

CitiWeekly

Cała uwaga skierowana na RPP

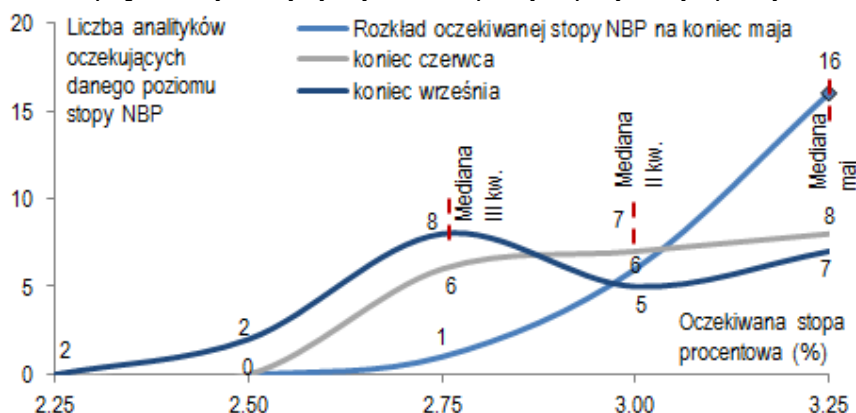
- Biorąc pod uwagę słabsze od oczekiwań dane o aktywności gospodarczej, niższą od oczekiwań inflację oraz bardziej gołębi ton RPP oczekujemy kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej. Jednak zakładamy, że na posiedzeniu w tym tygodniu Rada zdecyduje się jedynie na złagodzenie tonu komunikatu, a do kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pb dojdzie w czerwcu. Uważamy, że jeszcze jedna obniżka stóp jest prawdopodobna w lipcu, gdy RPP zapozna się z najnowszym zestawem projekcji NBP. Podtrzymujemy zdanie, że rynek przeszacowuje skalę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej (ok. 100 pb).
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o aktywności w przemyśle za kwiecień. Indeks PMI spadł w kwietniu do 46,9 pkt z 48 pkt w marcu potwierdzając słabość polskiego sektora przemysłowego. Dane o PMI stwarzają niewielkie ryzyko w dół dla naszej prognozy produkcji przemysłowej 3% r/r, która jest minimalnie wyższa od rynkowego konsensusu (2,9% r/r).
- Ponadto Ministerstwo Finansów przedstawiło Aktualizację Programu Konwergencji, która według nas zawiera zbyt optymistyczne założenie spadku deficytu sektora finansów publicznych w tym roku do 3,5%.
- Na rynkach zagranicznych miniony tydzień przyniósł publikację lepszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za kwiecień oraz złagodzenie parametrów polityki pieniężnej w strefie euro. Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami EBC obniżył stopy procentowe o 25 pb (główna stopa spadła do 0,50%). Ponadto, prezes M. Draghi zasygnalizował możliwość uruchomienia programu wsparcia finansowania przedsiębiorstw przy wykorzystaniu struktur ABS. Ekonomiści Citi oczekują jeszcze jednej obniżki stóp w tym roku,

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
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 Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.04.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy obniżek stopy referencyjnej po 25 pb w czerwcu i lipcu, co wpisuje się w konsensus prognoz analityków krajowych i jest znacznie poniżej 100 pb wycenianych przez rynki.



Źródło: Parkiet, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

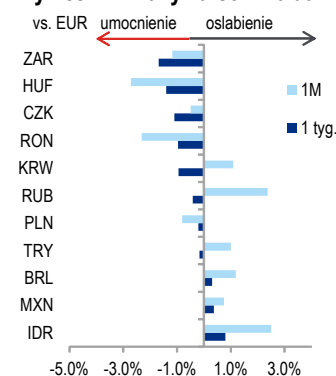
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 06.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	2/5/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.14	-0.2%	-0.9%	1.7%	-8.8%
USD/PLN	3.17	-0.9%	-2.8%	2.7%	-10.3%
EUR/USD	1.31	0.4%	1.9%	-1.0%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	0	-100	-25
WIBOR 3M	3.07	-13	-32	-106	-86
FRA1x4	2.86	-11	-42	-95	-113
FRA3x6	2.56	-18	-56	-84	-145
FRA6x9	2.39	-15	-66	-65	-168
FRA9x12	2.37	-15	-58	-55	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1466.2	2.5%	-8.2%	-12.4%	7.0%
Ropa	101.1	-0.8%	-7.4%	-7.4%	-3.8%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2305.9	0.8%	#VALUE!	-10.7%	20.4%
S&P	1597.6	1.2%	#VALUE!	12.0%	13.4%

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 maj WTOREK							
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	%	III			2.3
8 maj ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	V	3.25	3.25	3.25
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	III			0.5
9 maj CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja obligacji: PS0718, OK0116					
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	V	0.5	0.5	0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	III		0.4	-0.3
10 maj PIĄTEK							
08:00	DE	Eksport	%m/m	III			-1.5

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

Zapowiedź tygodnia

RPP

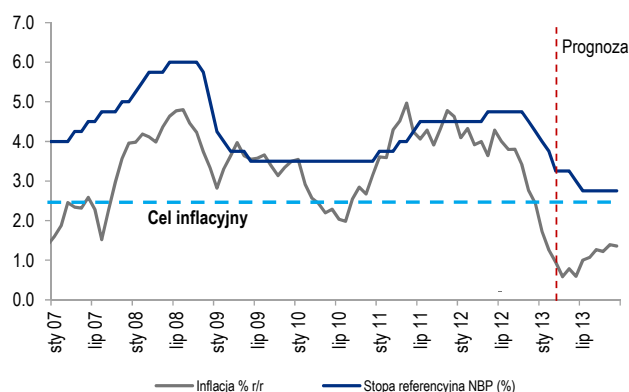
RPP prawdopodobnie nie
poluzuje polityki pieniężnej w
maju ...

... ale złagodzi ton komunikatu
...

... i przygotowuje grunt pod obniżkę
stóp w czerwcu

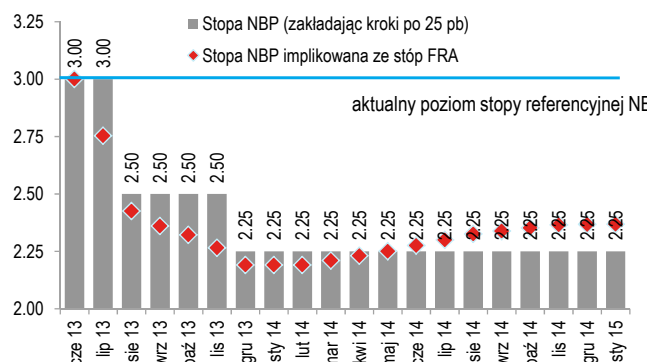
Biorąc pod uwagę słabsze od oczekiwań dane o aktywności gospodarczej, niższą od oczekiwań inflację oraz bardziej gołębi ton RPP oczekujemy kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej. Uwzględniając nasze prognozy dotyczące ścieżki inflacji i wzrostu gospodarczego sądzymy, że furtka do dalszego łagodzenia polityki monetarnej pozostanie otwarta do lipca. Zakładamy, że maju Rada zdecyduje się jedynie na złagodzenie tonu komunikatu, a do kolejnej obniżki stóp procentowych o 25 pb dojdzie w czerwcu. Uważamy, że jeszcze jedna obniżka stóp nie może być wykluczona w lipcu, gdy RPP zapozna się z najnowszym zestawem projekcji inflacji i wzrostu gospodarczego z NBP. Jednak biorąc pod uwagę to, że na sierpień nie zaplanowano posiedzenia RPP, po lipcu inflacja zacznie stopniowo rosnać, a wzrost gospodarczy będzie powoli przyspieszać, naszym zdaniem Radzie będzie trudniej obniżać stopy procentowe w II połowie roku. Tym samym podtrzymujemy zdanie, że rynek przeszacowuje skalę dalszego łagodzenia polityki pieniężnej (wycenia obniżki stóp o ok. 100 pb., Scenariusz rynkowy wydaje się popierać jedynie najbardziej gołębi członek Rady A. Bratkowski. Z kolei nasz scenariusz wspierają wypowiedzi kluczowego z punktu widzenia dalszych ruchów Rady J. Hausnera, który stwierdził w niedawnym wywiadzie, że RPP powinna uważać, żeby nie obniżyć stóp procentowych zbyt nisko.

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.

Miniony tydzień

PMI

PMI spadł bardziej niż
oczekiwał rynek drugi miesiąc
z rzędu ...

...zgodnie z tendencjami w
strefie euro...

... co stwarza ryzyko w dół dla
naszej prognozy produkcji ...

... i potwierdza brak sygnałów
szybkiej poprawy w
gospodarce

Indeks PMI spadł w kwietniu do 46,9 pkt z 48 pkt w marcu potwierdzając słabość polskiego sektora przemysłowego. Spadek indeksu PMI wpisał się w tendencję odpowiednich indeksów aktywności dla strefy euro oraz Niemiec (PMI/Ifo), ale spadek okazał się głębszy zarówno od oczekiwań rynku (47,6 pkt) oraz od naszych oczekiwań (47,4 pkt). Spadek indeksu wynikał ze spadków niemal wszystkich komponentów włączając kluczowe subindeksy produkcji oraz nowych zamówień. Jedynym pozytywnym sygnałem płynącym z danych był niewielki wzrost indeksu nowych zamówień eksportowych, ale indeks ten pozostał wyraźnie poniżej 50 pkt.

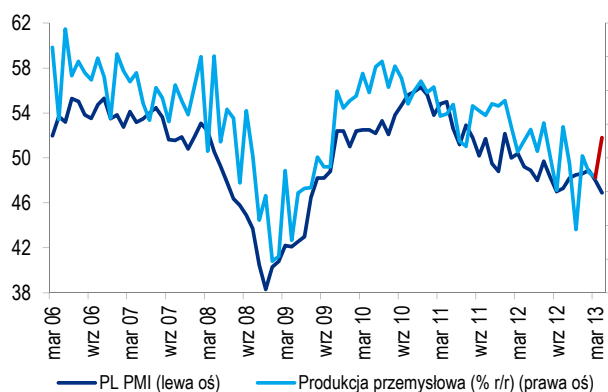
Dane o PMI stwarzają niewielkie ryzyko w dół dla naszej prognozy produkcji przemysłowej 3% r/r, która jest minimalnie niższa od rynkowego konsensusu (2,9% r/r). Zakładamy, że wzrost produkcji odreagował w kwietniu, ale głównie za sprawą większej liczby dni roboczych podczas gdy sytuacja w przemyśle może pozostać słaba również w najbliższych miesiącach. Dane o PMI są zgodne z naszym makroekonomicznym scenariuszem niskiego wzrostu gospodarczego. Oczekujemy jednak, że wzrost PKB będzie stopniowo przyspieszał (z 0,7% r/r w I kw. do 0,8-0,9% r/r w II kw. oraz 1,3% r/r w całym roku) za sprawą obniżającej się bazy z 2012 r. oraz powolnej poprawy konsumpcji prywatnej.

EBC

Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Europejski Bank Centralny zdecydował się obniżyć stopy procentowe o 25 pb. Główna stopa EBC została obniżona do rekordowo niskiego poziomu 0,50%, stopa pożyczkowa została obniżona o 50 pb, a stopa depozytowa pozostała na poziomie 0%. Jednocześnie EBC zdecydował się przedłużyć okres obowiązywania operacji płynnościowych zaspokajających w pełni zapotrzebowanie na płynność o kolejny rok (wobec półrocznych przedłużeń stosowanych dotychczas). Jednak bank centralny nie zdecydował się na wprowadzenie niestandardowych miar łagodzenia warunków kredytowych

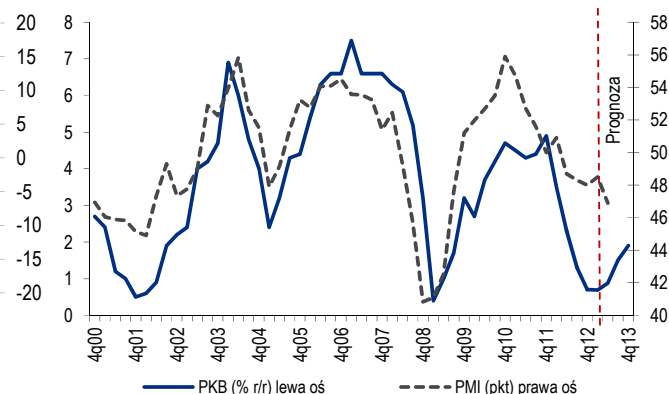
szczególnie dla sektora średnich i małych przedsiębiorstw, co było oczekiwane przez części uczestników rynku.

Wykres 5. PMI i produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. PMI vs. PKB



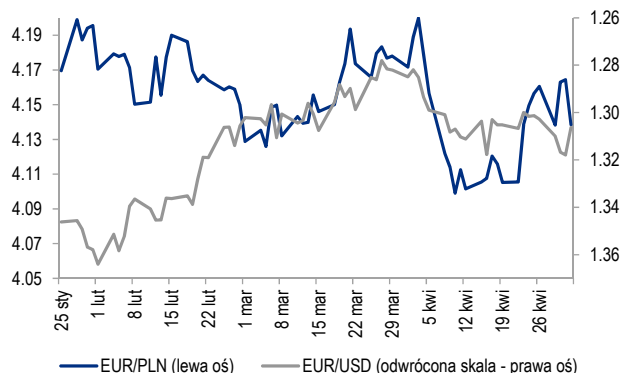
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Ekonomiści Citi oczekują jeszcze jednej obniżki stóp w tym roku. Ze sformułowań zawartych w komunikacie można przypuszczać, że przynajmniej jeden członek Rady EBC głosował przeciw obniżce stóp a przynajmniej jeden za obniżką o więcej niż 25 pb. M. Draghi powiedział ponadto, że EBC pozostaje gotowy do działania, co sugeruje, że wciąż jest przestrzeń do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Analitycy Citi wciąż oczekują jeszcze jednej obniżki stóp o 25 pb w tym roku. Prezes EBC wspominał również o możliwym wykorzystaniu struktur ABS w celu wsparcia kredytów dla przedsiębiorstw, jednak trudno obecnie przewidzieć kiedy ewentualny program EBC oraz EBI w tym zakresie miałyby zostać wprowadzony.

Polityka fiskalna

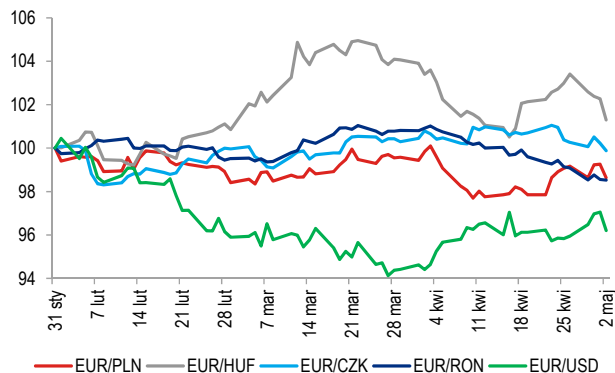
W programie konwergencji Ministerstwo Finansów prognozuje spadek deficytu fiskalnego w 2013 r. do 3,5%. Według Aktualizacji Programu Konwergencji, który miał być przesłany do Komisji Europejskiej do końca kwietnia rząd planuje obniżyć deficyt sektora finansów publicznych w tym roku do 3,5% PKB oraz do 3,3% PKB w 2014 r. z 3,9% PKB w 2012 r. Jednocześnie rząd zakłada przy tym wzrost gospodarczy w 2013 r. na poziomie 1,5% r/r oraz 2,5% r/r w 2014 r., co bazuje na stopniowym przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w Niemczech. Oceniamy prognozy dotyczące wzrostu PKB za realistyczne (nasza prognoza wzrostu na 2013 r. jest nieco niższa, a na 2014 r. nieco wyższa). Jednak podtrzymujemy opinię, że w scenariuszu dalszego spowolnienia gospodarczego w tym roku wobec 2012 oraz przy spadku inflacji, trudno będzie wyraźnie obniżyć deficyt fiskalny zgodnie z planem przedstawionym w APK. Również prognozy Komisji Europejskiej zakładają wyższy niż w projekcjach MF poziom deficytu fiskalnego: 3,9% PKB w 2013 oraz 4,1% w 2013. Naszym zdaniem deficyt w bieżącym roku może być rzeczywiście bliski 4% PKB, jednak w przyszłym roku obniży się w kierunku 3,5%, między innymi dzięki nieuwzględnionej w prognozach KE decyzji o pozostawieniu stawki VAT na podniesionym poziomie.

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



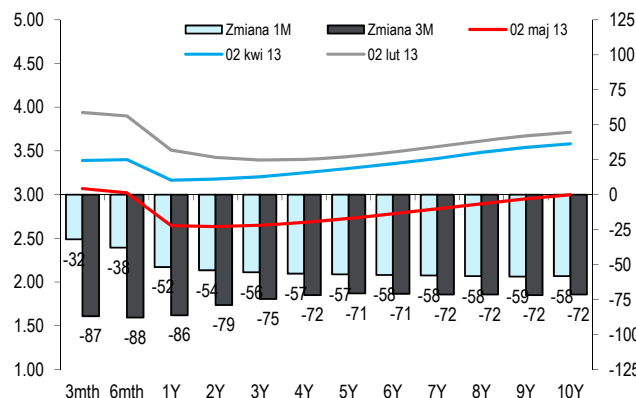
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



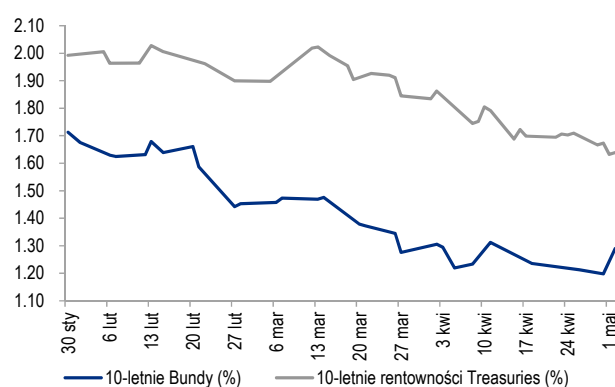
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 15. Krzywa swap



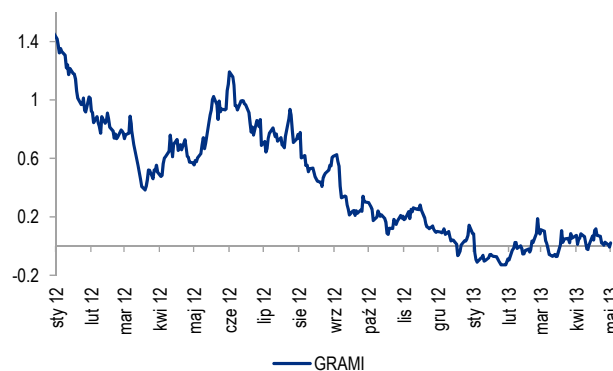
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 16. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



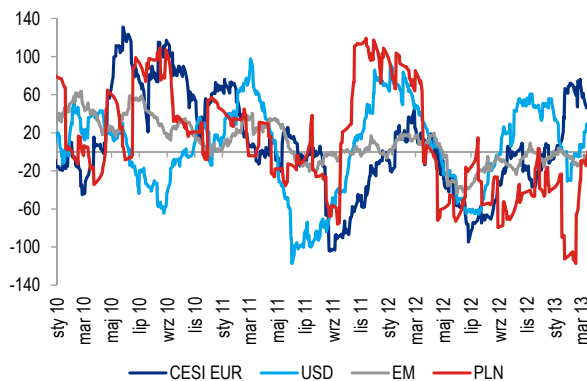
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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
Place 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 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.
