

CitiWeekly

EBC przemówił i ... tym razem nie rozczarował

- W rozpoczynającym się tygodniu opublikowane zostaną dane o inflacji w maju oraz bilansie płatniczym w kwietniu. Oczekujemy tylko niewielkiego wzrostu wskaźnika inflacji do 0,5% r/r, wobec 0,3% w kwietniu. W przypadku rachunku obrotów bieżących spodziewamy się kolejnej nadwyżki, tym razem na poziomie około 0,3 mld euro.
- W minionym tygodniu kluczowym wydarzeniem na świecie było posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC obniżył swoją podstawową stopę do 0,15%, a stopę depozytową do minus 0,1%. Przedstawiono również listę działań zapewniających finansowanie bankom, o ile zdecydują się one na zwiększenie akcji kredytowej dla gospodarki.
- Podjęte działania zostały dobrze przyjęte przez rynki, choć zapewne nie wystarczają aby zauważalnie (a tym bardziej szybko) podnieść inflację w kierunku celu. Program zakupu aktywów (QE) wciąż wydaje się prawdopodobnym rozwiązaniem, po które EBC może sięgnąć pod koniec roku.
- W Polsce RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian ale złagodziła swój komunikat, sugerując nawet możliwość cięcia stóp procentowych na przykład gdyby wzrost wyhamował, a niewielka dotychczas inflacja przeszła w uporczywą deflację. Oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian w najbliższych kwartałach, a kolejna zmiana stóp będzie w górę i nastąpi około połowy 2015.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

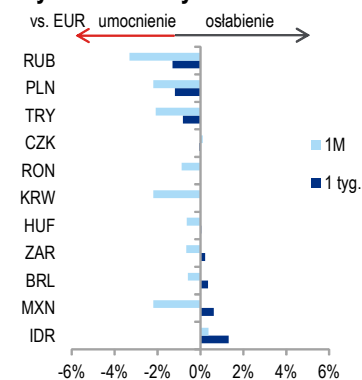
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



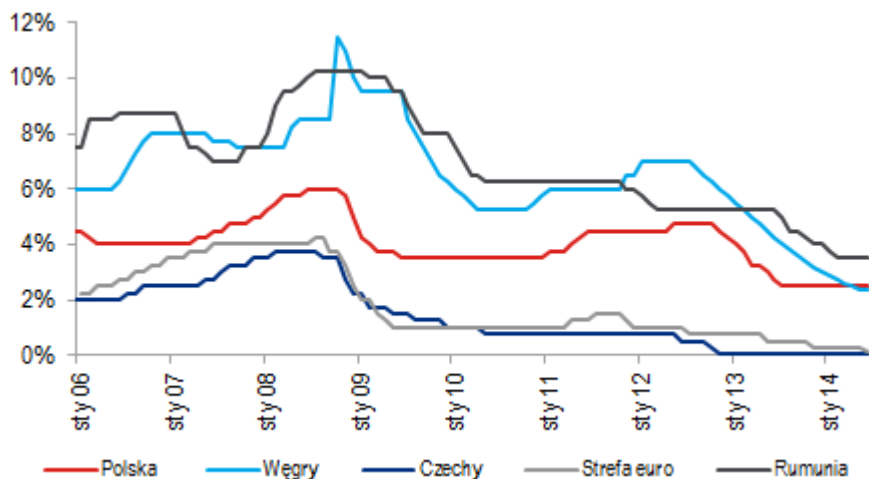
Według stanu na dzień 6.06.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,24	3,07	5,30	1,38	2,50	0,10	2,72	4,05	1,60	2,95
III KW 15	4,15	3,01	5,19	1,38	3,00	0,10	3,25	4,75	1,80	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.5.2014 r.

Wykres 2. Zgodnie z oczekiwaniami EBC obniżył stopy procentowe.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

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
9 cze PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Indeks nastrojów inwestorów Sentix					
10 cze WTOREK							
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	IV	1.0	0.5	1.1
11 cze ŚRODA							
12 cze CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	IV		0.4	-0.3
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	309.0	310.0	312.0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0.8	0.6	0.1
13 cze PIĄTEK							
14:00	PL	Inflacja	% r/r	V	0.5	0.5	0.3
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	IV	349	520	517
14:00	PL	Eksport	mln EUR	IV	13966	13960	14168
14:00	PL	Import	mln EUR	IV	13335	13509	13693
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	VI	82.0	83.0	81.9

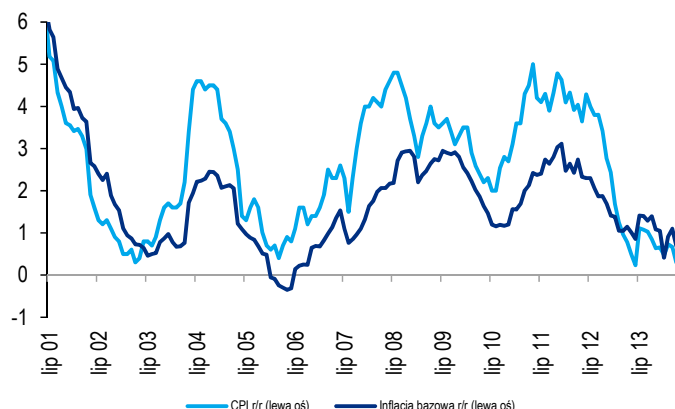
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Inflacja

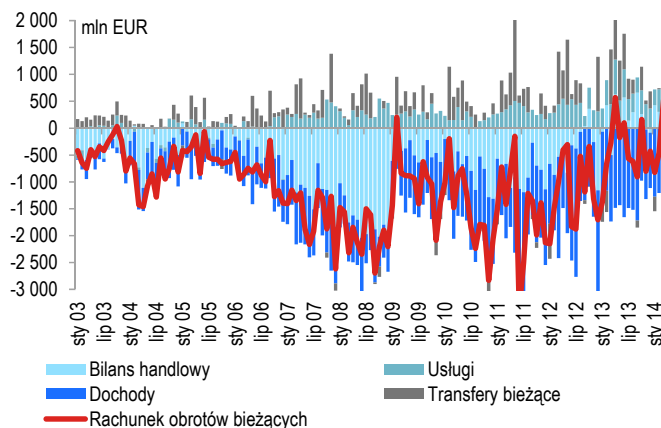
Oczekujemy wzrostu majowej inflacji do poziomu 0,5% r/r, wobec 0,3% w kwietniu. Pomimo tego wzrostu, inflacja pozostaje wciąż na bardzo niskim poziomie i jest istotnie niższa od celu inflacyjnego RPP wynoszącego 2,5% (+/-1 punkt proc. dopuszczalnych wahań) przede wszystkim ze względu na deflację cen żywności z poprzednich miesięcy. Szybki spadek inflacji już wywołał serię łagodnych komentarzy ze strony RPP, a prezes Belka przyznał, że chociaż obniżka jest mało prawdopodobna, nie może ona zostać zupełnie wykluczona. Spodziewamy się ponownego spadku CPI w lipcu, gdy inflacja może wynieść około 0,1%, a szanse na wystąpienie deflacji są wysokie – bliskie 50%. Biorąc jednak pod uwagę siłę ożywienia popytu krajowego, ewentualna deflacja zapewne będzie zjawiskiem przejściowym, po czym wskaźnik CPI powinien zacząć stopniowo rosnąć.

Wykres 2. Wskaźnik inflacji CPI oraz bazowej (po wyeliminowaniu wpływu cen żywności i energii)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Rachunek obrotów bieżących i jego składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Rachunek obrotów bieżących w kwietniu prawdopodobnie odnotował po raz kolejny nadwyżkę na poziomie 0,3 mld euro, wobec 0,5 mld w marcu. Do tego wyniku przyczyniła się poprawa salda handlowego z ostatnich miesięcy, a także ostatni wzrost napływu środków unijnych do Polski. Spodziewamy się, że saldo w rachunku bieżącym będzie się powoli pogarszać, szczególnie w II połowie roku, przede wszystkim ze względu na wzrost importu w miarę ożywienia popytu krajowego oraz aktywności inwestycyjnej.

Miniony tydzień

EBC przemówił i ... tym razem nie rozczarował

Niewątpliwie najważniejszym na rynkach finansowych w minionym tygodniu była decyzja EBC w sprawie stóp procentowych i palety niestandardowych działań. Stopa podstawowa spadła z 0,25% do 0,15%, a do tego tzw. stopa depozytowa została obniżona poniżej zera do -0,1% i tym samym EBC stał się pierwszym „dużym” bankiem centralnym wprowadzającym ujemne stopy. Zgodnie z decyzją EBC ujemne stopy mają obejmować środki utrzymywane przez banki komercyjne w formie rezerw, o ile przekraczają one poziom rezerwy obowiązkowej, a także w formie innych depozytów w Eurosystemie.

Dodatkowo EBC postanowił przeprowadzić serię długoterminowych operacji refinansujących LTRO z terminem zapadalności przypadającym na wrzesień 2018. Pierwsze dwie operacje TLTRO mają pozwolić bankom pożyczyć aż do 7% udzielonych pożyczek dla niefinansowego sektora prywatnego (po wyeliminowaniu kredytów hipotecznych). W kolejnych operacjach wartość pożyczanych środków będzie uzależniona od kwoty nowych kredytów udzielnych przez poszczególne banki strefy euro. EBC zależy aby udzielone środki zostały przeznaczone na finansowanie w formie kredytów, a nie zakup obligacji rządowych, choć na tym etapie trudno ocenić czy taka kontrola będzie możliwa. Jako dodatek do powyższych działań EBC zapowiedział intensyfikację prac przygotowawczych związanych z bezpośrednimi

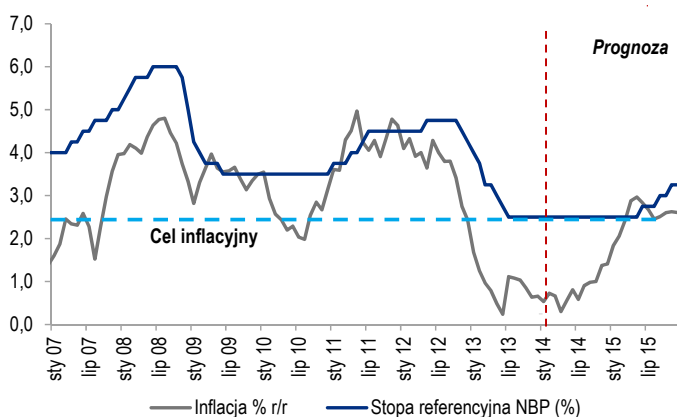
zakupami instrumentów ABS przez bank centralny (tzw. QE). Niemniej naszym zdaniem taka możliwość nie zostanie uruchomiona przed wrześniem 2014.

Przedstawione rozwiązania zostały relatywnie dobrze przyjęte przez inwestorów. Naszym zdaniem cykl obniżek stóp w strefie euro zapewne już został zakończony, jednak ponieważ podjęte działania zapewne nie doprowadzą do szybkiego odbicia inflacji, spodziewamy się, że EBC będzie musiał posunąć się dalej w swoich działaniach. Według analityków Citi zajmujących się strefą euro Europejski Bank Centralny prawdopodobnie będzie zmuszony rozpocząć program zakupu aktywów (QE) pod koniec bieżącego roku.

Rada łagodzi ton, i to mocno

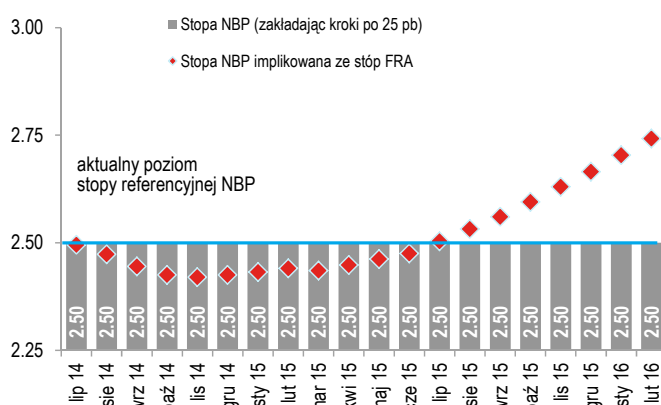
Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna: 2,5%), ale wyraźnie złagodziła ton swojego komunikatu. W szczególności z nowego komunikatu usunięto paragraf mówiący o tym, że dotychczasowe obniżki sprzyjają powrotowi inflacji do celu inflacyjnego, co może wskazywać, że Rada nie ma już pewności co do tej kwestii. Ponadto pojawiły się w treści co prawda niewielkie, ale dużo mówiące zmiany. Na przykład tym razem RPP określiła przyszłą presję inflacyjną jako „bardzo niską”, podczas gdy wcześniej używała słowa „ograniczona”. Ponadto Rada podkreśliła, że „stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione do końca trzeciego kwartału br.”, podczas gdy wcześniej mówiono o okresie „co najmniej do końca III kw.”.

Wykres 2. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 3. Poziom stopy referencyjnej implikowany ze stawek FRA



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Ogólny ton komunikatu jest wyraźniej łagodny niż w maju, dopuszczając nawet możliwość ponownego poluzowania polityki pieniężnej. Niemniej warto podkreślić, że na tle łagodnego komunikatu, wypowiedzi samych członków RPP po decyzji były już zdecydowanie bardziej wyważone. W szczególności prezes Belka oraz inni członkowie obecni na konferencji prasowej po posiedzeniu wyraźnie starali się podkreślić, że redukcje stóp to mało prawdopodobny scenariusz (takich słów użył M. Belka). Naszym zdaniem sugeruje to, że Rada nie jest w pełni przekonana do obniżek i potrzebowałaby dodatkowego bodźca, aby zdecydować się na taki ruch. Podczas konferencji prasowej A. Zielińska-Głębocka zasugerowała, że do cięć skłoniłby ją bardziej uporczywy

charakter deflacji (a nie tylko przejściowy padek cen). Również wyraźne spowolnienie wzrostu i pogorszenie jego struktury (słabszy popyt krajowy) mogłyby być w tym przypadku istotnym czynnikiem.

Biorąc pod uwagę nasze prognozy dalszego silnego wzrostu popytu krajowego i spodziewany wzrost inflacji po okresie wakacyjnym, w naszym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian w najbliższych kwartałach. Naszym zdaniem kolejna zmiana stóp będzie miała formę podwyżki (a nie obniżki) i zapewne dojdzie do niej dopiero około połowy 2015.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	554
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 395
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	12.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	1.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.8
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.15
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.05
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.28
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	231.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-27.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	5.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	87.5
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.3	46.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.5
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.3

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.
