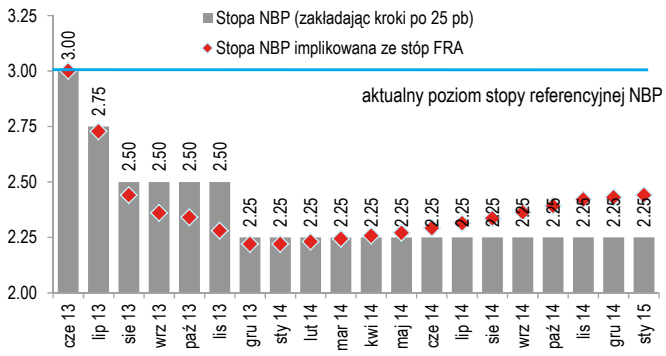
Bank centralny opublikował w minionym tygodniu wynik marcowego głosowania RPP, kiedy członkowie Rady przegłosowali wniosek o obniżce stóp procentowych o 50 pb, a więc głębszy niż zakładał rynek. Wyniki głosowania pokazują, że pięciu członków Rady (Belka, Bratkowski, Chojna-Duch, Hausner i A. Zielińska-Głębocka) poparło wniosek za większym niż dotychczas złagodzeniem polityki pieniężnej. Jednocześnie pięciu członków było przeciw, a wniosek za obniżeniem stóp procentowych o 50 pb został ostatecznie przegłosowany tylko dzięki rozstrzygającemu głosowi prezesa NBP. Tym samym sądzimy, że możliwa skala złagodzenia polityki pieniężnej jest mniejsza niż oczekuje rynek. W swoim ostatnim wywiadzie J. Hausner – obecnie jeden z kluczowych z członków RPP - przyznał, że Rada rozważy obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach, ale dodał, że Rada powinna uważać, aby nie obniżyć stóp procentowych zbyt nisko. Naszym zdaniem ten ostatni komentarz jest spójny z naszym założeniem jedynie umiarkowanego złagodzenia polityki pieniężnej o ok. 25-50 pb. Naszym zdaniem rynki, które wyceniają ponad 100 pb dalszego łagodzenia polityki pieniężnej (FRA 9x12 na poziomie 2,47%) przeszacowują skale obniżek stóp.

Wykres 5. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Członkowie RPP podzieleni w kwestii dalszych działań

Protokół z ostatniego posiedzenia Rady w kwietniu sugeruje również, że Rada jest podzielona co do oceny sytuacji gospodarczej, ale wydaje się przywiązywać dużą wagę do danych o inflacji oraz danych o wzroście gospodarczym. W szczególności RPP podkreśliła, że stopy mogą być dalej obniżane, jeśli nie będzie oznak ożywienia gospodarki, a prawdopodobieństwo ukształtowania inflacji poniżej celu w średnim terminie wzrośnie. Biorąc pod uwagę nasze prognozy inflacji oraz wzrostu gospodarczego sądzimy, że furtka do obniżek pozostanie otwarta do lipca. Uważamy, że w maju Rada złagodzi ton komunikatu, a stopy procentowe obniży o 25 pb w czerwcu, a więc po publikacji danych o PKB w I kwartale br. Jednocześnie sądzimy, że jeszcze jedna obniżka stóp jest możliwa w lipcu, gdy członkowie RPP otrzymają wyniki nowej projekcji makroekonomicznej. Jednak ponieważ na sierpień nie zaplanowano posiedzenia Rady, w II-iej połowie roku inflacja najprawdopodobniej zacznie rosnąć, a wzrost gospodarczy przyspieszy, naszym zdaniem Rada może być mniej skłonna do dalszej redukcji stóp po lipcu br.

Polityka fiskalna

Spadek deficytu fiskalnego do 3,5% PKB w 2013 r. może być trudny do osiągnięcia

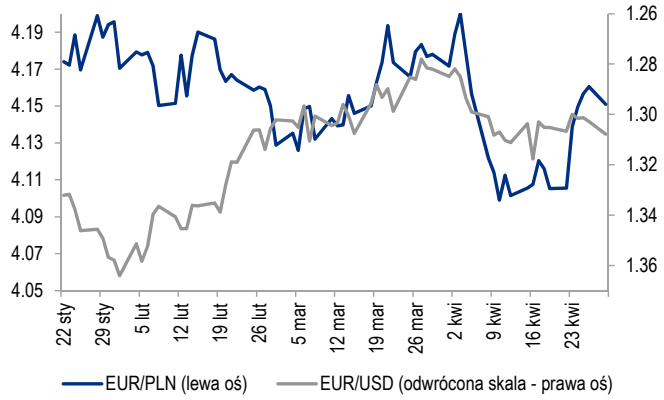
Ministerstwo Finanów oczekuje spadku deficytu fiskalnego w 2013 r. do 3,5%, co naszym zdaniem jest optymistycznym założeniem. Ostatnie dane fiskalne z GUS pokazały deficyt sektora rządowego i samorządowego za 2012 r. na poziomie 3,9% PKB (wobec 5% PKB w 2011 r.), tj. powyżej wcześniejszych oczekiwań na poziomie ok. 3,5% PKB oraz 2,9% PKB oczekiwanych przed rokiem. Wyższy deficyt fiskalny był wynikiem przede wszystkim gorszego wyniku budżetu centralnego. Biorąc pod uwagę kontynuację osłabienia wzrostu gospodarczego w I połowie roku, co przyznał także resort finansów rewidując założenia budżetowe na rok obecny, sądzimy że prognozowane przez Ministra Finansów obniżenie deficytu fiskalnego do 3,5% PKB byłoby raczej trudne do osiągniecia.

Naszym zdaniem zdaniem rząd pozostaje zdeterminowany do kontynuacji konsolidacji fiskalnej w kolejnych latach w umiarkowanym tempie. Jednak najprawdopodobniej będzie niechętny do wprowadzania dodatkowych oszczędności, aby nie zaszkodzić wzrostowi gospodarczemu. Tym samym deficyt fiskalny będzie raczej wyższy niż 3,5%, o ile rząd nie zdecdyuje się sięgnąć po środki z prywatnego powszechnego systemu emerytalnego.

MF preferuje znacznie niższy poziom długu w momencie wejścia do strefy euro

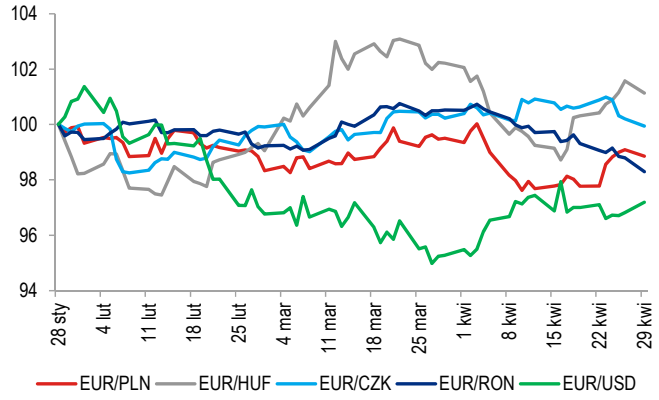
Ministerstwo Finansów chciałoby, aby w momencie przystąpienia do strefy euro dług publiczny był znacznie niższy. Minister finansów Jacek Rostowski stwierdził, że bezpieczny poziom długu publicznego dla przyjęcia euro wynosi ok. 40% PKB. Jego zdaniem zakładając kontynuację aktualnej polityki fiskalnej taki poziom mógłby zostać osiągnięty w 2022-2023 r. Ten komentarz wspiera nasz pogląd, że przyjęcie euro przez Polskę jest mało prawdopodobne w najbliższych latach i może nastąpić najwcześniej pod koniec obecnej dekady lub nawet później. Polskie władze sugerowały już wcześniej, że decyzja w sprawie przyjecia euro zostanie podjęta przez nowy parlament po 2015 r., na co wskazują również wyniki ostatnich sondaży opinii publicznej, według których ponad 60% ankietowanych jest przeciwko przyjęciu euro.

Wykres 13. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



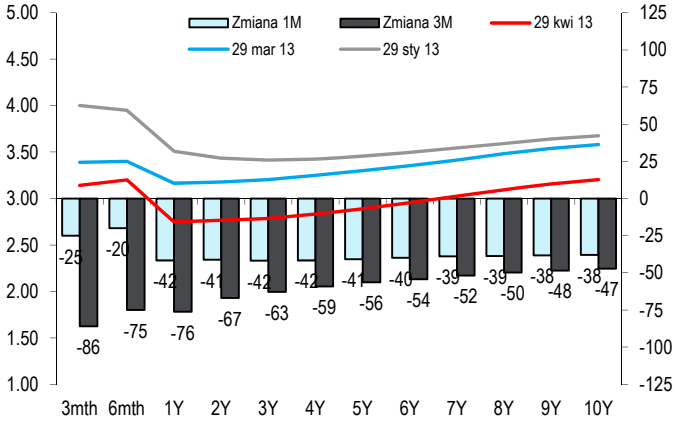
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 14. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



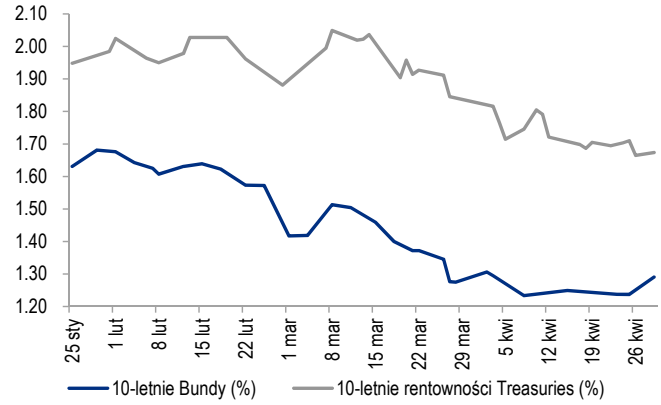
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Krzywa swap



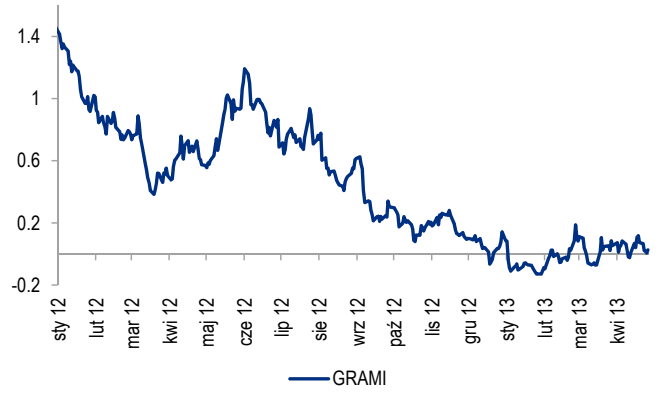
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



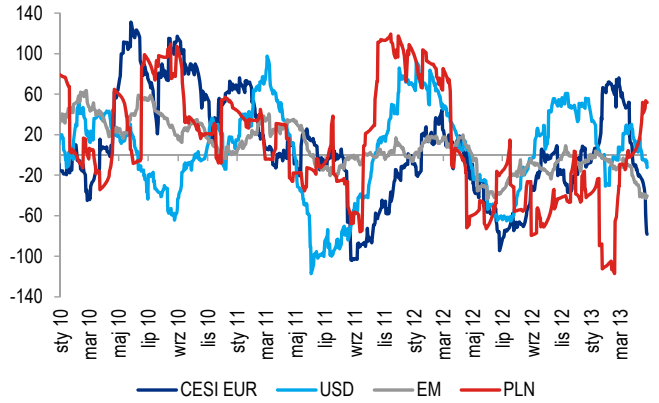
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 17. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 18. 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	506	524
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	13,118	13,609
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, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.2	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	3.00	3.50
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.18	3.80
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.90	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.36	3.33
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.20	3.32
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.20	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.15	4.09
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	-2.8	-3.7
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

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