

CitiWeekly

Koniec cyklu obniżek stóp już blisko

- Oczekujemy stabilizacji inflacji w maju na poziomie 0,8% r/r, choć dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego szacunku. Sądzymy, że w II połowie roku inflacja zacznie powoli rosnąć, ale pozostanie znacznie poniżej celu banku centralnego. Niemniej jednak taka sytuacja może mieć ograniczony wpływ na dalsze ruchy w polityce pieniężnej.
- W ubiegłym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pb, a stopa referencyjna spadła do 2,75%. Jednocześnie RPP stwierdziła, że dotychczas dokonane obniżki stóp powinny ograniczyć ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu NBP. Ponadto prezes NBP M. Belka wyjaśnił, że RPP będzie zwracała uwagę przede wszystkim na inflację oczekiwaną w średnim terminie, która najprawdopodobniej ukształtuje się na wyższym poziomie niż w kolejnych miesiącach tego roku. Sądzymy, że w lipcu RPP obniży stopy po raz ostatni.
- W ubiegłym tygodniu NBP zainterweniował na rynku walutowym po raz pierwszy od końca 2011 r. Naszym zdaniem celem banku centralnego było przede wszystkim ograniczenie zmienności złotego, a nie odwrócenie trendu czy obrona konkretnego poziomu. Naszym zdaniem NBP nie będzie w stanie odwrócić tendencji na rynkach globalnych czy w regionie, ale może ograniczyć skłonność inwestorów krótkoterminowych do gry przeciw złotemu.
- W czerwcu EBC utrzymał parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. Ekonomiści Citi oczekują, że ożywienie gospodarcze w strefie euro się opóźni, a EBC obniży stopy jeszcze raz w IV kw. W tym tygodniu za granicą poznamy dane o produkcji w USA i strefie euro oraz dane o sprzedaży detalicznej w USA.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,22	3,32	4,85	1,27	2,50	0,50	2,65	1,40	2,10
III KW 14	4,08	3,26	4,69	1,25	2,50	0,25	3,53	1,50	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 24.05.2013 r.

Wykres 2. Kurs EURPLN - NBP przeprowadził pierwszą interwencję walutową od 2011 r.



Źródło: GUS Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

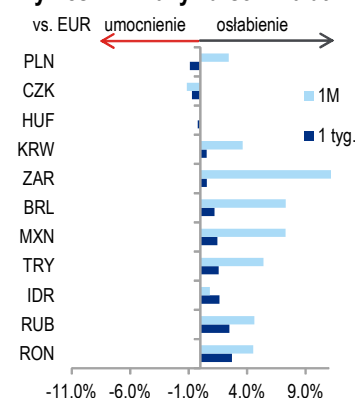
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 31.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

EUR/PLN	4.24	-0.9%	2.4%	4.1%	-8.8%
USD/PLN	3.21	-2.5%	1.4%	4.0%	-10.3%
EUR/USD	1.32	1.7%	1.1%	0.2%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.75	-25	-50	-150	-25
WIBOR 3M	2.75	1	-28	-138	-86
FRA1x4	2.59	0	-21	-122	-113
FRA3x6	2.57	11	-2	-83	-145
FRA6x9	2.57	17	14	-47	-168
FRA9x12	2.60	17	19	-32	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1383.9	-0.2%	-4.7%	-17.3%	7.0%
Ropa	104.3	3.5%	-1.9%	-4.5%	-4.6%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2488.8	0.1%	6.0%	-3.6%	20.4%
S&P	1643.4	0.8%	1.1%	15.2%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.52	3	22	21	-52
10Y Treasuries	2.18	5	40	42	-12

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
10 cze PONIEDZIAŁEK							
09:00	CZ	CPI	% r/r	V	1.6	1.6	1.7
11 cze WTOREK							
10:30	UK	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	0.0	0.0	0.7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	IV		0.2	0.4
12 cze ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV	-0.6	-1.2	-1.7
13 cze CZWARTEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	V	0.8	0.7	0.8
14:30	USA	Ceny importu	% m/m	V	-0.5	0.0	-0.5
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	V	355.0	345.0	346.0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0.4	0.4	0.1
14 cze PIĄTEK							
11:00	EMU	Finalny HICP	% r/r	V	1.4		1.2
14:30	USA	PPI	% m/m	V	0.2	0.1	-0.7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-0.1	0.2	-0.5
15:15	USA	Wykorzystanie mocy wytwórczych	% m/m	V	77.6	77.9	77.8
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	VI	82.5	84.5	84.5

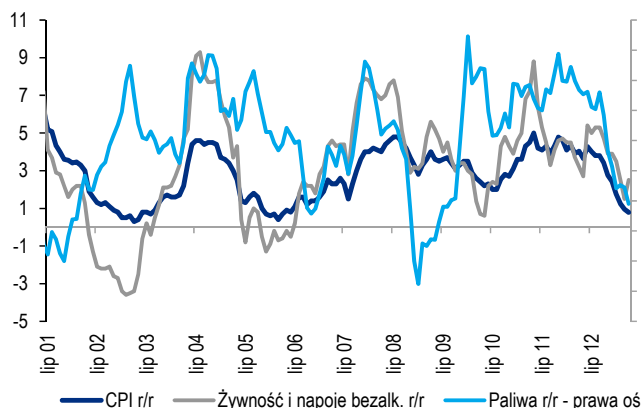
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Inflacja – Oczekiwana stabilizacja na poziomie 0,8% r/r

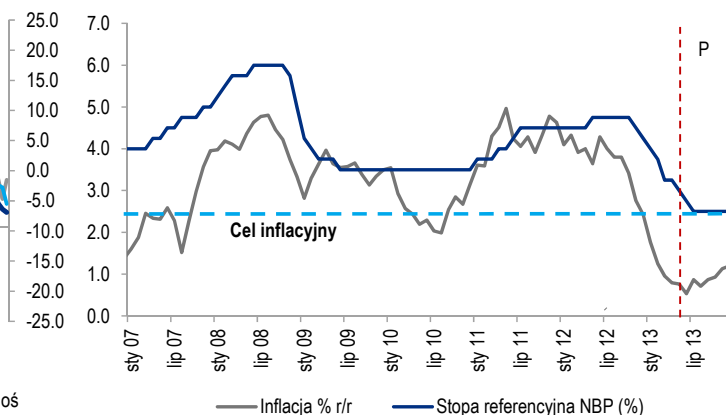
Oczekujemy stabilizacji inflacji w maju na poziomie 0,8% r/r, choć dostrzegamy ryzyko w dół dla naszego szacunku. Nasza prognoza jest nieco powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 0,7% r/r. Na naszą prognozę składa się dalszy spadek cen paliw oraz nieznaczne odbicie cen żywności, podczas gdy presja cenowa w pozostałych komponentach inflacji pozostaje bardzo niska. Oczekujemy, że inflacja osiągnie dołek w czerwcu, a w kolejnych miesiącach wzrośnie nieznacznie do ok. 1,1-1,2% r/r na koniec roku. Jednocześnie zakładamy w naszych prognozach dalszy wzrost inflacji powyżej 2% w 2015 r.

Wykres 3. Inflacja, wzrost cen paliw i żywności (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

USA/Strefa euro

W USA poznamy w tym tygodniu dane o sprzedaży detalicznej za maj, które według ekonomistów Citi oraz rynkowego konsensusu będą całkiem dobre. Jednak jeden miesiąc dobrych danych nie zmieni istotnie obrazu dosyć słabych wydatków konsumpcyjnych w II kwartale tego roku. Z kolei produkcja przemysłowa najprawdopodobniej spadła w maju, a słabe wyniki w przemyśle są głównym powodem niskiej prognozy Citi wzrostu PKB w II kwartale w USA.

W strefie euro poznamy dane o produkcji przemysłowej za kwiecień, która najprawdopodobniej zanotowała kolejny wzrost w ujęciu miesięcznym po bardzo silnym wzroście w marcu, do czego przyczyniły się dane z Niemiec.

Miniony tydzień

RPP – Prawdopodobny koniec cyklu obniżek stóp w lipcu

W czerwcu RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, a stopa referencyjna spadła do 2,75%. Jednocześnie RPP dokonała dosyć istotnej zmiany w ostatnim paragrafie komunikatu, gdzie stwierdziła, że dotychczas dokonane obniżki stóp procentowych wspierają ożywienie gospodarcze oraz ograniczają ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu NBP. Dla porównania w poprzednim miesiącu Rada podkreśliła, że przyszłe decyzje będą zależeć od perspektyw inflacji. Naszym zdaniem taka zmiana może sygnalizować, że RPP rozważa zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i nie chce się już dłużej kierować danymi o inflacji tym bardziej biorąc pod uwagę prawdopodobny jej dalszy spadek w lecie wynikający ze zmian cen kontrolowanych administracyjnie.

Prezes NBP M. Belka wysłał silny sygnał do inwestorów sygnalizując, że choć cykl łagodzenia polityki pieniężnej się nie skończył to zbliża się do końca. Prezes Belka powiedział także, że na lipcowym posiedzeniu Rada będzie gotowa, aby wysłać jasny sygnał do rynku w kwestii perspektyw stóp procentowych, co według naszych przypuszczeń może oznaczać, że w lipcu RPP zapowie koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Podobnie jak w poprzednich miesiącach Marek Belka powtórzył, że RPP chciałaby utrzymać dodatnie realne stopy procentowe, ale zdefiniowane, jako różnica między nominalną stopą procentową, a

przyszłoroczną inflacją prognozowaną przez analityków, zamiast bieżącą inflacją. To sprostowanie może mieć potencjalnie ważne implikacje dla polityki pieniężnej, gdyż inflacja bieżąca jest obecnie na poziomie 0,8% r/r, podczas gdy konsensus prognoz analityków inflacji za 12 miesięcy wynosi 2,1% r/r (według ankiety Reutersa). Innymi słowy, według RPP realna stopa procentowa wynosi obecnie 0,6%, a nie 2%, co oznacza, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp wyraźnie się zmniejszyła.

Komunikat RPP po czerwcowym posiedzeniu oraz komentarze członków Rady wspierają nasz pogląd, że Rada obniży stopy procentowe w lipcu. Jednocześnie sądzimy, że to będzie ostatnia obniżka stóp w tym cyklu. W podobny sposób zinterpretowały tę wiadomość rynki finansowe, co doprowadziło do wzrostu stóp FRA (stop FRA 6x9 wzrosło do końca ubiegłego tygodnia o ok. 15 pb i ruch ten był kontynuowany na początku tego tygodnia)

Rynek walutowy – Pierwsze interwencje NBP od 2011 r.

W piątek popołudniu bank centralny dokonał interwencji na rynku walutowym kilkukrotnie sprzedając waluty obce w zamian za złotego. W tym czasie kurs EUR/PLN spadł do 4,23 z 4,30, co odwróciło 2% osłabienie z poprzednich dwóch sesji. Bank centralny potwierdził interwencje w oficjalnym komunikacie pod koniec piątkowej sesji. To była pierwsza interwencja od końca 2011 r. (patrz: [Poland Macro View: FX Interventions – Either Big or None](#)), gdy resort finansów oraz bank centralny broniły złotego przed nadmiernym osłabieniem, aby uniknąć wzrostu długu publicznego powyżej kluczowego poziomu progowego zapisanego w polskim prawie. Choć mogłoby się wydawać, że interwencja walutowa mogła być sprzeczna z wypowiedziami prezesa NBP z konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu RPP (że słaby złoty nie jest zmartwieniem) to Marek Belka stwierdził, że bank centralny przeprowadził interwencję, aby ograniczyć zmienność złotego i zniechęcić inwestorów krótkoterminowych do gry przeciw złotemu. Biorąc pod uwagę to, że ostatnio obserwowane osłabienie złotego było częściowo powodowane przez odpływ kapitału z rynków wschodzących sądzimy, że presja na deprecjację złotego może powrócić. Z drugiej strony obecność banku centralnego na rynku może tymczasowo ograniczyć niepokój inwestorów długoterminowych i zminimalizować ryzyko panicznej wyprzedaży.

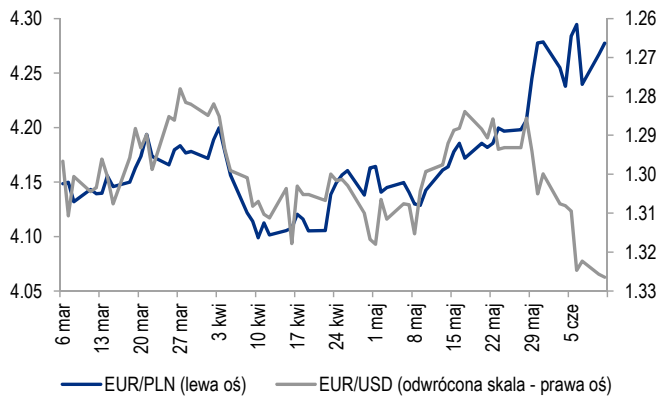
Uważamy, że RPP jest zadowolona z obecnych poziomów złotego, które wspierają eksporterów. Choć z punktu widzenia polityki pieniężnej wyższy kurs EUR/PLN byłby pożądanym to nadmierne osłabienie złotego (powyżej 4,40) mogłoby ponownie istotnie zwiększyć ryzyko wzrostu długu publicznego w okolicach 55% PKB.

EBC – parametry polityki pieniężnej bez zmian

EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie, zgodnie z oczekiwaniami rynku. Europejski Bank Centralny zrewidował swoje prognozy podwyższając o 0,1 pkt proc szacunek PKB na 2014 r. do 1,1% r/r, ale utrzymał prognozę inflacji na poziomie 1,3%. Prezes EBC stwierdził, że polityka pieniężna banku pozostanie akomodacyjna tak długo jak będzie to potrzebne. Prezes EBC Mario Draghi zwrócił uwagę, że powodem do niepokoju może być niska dynamika kredytów, ale pozytywnie na perspektywy ożywienia gospodarczego powinno wpływać środowisko niskiej inflacji. Prezes Draghi powiedział, że EBC jest gotów by działać, włączając w to obniżenie stopy depozytowej poniżej zera, jeśli będzie to

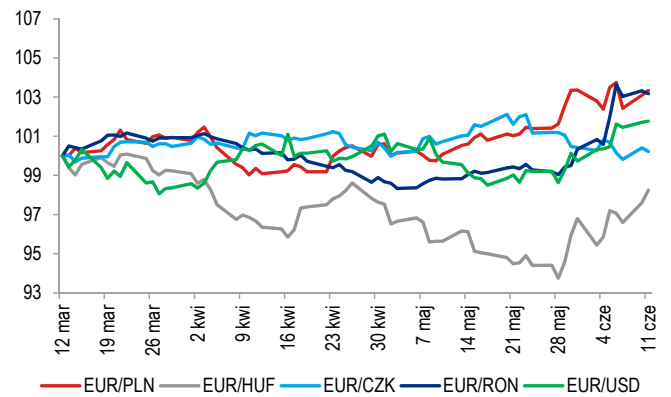
konieczne, ale obecnie te narzędzia pozostaną „odłożone na półkę”. Analitycy Citi podtrzymują swoje oczekiwania, że ożywienie gospodarcze w strefie euro przyjdzie z opóźnieniem dopiero w II połowie roku, a wzrost cen pozostanie umiarkowany, co pozwoli na jeszcze jedną obniżkę stóp o 25 pb, najprawdopodobniej w IV kwartale tego roku.

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



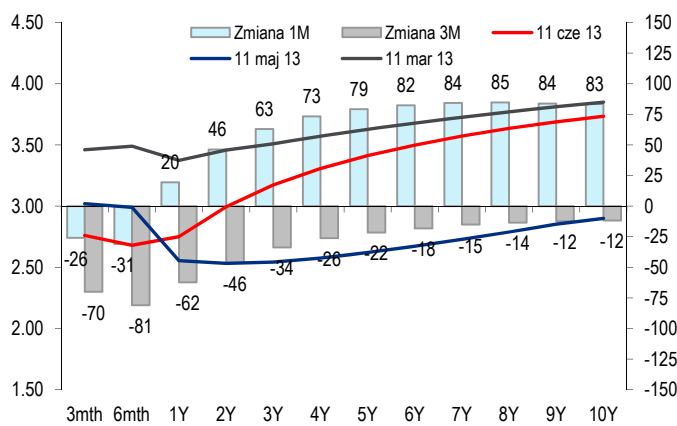
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



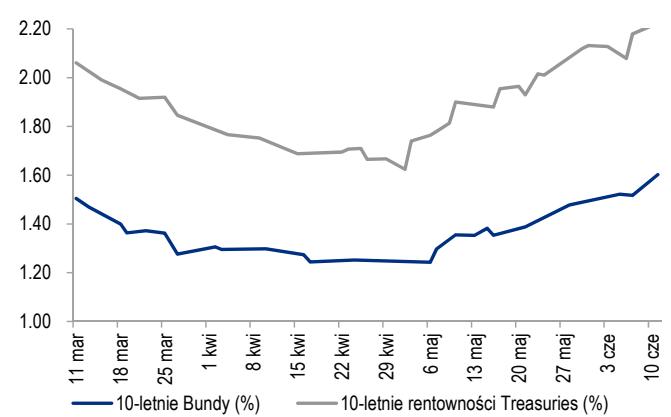
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



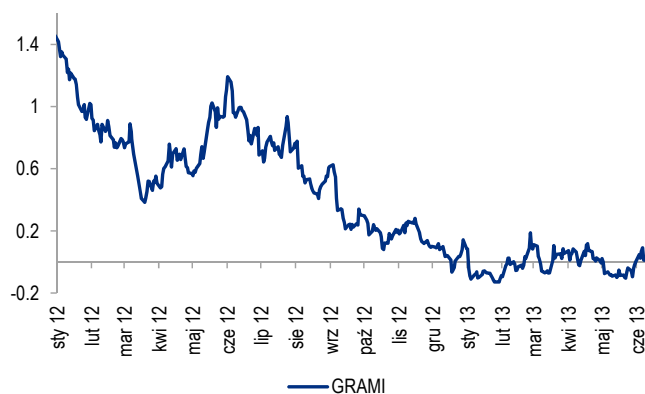
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



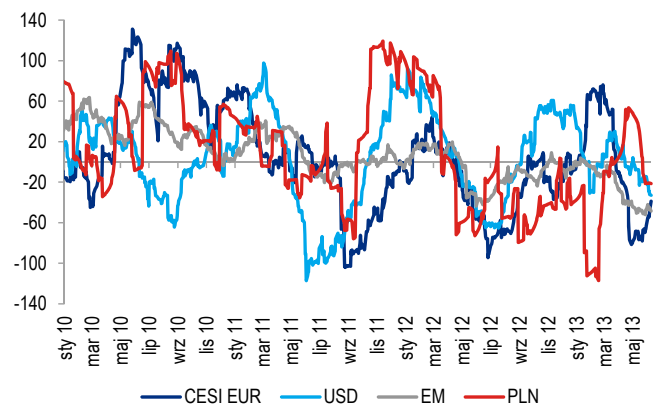
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	494	523
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,727	12,821	13,576
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	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
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	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.2	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.0
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.68	3.72
WIBOR1M, (% koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.85	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.38	3.20
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.31	3.29
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.24	4.01
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.21	4.11
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
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	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.3	54.2
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	36.4	37.1

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 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.