

CitiWeekly

QE (1) nadchodzi

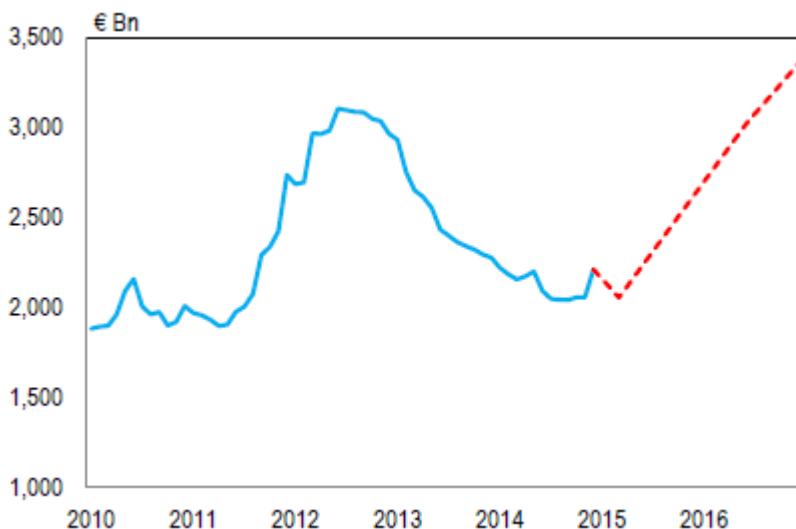
- Ostatni tydzień był bardzo ważny dla strefy euro. Europejski Bank Centralny podjął decyzję o rozpoczęciu programu zakupu aktywów, dzięki któremu co miesiąc będzie kupował papiery warte 60 mld euro. Działania te zapewne nie zmienią istotnie trajektorii inflacji w krótkim horyzoncie i prawdopodobnie w przyszłości niezbędne będą również dodatkowe działania.
- Rozpoczęcie programu QE jest pozytywną informacją dla aktywów krajów peryferyjnych, a także dla walut rynków wschodzących.
- Drugim istotnym wydarzeniem w strefie euro były wybory parlamentarne w Grecji, dzięki którym uznawana za radykalną Syriza zdobyła mandat do tworzenia rządu. Ponieważ program „ratunkowy” dla Grecji wygasa w lutym, dlatego anty-oszczędnościowej Syrizie przypadną negocjacje na temat jego odnowienia. Choć wyjście Grecji ze strefy euro (Grexit) nie jest naszym bazowym scenariuszem, niepewność co do ostatecznego rozwiązania jest bardzo duża, co będzie przyczyniać się do okresowej podniesionej zmienności na rynkach finansowych.
- W rozpoczynającym się tygodniu najważniejszymi wydarzeniami w kraju będą wtorkowe dane o sprzedaży detalicznej za grudzień oraz o wzroście PKB w 2014 r. Oczekujemy nominalnego wzrostu sprzedaży o 2,6% oraz wzrostu gospodarczego na poziomie 3,3%.
- Z kolei na Węgrzech w tym tygodniu bank centralny zapewne pozostawi stopy procentowe bez zmian.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,32	3,79	5,76	1,14	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,16	3,98	5,63	1,05	1,50	0,05	1,72	2,95	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.1.2015 r.

Wykres 2. Symulacja sumy bilansowej Eurosystemu (Citi)



Źródło: EBC, Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

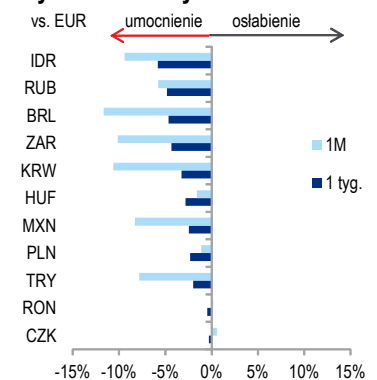
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 23.01.2015 r.
Źródło: Reuters.

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
26 sty PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	I	106.5	106.2	105.5
27 sty WTOREK							
	EMU	Spotkanie Ecofinu					
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII	2.6	1.7	-0.2
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	XII	11.7	11.6	11.4
10:00	PL	PKB	% r/r	2014	3.3	3.3	1.7
14:00	HU	Decyzja w sprawie stóp procentowych	%	I	2.10	2.00	2.10
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	XII		0.5	-0.9
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller	% r/r	XI		4.5	4.5
15:00	USA	PMI dla usług	% r/r	XI			53.3
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	I		94.4	92.6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	% m/m	XII		0.450	0.438
28 sty ŚRODA							
08:00	DE	Indeks konsumentów GfK	pkt	XII		9.1	9.0
20:00	USA	Decyzja Fed	%	I			0.25
29 sty CZWARTEK							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	I		101.4	101
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			307
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	XII		0.6	0.8
30 sty PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XII			-0.8
11:00	EMU	CPI	% r/r	I		-0.5	-0.2
14:30	USA	PKB	%	IV kw.		3.3	5.0
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	I		58.1	58.3
16:00	USA	Indeks Michigan	pkt	I		98.1	93.6

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

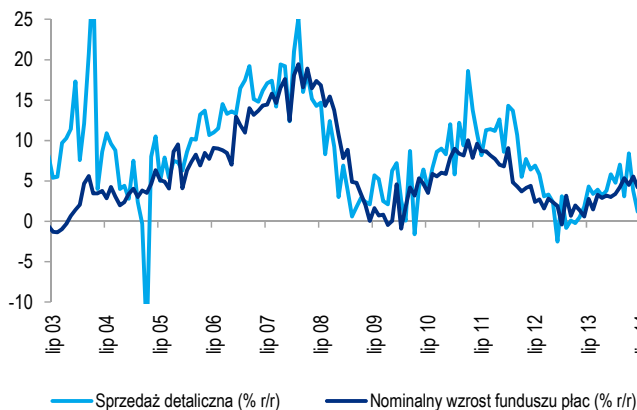
Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej w grudniu do 2,6% r/r (z -0,2% r/r). Poza efektem kalendarzowym, wzrost był wspierany przez dynamikę sprzedaży samochodów sygnalizowaną już w danych firmy SAMAR. Jednocześnie nominalna sprzedaż była prawdopodobnie pod

negatywnym wpływem deflacji, a w szczególności szybkiego spadku cen paliw.

PKB

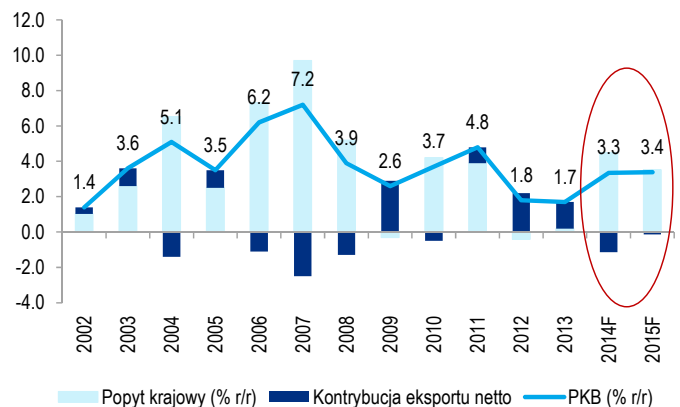
Naszym zdaniem wzrost PKB w 2014 r. przyspieszył do 3,3% r/r z 1,7% r/r w 2013 r. Za tak znaczne przyspieszenie odpowiadał popyt krajowy, w tym konsumpcja prywatna, która według naszych szacunków wzrosła o 3% r/r z 1% w 2013 r. oraz nakłady na środki trwałe, które wzrosły zgodnie z naszą prognozą o 9% r/r, wobec 0,9% w 2013 r.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost PKB



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Węgry - decyzja w sprawie stóp procentowych

Oczekujemy, że na Węgrzech główna stopa procentowa pozostanie na niezmiennym poziomie (2,10%) pomimo dużo niższej od oczekiwań inflacji za grudzień. Najprawdopodobniej ocena perspektyw inflacji będzie odzwierciedlać ryzyko zaskoczenia „w dół”, głównie ze względu na niższe ceny ropy naftowej. Jednak sądzimy, że Narodowy Bank Węgier (NBH) zaczeka przynajmniej na dane o inflacji za styczeń i luty aby ocenić średnioterminowe perspektywy inflacji. Czynnikiem, który może zwiększyć czujność NBH oraz zapewnić dodatkowe argumenty za neutralnym nastawieniem jest zmienność na rynku walutowym wywołana przez decyzję SNB, mimo ograniczenia ekspozycji całej gospodarki na wahania kursu CHF/HUF. Jednak jeśli inflacja za pierwsze dwa miesiące roku pokaże dalsze spowolnienie wzrostu cen bazowych a EUR/HUF ustabilizuje się poniżej 310, wówczas NBH może zdecydować się na dalsze obniżki stóp.

Miniony tydzień

Produkcja

Wzrost produkcji przemysłowej w Polsce przyspieszył w grudniu do 8,4% r/r z 0,3% r/r w listopadzie, co przekroczyło rynkowe oczekiwania na poziomie 5% r/r. Za tak znaczne przyspieszenie wzrostu produkcji w dużej mierze odpowiada większa liczba dni roboczych, jednak nawet po korekcie o efekt dni roboczych wzrost produkcji przyspieszył do 5,3% r/r z 0,2% r/r w listopadzie. Jednocześnie, wzrost produkcji budowlanej przyspieszył do 5% r/r z -1,6% i był nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (4,3%). Przeciętny wzrost produkcji przemysłowej za IV kwartał wyniósł 3,4% r/r

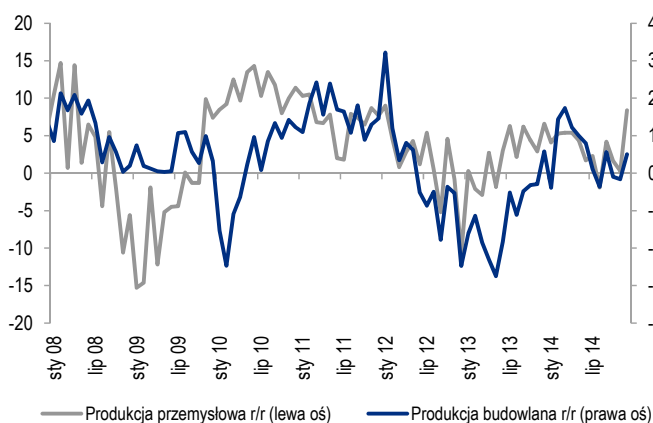
wobec 1,5% w III kwartale, podczas gdy wzrost produkcji budowlanej pozostał blisko 1% r/r, co jest pozytywnym sygnałem dla wzrostu PKB w IV kwartale. Obliczany przez nas indeks momentum bazujący na miesięcznych danych o aktywności w gospodarce (nie uwzględniający jednak danych o sprzedaży za grudzień) wskazuje na poprawę wobec poprzedniego kwartału. Nadal zakładamy osłabienie wzrostu PKB w IV kw. do 3,1% r/r oraz do 2,9% r/r w I kw. 2015 r., ale w następnych kwartałach momentum w gospodarce najprawdopodobniej wzrośnie i w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy będzie przyspieszał.

Lepsze od oczekiwań dane o produkcji oraz płacach za grudzień oraz osłabienie złotego wobec franka szwajcarskiego najprawdopodobniej przyczynią się do niewielkiego opóźnienia w łagodzeniu polityki pieniężnej przynajmniej do marca. Nawet najbardziej gołębi członek RPP A. Bratkowski zasugerował, że poprze jedynie wniosek o obniżkę stóp procentowych o 25 pb ze względu na niestabilną sytuację na rynku walutowym, podczas gdy na poprzednim posiedzeniu głosował za obniżką o 100 pb. W marcu RPP zapozna się z nowym Raportem o inflacji, który będzie uwzględniał znacznie niższą ścieżkę CPI niż wcześniej zakładano. Naszym zdaniem będzie to kluczowy czynnik, który przyczyni się do podjęcia przez Radę decyzji o obniżce stóp.

Rynek pracy

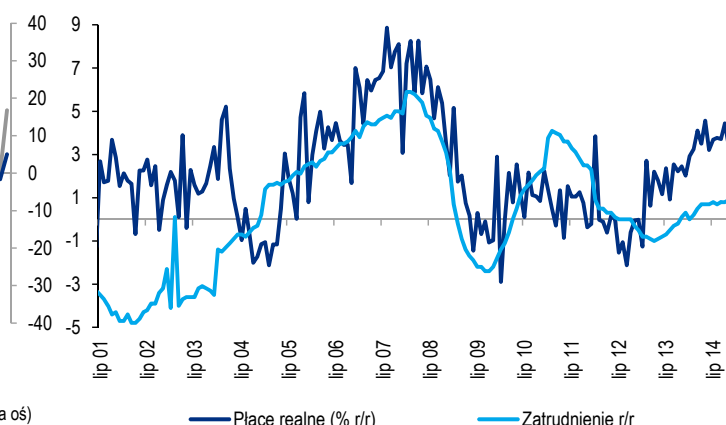
Dane z rynku pracy okazały się lepsze od oczekiwań. Wzrost wynagrodzeń wyniósł w grudniu 3,7% r/r, co przy uwzględnieniu pogłębienia deflacji przekłada się na wzrost płac w ujęciu realnym na poziomie 4,7% r/r. Naszym zdaniem, oszczędności uzyskane z tytułu niższych cen paliw zostaną przeznaczone na inne dobra dodając ok. 0,5-1 pkt proc. do wzrostu gospodarczego znosząc negatywny wpływ rosyjskiego kryzysu jak również konsekwencje słabszego franka. Przyspieszenie wzrostu płac oraz zatrudnienia wskazują na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy.

Wykres 5. Polska – Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Polska – Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

EBC

Europejski Bank Centralny podjął historyczną decyzję i postanowił rozpocząć program ilościowego luzowania polityki pieniężnej (*quantitative easing*, QE). Program ma rozpocząć się w marcu i potrwać przynajmniej do września 2016 r., obejmując kupno aktywów za 60 mld euro miesięcznie

(lub w sumie 1,1 biliona euro). Jeżeli perspektywy inflacyjne nie poprawią się w tym okresie EBC ma zdecydować się na wydłużenie lub rozszerzenie zakresu QE, co w praktyce oznacza, że cały program ma charakter otwarty (*open ended*) i wcale nie musi się zakończyć we wrześniu przyszłego roku.

Miesięczne zakupy instrumentów o wartości 60 mld euro będą składały się w przeważającej części z obligacji rządów strefy euro (około 43 mld), poza Grecją. Program wydaje się w swojej skali relatywnie duży, szczególnie w porównaniu z planowaną podażą obligacji. Poniższa tabela pokazuje, że jeżeli EBC wykona swój plan, to wykupi z nawiązką całą podaż obligacji rządowych netto (podaż – płatności kuponowe - zapadalności). Oznacza to, że program QE powinien być pozytywny dla obligacji krajów peryferyjnych, a zapewne również dla obligacji krajów EM. Oczekujemy również, że decyzja EBC będzie wsparciem dla walut rynków wschodzących (złoty wobec euro zyskał w czwartek i piątek 2,3%).

Wykres 7. Podaż netto obligacji w strefie euro vs. program QE EBC (2015, mld €)

	Udział w kapitale EBC (1)	Podaż brutto obligacji (2)	Płatności kuponowe (3)	Wartość zapadalnych papierów skarbowych (4)	Całkowite zakupy EBC (2015-2016) (5)	Potrzeby gotówkowe netto (2)-(3)-(4)-50%*(5)
Niemcy	26%	159	26	155	199	-122
Francja	20%	214	41	118	157	-23
Włochy	18%	243	56	197	136	-77
Hiszpania	13%	142	29	84	98	-21
Holandia	6%	48	9	37	44	-20
Belgia	4%	33	11	22	27	-15
Austria	3%	18	7	13	22	-13
Finlandia	2%	10	2	5	14	-4
Irlandia	3%	14	4	2	19	-3
Portugalia	2%	14	4	6	12	-3
Grecja	3%	6	1	0	23	-6

Źródło: Bloomberg, DMOs, Citi Research. * Przy kalkulacji potrzeb pożyczkowych netto przyjęto założenie, że ok. 50% zakupów obligacji przez EBC przypada na 2015 r. Ujemne potrzeby pożyczkowe netto oznaczają napływy funduszy na rynek wtórny

QE raczej nie zmieni istotnie perspektyw inflacyjnych w najbliższych kwartałach, o ile nie dojdzie do bardziej gwałtownego niż dotychczas osłabienia euro. W krótszym okresie EBC może nawet zdecydować się na dalsze cięcie stopy depozytowej, która stała się obecnie efektywnie najważniejszą stopą EBC (ze względu na nadwyżki płynnościowe w systemie bankowym). W dłuższym horyzoncie EBC może być zmuszone do zwiększenia skali programu QE lub jego wydłużenia. Nie sądzimy również aby ogłoszony już program luzowania ilościowego (choć większy od oczekiwań) wyczerpywał przestrzeń dla zakupu aktywów, gdyż nawet po zakończeniu programu we wrześniu 2016 r. EBC posiadałaby około 13% długu rządowego w strefie euro, znacznie mniej niż Bank Japonii, Bank Anglii lub Fed. Choćby z tego względu obecny program luzowania ilościowego zasługuje na miano QE1 - całkiem możliwe, że na nim się skończy będą i kolejne.

Jak pokazują doświadczenia z ostatnich lat, powyższe działania mogą mieć ograniczoną skuteczność w pobudzaniu wzrostu i inflacji w strefie

euro. Aby osiągnąć ten cel wskazane mogłoby być połączenie rozluźnienia monetarnego z poluzowaniem polityki fiskalnej (tzw. „zrzuty helikopterowe”), ale naszym zdaniem tego typu rozwiązanie nie wydaje się na razie zbyt prawdopodobne.

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	548	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 790
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	12 175
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	11,7	10,8
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	10,8	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	3,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,3	4,0
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,8	4,8
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-1,0	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Place nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	3,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,63
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,52	3,89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-6,43	-7,50
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,6	-0,7
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	190,6	177,5
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	190,0	178,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,6	8,1
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-15,8	-14,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	-9,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1
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	-2,3
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	47,0	47,4
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,3

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

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.