

CitiWeekly

O ile PKB wyraźnie nie spowolni, stopy bez zmian na dłużej

- W tym tygodniu nie zaplanowano istotnych publikacji danych w kraju, a kalendarz wydarzeń za granicą również jest ubogi. Dla rynków ważne będą dane o sprzedaży detalicznej w USA, które pokażą na ile dobre dane z rynku pracy i spadające ceny ropy wpływają na zachowania konsumentów. W kraju poznamy dane o podaży pieniądza, które pokażą jak rozwijała się akcja kredytowa w listopadzie.
- Na grudniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, a ton wypowiedzi członków RPP, w tym prezesa Belki, był bardziej jastrzębi niż w listopadzie. Naszym zdaniem o ile nie dojdzie do gwałtownego osłabienia aktywności w gospodarce, a złoty uniknie silnej aprecjacji to stopy pozostaną bez zmian najprawdopodobniej do połowy 2016 r.
- Resort finansów sprzedał ok. 4,8 mld zł obligacji skarbowych odkupując papiery skarbowe zapadalne w 2015 r. Tym samym zwiększył stopień prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2015 r. (154,8 mld zł) z ok. 20% przed aukcją.
- EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, jednak w komunikacie zawarto zmiany sugerujące złagodzenie stanowiska. Prognozy inflacji i PKB zostały obniżone, a EBC zasygnalizował, że w styczniu przyżyje się skali impulsu monetarnego. Ekonomiści Citi oczekują wprowadzenia programu QE na następnym posiedzeniu.
- W ubiegłym tygodniu istotnym wydarzeniem była publikacja danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA za listopad, które istotnie zaskoczyły w górę (321 tys. nowych miejsc pracy). Dane te sugerują, że wydatki konsumentów pod koniec bieżącego i na początku przyszłego roku przyspieszają, czemu dodatkowo powinny sprzyjać spadające ceny paliw.

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

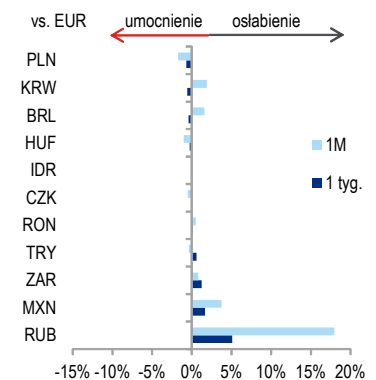
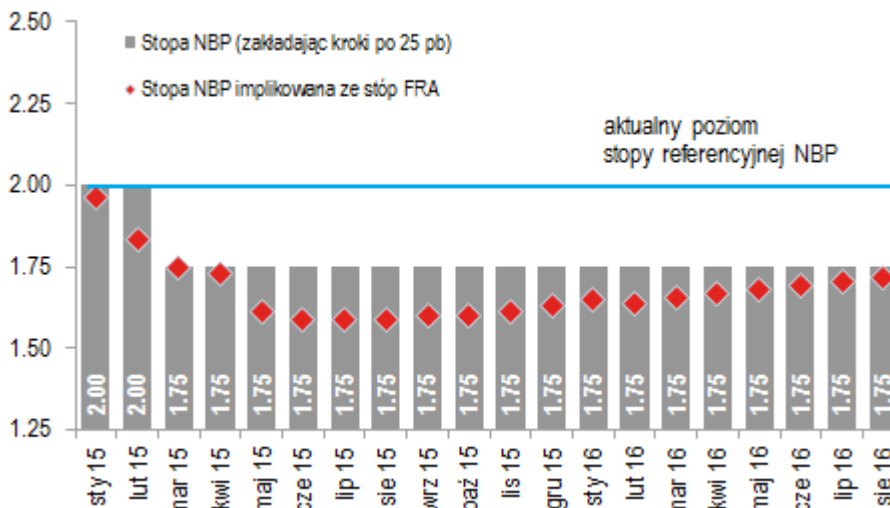
Według stanu na dzień 5.12.2014 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,22	3,64	5,34	1,16	2,00	0,05	2,19	2,70	0,65	2,70
I KW 16	4,15	3,95	5,32	1,05	2,00	0,05	2,16	3,50	1,25	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 1.12.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy stabilizacji stóp do połowy 2016 r., choć rynek wiąże wycenę łagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.



Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
8 gru PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	1.4	0.4	1.4
9 gru WTOREK							
	EMU	Spotkanie Ecofinu					
08:00	DE	Eksport	% m/m	X			36.8
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	X		0.3	0.3
10 gru ŚRODA							
2:30	CN	CPI	% r/r	XI		1.6%	1.6%
11 gru CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			297.0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m		0.3	0.3
12 gru PIĄTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X		0.6	0.6
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	XI		7.9	7.7
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	XII		89.1	88.8

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

Miniony tydzień

Bez istotnego spowolnienia PKB i umocnienia PLN, stopy bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami na grudniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Oficjalny komunikat był stosunkowo zbilansowany, zauważając słabość danych makroekonomicznych pomimo dobrych danych o PKB za III kwartał. W ostatnim paragrafie RPP wskazała, że nie wyklucza dalszego dostosowania w polityce pieniężnej "jeśli napływające dane będą potwierdzały spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz utrzyma się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki". To kolejny sygnał, że RPP zaakceptowała możliwość utrzymania się inflacji poniżej zera przez dłuższy okres (według naszych szacunków nawet do marca 2015 r.) i w kolejnych miesiącach przy podejmowaniu decyzji w sprawie stóp procentowych będzie obserwować dane o aktywności gospodarczej.

W przeciwieństwie do listopada, w trakcie konferencji prasowej prezes Belka brzmiał bardziej jastrzębio, próbując przedstawić pogląd całej RPP, a nie tylko swój własny. W szczególności prezes NBP przyznał, że dane opublikowane w ostatnim miesiącu poprawiły perspektywy wzrostu w Polsce i tym samym sprawiły, że kolejna obniżka stóp procentowych stała się mniej prawdopodobna. Komentując ruch kursu walutowego powiązał on

kurs złotego z czynnikami globalnymi, sugerując, że istotność dysparytetu stóp procentowych jest niewielka.

Ton wypowiedzi prezesa Belki jak również oficjalnego komunikatu sugeruje według nas, że gołębi członkowie RPP przynajmniej na jakiś zrezygnowali z nacisków na szybkie obniżki stóp uzależniając swoje przyszłe decyzje od publikowanych danych o aktywności gospodarczej. W najnowszych komentarzach Członek RPP E. Chojna-Duch sygnalizowała, że przestrzeń do dalszych obniżek stóp się zawęża i że RPP powinna sobie zostawić pewną przestrzeń na wypadek dalszego znacznego pogorszenia koniunktury w Polsce i za granicą.

Podtrzymujemy naszą prognozę stabilizacji stóp procentowych do ok. połowy 2016 r. Sądzymy, że jedynie znacznie słabsze dane o wzroście gospodarczym lub bardzo silna presja na umocnienie złotego byłaby w stanie nakłonić Radę do kolejnych zmian stóp procentowych. W takim scenariuszu złoty musiałby się umocnić do poziomu, który ograniczałby konkurencyjność eksportu (obecnie naszym zdaniem taki progowy poziom dla kursu EUR/PLN jest zbliżony do 4,00).

MinFin zrealizował ponad 20% potrzeb pożyczkowych

Resort finansów sprzedał na ubiegłotygodniowej aukcji zamiany obligacje o wartości ok. 4,8 mld zł. Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadalne w 2015 r. kontynuując prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych (154,8 mld zł wg projektu ustawy budżetowej na 2015 r.), których stopień zaawansowania jeszcze przed aukcją wynosił ok. 20%.

EBC prawdopodobnie ogłosi program QE w styczniu

Na ostatnim posiedzeniu Rada Gubernatorów EBC pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak w komunikacie zawarto zmiany sugerujące złagodzenie stanowiska. W szczególności w komunikacie zapisano niektóre z wcześniejszych deklaracji prezesa Draghiego, między innymi o tym, że na początku roku EBC ponownie przyjrzy się (w celu weryfikacji) skali impulsu monetarnego oraz wielkości bilansu banku centralnego. Zmianie komunikacji towarzyszyła obniżka projekcji inflacyjnej – o 0,1 punktu procentowego w 2014 roku (do 0,5%), o 0,4 pp w 2015 r. (do 0,7%) oraz o 0,1 pp w 2016 r. (1,3%). Rewizje projekcji PKB okazały się jeszcze głębsze.

Przedstawiciele EBC podkreślili, że przyspieszone zostały prace przygotowawcze do wprowadzenia "dodatkowych działań", a prezes Draghi zasugerował, że różne opcje QE mogą być rozważane. Szef Europejskiego Banku Centralnego wyraźnie zasygnalizował też, że brak dążenia przez EBC do spełnienia kryterium inflacyjnego byłby niezgodny z obowiązującym prawem, co naszym zdaniem stanowi uzasadnienie dla niestandardowych działań. Wciąż oczekujemy, że EBC ogłosi program luzowania ilościowego na swoim kolejnym posiedzeniu w styczniu.

Zatrudnienie w USA rośnie szybciej niż oczekiwano

Niespodzianką okazały się piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy. W listopadzie powstało 321 tys. nowych miejsc pracy poza rolnictwem, znacznie więcej niż oczekiwano. Ponadto historyczne dane zostały

zrewidowane w górę. Dane te sugerują, że wydatki konsumentów pod koniec bieżącego i na początku przyszłego roku przyspieszają, czemu dodatkowo powinny sprzyjać spadające ceny paliw.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	477	525	496	526	534	472
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 714	1 787
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	13 876	12 282
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12,5	13,4	13,4	11,8	11,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,4
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,0	6,5
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,1	2,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	2,3	2,6
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	3,4	3,9
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	4,4	3,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-0,5	1,6
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	0,7
Plące nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,8	4,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	2,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,12	2,14
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,55	3,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,50	3,90
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,16	3,73
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,24	4,17
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,18	4,21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,1	-17,6	-7,0	-9,5	-14,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,8	-3,2
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	1,2	-3,4
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	207,4	198,8
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	206,2	202,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,8	7,6
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-20,2	-20,1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	10,0	10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	100,1	102,9
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38,3	47,5	48,7	49,2	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4,9	-3,7	-4,0	-2,9	-2,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,0	-1,5	-0,8	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52,5	52,0	53,1	46,9	47,5
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,3	29,4

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.