

CitiWeekly

RPP, EBC i Fed bez niespodzianek

- Naszym zdaniem RPP pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie na lutowym posiedzeniu. Nie spodziewamy się także istotnej zmiany komunikatu. Biorąc pod uwagę przyspieszający wzrost gospodarczy i stopniowy wzrost inflacji wciąż oczekujemy 1-2 podwyżek stóp procentowych w 2014 roku, w tym pierwszej już we wrześniu-październiku.
- W tym tygodniu poznamy też decyzję EBC. Chociaż w tym miesiącu nie oczekujemy istotnych zmian w polityce pieniężnej w strefie euro, analitycy Citi spodziewają się w kolejnych miesiącach jeszcze jednej obniżki stóp i zastosowania dodatkowych narzędzi łagodzących warunki monetarne ze względu na niską inflację i zagrożenia dla wzrostu.
- Choć wzrost gospodarczy spowolnił w 2013 r. do 1,6% r/r (z 1,9% w 2012 r.), to był on wyższy od oczekiwań za sprawą wyższej kontrybucji eksportu netto. Biorąc pod uwagę dane za cały rok szacujemy, że wzrost PKB przyspieszył w IV kwartale ubiegłego roku do 3% r/r. Jednocześnie spodziewamy się, że skala ożywienia w polskiej gospodarce nabierze tempa, w tym roku głównie dzięki popytowi krajowemu, a wzrost PKB osiągnie poziom 3,0%-3,5%. Wsparciem dla scenariusza dalszego przyspieszenia gospodarczego jest wysoki poziom indeksu PMI, który w styczniu wzrósł znacznie bardziej niż oczekiwano (do 55,4 pkt).
- W ubiegłym tygodniu złoty tracił na wartości wobec euro, co w obliczu zawirowań na międzynarodowych rynkach walutowych wywołało interwencje werbalne ze strony zarówno banku centralnego i Ministerstwa Finansów. Sądzymy, że faktyczna interwencja ze strony NBP mogłaby nastąpić dopiero, gdyby zmienność złotego i skala jego osłabienia była znacznie większa niż innych walut EM.
- Mimo osłabienia walut krajów EM ekonomiści Citi oczekują, że podobnie jak w styczniu, tak i w kolejnych miesiącach Fed będzie redukował program skupu aktywów i zakończy ten proces na jesieni, a pierwsza podwyżka stóp może nadejść w połowie 2015 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

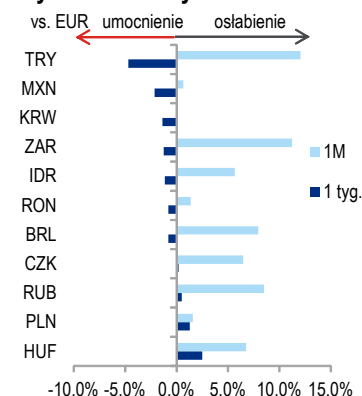
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



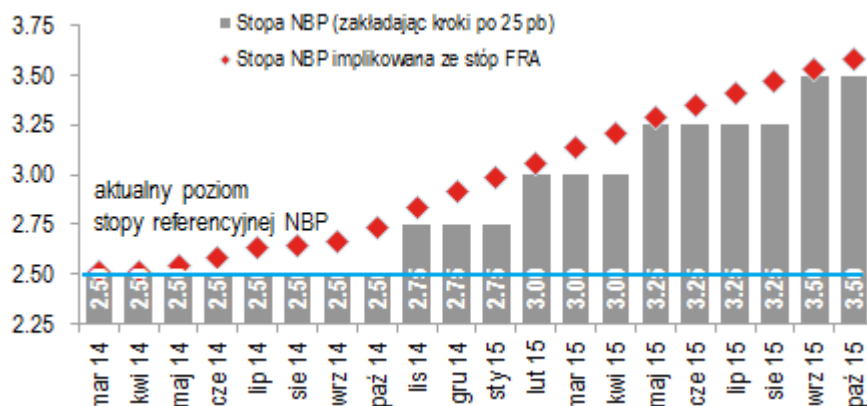
Według stanu na dzień 31.1.2014

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 13	4,10	2,99	5,13	1,37	2,50	0,25	2,66	4,50	1,75	2,85
IV KW 14	4,05	2,89	5,06	1,40	3,00	0,00	3,52	4,80	1,80	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.1.2014 r.

Wykres 2. Rynek zaczął wyceniać pierwszą podwyżkę stóp procentowych w październiku zgodnie z naszym scenariuszem.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Spis treści

- Podsumowanie
- Kalendarz publikacji
- Zapowiedź tygodnia
- Miniony tydzień
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 2
- 3
- 7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 lut PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	ISM w przemyśle	% r/r	I	55,0	56,0	57,0
4 lut WTOREK							
14:30	USA	Zamówienia w przemyśle	%	XII	-1,9	-1,6	1,4
5 lut ŚRODA							
09:58	EMU	PMI w usługach	pkt	I	51,9	51,9	51,0
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	1,7	1,5	1,5
	PL	Decyzja RPP	%	II	2,5	2,5	2,5
14:30	USA	Raport ADP	tys.	I		190,0	238,0
16:00	USA	ISM w usługach	pkt	I	53,5	53,7	53,0
6 lut CZWARTEK							
	PL	Przetarg obligacji					
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	XII	-0,5	0,4	2,1
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	II	0,50	0,50	0,50
13:45	GB	Decyzja EBC	%	II	0,25	0,25	0,25
14:30	USA	Wydajność pracy	% r/r	IV kw.	3,9	2,5	3,7
14:30	USA	Jednostkowe koszty pracy	% r/r	IV kw.	-1,0	-0,5	-2,0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340	335	348
7 lut PIĄTEK							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	0,9	0,5	1,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	I	180	184	74
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	I	6,7	6,7	6,7

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

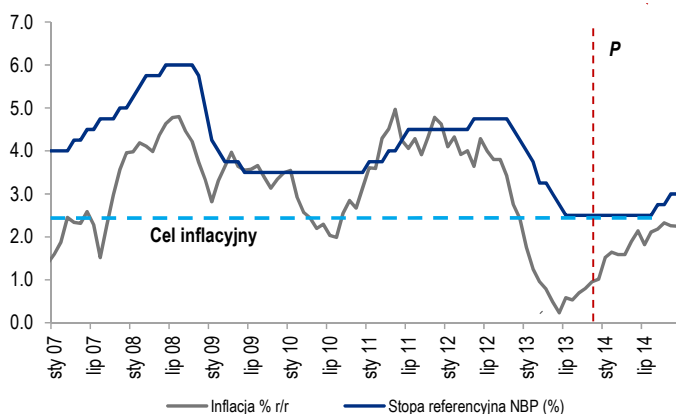
Zapowiedź tygodnia

Nie oczekujemy niespodzianek ze strony RPP

Naszym zdaniem RPP pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie na lutowym posiedzeniu. Nie spodziewamy się także istotnej zmiany komunikatu. Biorąc pod uwagę ograniczoną reakcję złotego na sytuację na międzynarodowych rynkach walutowych sądzimy, że osłabienie wielu walut gospodarek wschodzących nie będzie miało istotnego wpływu na decyzję RPP w tym miesiącu. Naszym zdaniem Rada skupi się na perspektywach polskiej gospodarki. W tym względzie dane opublikowane w grudniu potwierdziły stopniową poprawę w gospodarce, choć jednocześnie były słabsze od oczekiwań, włączając w to dane o produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej, płacach i sprzedaży detalicznej. Jednak mimo negatywnych niespodzianek ton komentarzy członków RPP stał się bardziej jastrzębi sygnalizując, że zacieśnienie polityki pieniężnej najprawdopodobniej rozpocznie się w tym roku. To z kolei doprowadziło do wzrostu rynkowych stawek FRA i obecnie rynek

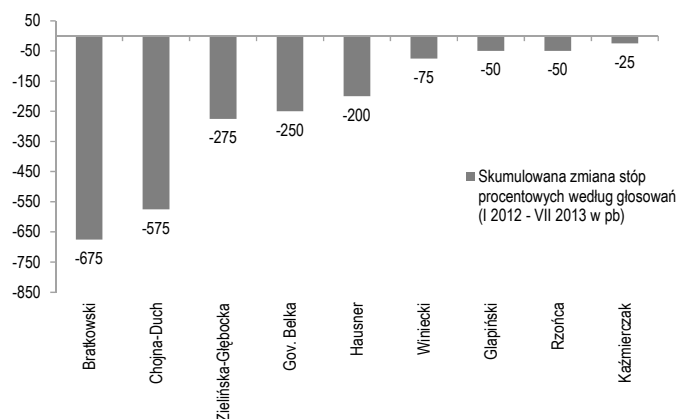
oczekuje, że pierwsza podwyżka stóp mogłaby nastąpić już w październiku, podczas gdy jeszcze na początku roku rynek oczekiwał podwyżki stóp w styczniu-lutym 2015. Andrzej Bratkowski, który był jednym z najbardziej gołych członków Rady w ostatnim cyklu łagodzenia polityki pieniężnej powiedział, że pierwsza podwyżka stóp procentowych jest możliwa w IV kwartale tego roku i widział asymetryczne ryzyko, że mogłaby ona nastąpić raczej wcześniej niż później. Jednocześnie J. Hausner, kluczowy członek RPP dla decyzji o zmianie stóp procentowych w ostatnim cyklu polityki pieniężnej powiedział, że jest „optymistą” w kwestii wzrostu gospodarczego, a Rada zapewne nie zasygnalizuje wydłużenia okresu *quasi-forward guidance* poza I połowę 2014 r. Jego zdaniem RPP najprawdopodobniej rozważy również zacieśnienie polityki pieniężnej w II połowie 2014 r. Te komentarze wraz z naszymi szacunkami stopniowego wzrostu inflacji powyżej 2% w IV kwartale 2014 r. i przyspieszenia wzrostu PKB powyżej tempa potencjalnego wspierają nasz scenariusz zakładający 1-2 podwyżki stóp w tym roku, rozpoczynając od września-października.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopień „gołębkości/jastrzębkości” członków RPP na podstawie historii głosowań.



Źródło: NBP, Citi Handlowy. *W naszej ocenie J. Osiatyński jest zwolennikiem prowadzenia łagodniejszej polityki pieniężnej niż Z. Gilowska, którą zastąpił.

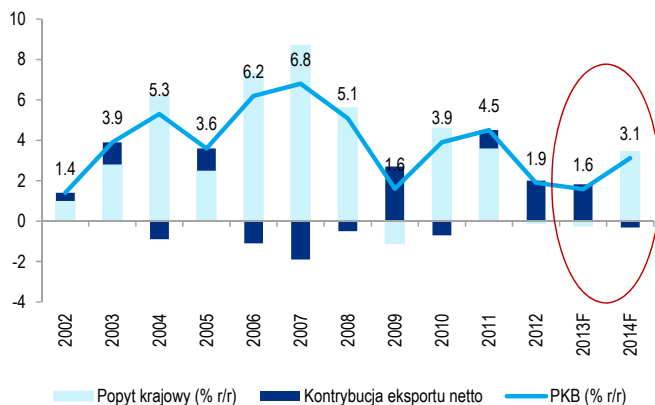
Miniony tydzień

PKB za 2013 r. lepszy od oczekiwań

Wzrost gospodarczy w 2013 r. wyniósł 1,6% r/r i był wyższy od rynkowego konsensusu na poziomie 1,5%. GUS opublikował dane za cały rok bez publikacji szczegółowych danych za IV kwartał, ale bazując na już dostępnych danych za pierwsze trzy kwartały wydaje się, że wzrost gospodarczy przyspieszył wyraźnie w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku. Nasze wstępne szacunki sugerują, że wzrost PKB w IV kwartale wyniósł ok. 3% r/r wobec 1,9% w III kw, co byłoby powyżej potencjalnego tempa wzrostu na poziomie ok. 2,5%.

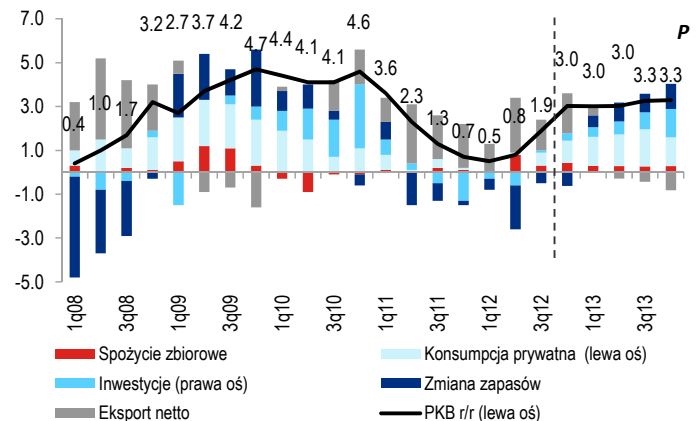
W porównaniu do naszych szacunków najbardziej zaskoczyła większa od oczekiwań kontrybucja eksportu netto, podczas gdy popyt krajowy zaskoczył w dół. Szczegółowe rozbieżności pokazuje, że zaskoczenie w dół w popycie krajowym nastąpiło głównie w wyniku wolniejszego procesu odbudowy zapasów. W całym roku konsumpcja prywatna wzrosła o 0,8% r/r, podczas nakłady na środki trwałe spadły o 0,4% r/r.

Wykres 5. Wzrost PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Citi prognoza Handlowy.

Wykres 6. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wciąż podtrzymujemy naszą prognozę, która jest powyżej konsensusu i oczekujemy wzrostu PKB o 3,1% r/r w 2014 r. Ponadto dostrzegamy asymetryczne ryzyko w górę dla naszej prognozy i sądzimy, że gospodarka mogłaby się rozwijać nawet w tempie 3,5%, jeśli pozytywne trendy w niemieckiej gospodarce i w strefie euro będą kontynuowane. To oznaczałoby znaczące zmniejszenie, jeśli nie całkowite domknięcie, luki popytowej w ciągu najbliższych kilkunastu miesięcy.

Choć wyprzedaż walut w krajach rozwijających się zwiększa niepewność i mogłaby wpłynąć negatywnie na nastroje przedsiębiorców, to na tym etapie nie sądzimy, aby to zahamowało wyraźne ożywienie w polskiej gospodarce. Popyt krajowy wydaje się odporny, podczas gdy osłabienie waluty będzie wspierać konkurencyjność polskiej gospodarki na rynkach zagranicznych. Naszym zdaniem polska gospodarka mogłaby ucierpieć jedynie w przypadku wyraźnego osłabienia aktywności gospodarczej w Niemczech.

Mocny wzrost PMI za luty wspiera scenariusz dalszego ożywienia

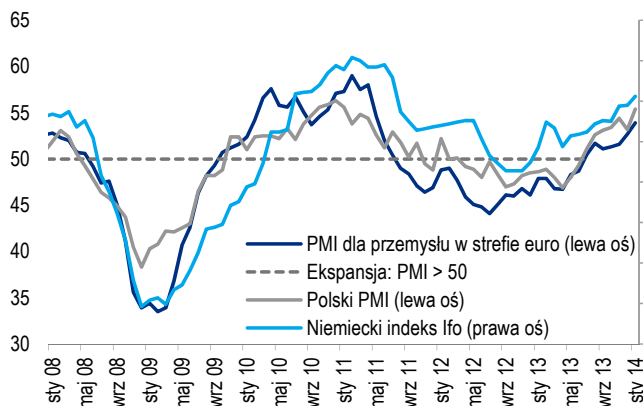
Indeks aktywności PMI dla przemysłu zaskoczył w górę, podobnie jak w innych krajach regionu. PMI wzrósł do 55,4 pkt z 53,2 w grudniu wobec rynkowego konsensusu na poziomie 53,9 pkt oraz naszej prognozy 54 pkt. Wzrost PMI był zgodny ze wzrostem PMI dla strefy euro (do 53,9 z 52,7) oraz z wzrostem niemieckiego Ifo (do 110,6 ze 109,5) i wynikał głównie ze znacznego wzrostu indeksu zatrudnienia, nowych zamówień oraz produkcji. Dobre dane o aktywności w przemyśle wspierają nasz scenariusz wyraźnego ożywienia gospodarczego.

Interwencje werbalne MinFin i banku centralnego

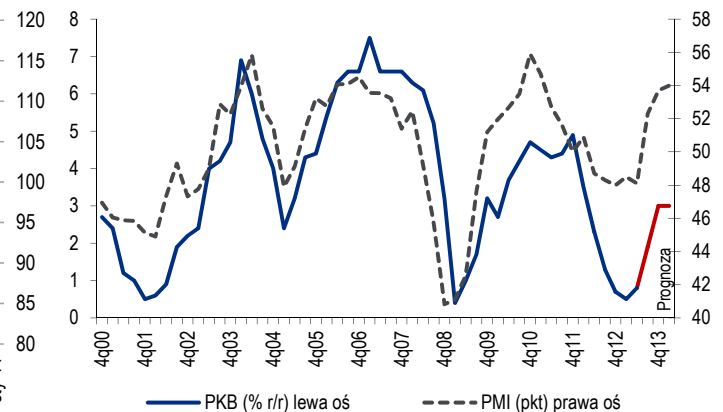
W ubiegłym tygodniu przedstawiciele zarówno banku centralnego jak i Ministerstwa Finansów starali się wysłać do rynku uspokajające sygnały nt. sytuacji na rynku walutowym, co można było odebrać jako delikatną formę interwencji werbalnej. Minister Finansów sugerował, że nie ma obaw co do stabilności złotego ze względu na dobre fundamenty polskiej gospodarki. Tymczasem członek zarządu NBP powiedział, że NBP monitoruje sytuację i będzie gotowy do działania, gdyby zmienność na rynku walutowym była zbyt duża. Nie sądzimy, aby bank centralny bronił konkretnego poziomu kursu walutowego, a historia poprzednich interwencji

wskazuje, że NBP preferuje sporadyczną sprzedaż euro, ale za to o relatywnie dużej wartości. Sądzymy też, że bardziej skłonne do interwencji byłoby Ministerstwo Finansów, które już w grudniu prawdopodobnie sprzedało ponad 3 mld EUR. Od tego czasu MF zapewne zdołało odbudować poziom depozytów walutowych do ok. 5-6 mld EUR, co daje resortowi amunicję na wypadek interwencji.

Wykres 7. PMI w strefie euro i w Polsce oraz niemiecki Ifo



Wykres 8. PMI w przemyśle i wzrost PKB



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Źródło: Reuters, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Sądzymy, że złoty jest jedną z relatywnie odpornych walut gospodarek wschodzących na zawirowania na globalnych rynkach. Jednak w przypadku nasilania się napięć na rynkach wschodzących, polskie aktywa mogą również znaleźć się pod presją, choć relatywnie mniejszą niż na przykład Turcja lub RPA. Sądzymy, że interwencja walutowa NBP jest możliwa jedynie w przypadku, gdyby złoty osłabiał się znacznie bardziej niż inne waluty krajów rozwijających się, ale zapewne Ministerstwo Finansów może być już wcześniej aktywne na rynku. Choć w krótkim terminie podwyższona zmienność kursu złotego może się utrzymać oczekujemy, że do końca roku złoty umocni się wobec euro w stronę 4,05.

Fed ograniczył skup aktywów mimo zawirowań w EM

Zgodnie z oczekiwaniami na posiedzeniu w styczniu Fed ponownie zmniejszył skalę skupu aktywów o 10 mld \$ miesięcznie do 65 mld \$. Komitet FOMC nie zasygnalizował, żeby zawirowania na rynkach wschodzących oraz słabsze dane o zatrudnieniu w USA za grudzień miały wpływ na perspektywy polityki pieniężnej w USA. Fed podtrzymał forward guidance sygnalizując, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie na długo po tym jak stopa bezrobocia spadnie poniżej 6,5%. Według analityków Citi, Fed zakończy program QE już na jesieni tego roku, a pierwsze podwyżki stóp procentowych są możliwe już w połowie 2015 r. Jednocześnie w ocenie stanu gospodarki i przy decyzjach w polityce pieniężnej bank centralny będzie kierował się szerszym zestawem danych z rynku pracy ze względu na ułomności wskaźnika, jakim jest stopa bezrobocia.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	581
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,630	1,707
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,384	15,103
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	13.4	13.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.5	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	1.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.6	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.7	2.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.4
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9
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	2.40	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.42	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.95
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.05
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-9.4	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.8	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.3	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	205.9	233.4
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.6	231.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.7	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-23.6	-27.9
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	90.3
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	-4.2	5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.5	46.9
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.3	30.0

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.