14 marca 2016 r. 5 stron

CitiWeekly

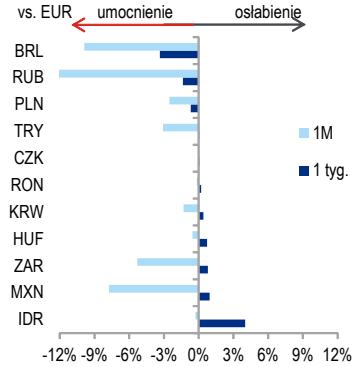
EBC dostarczył więcej

- Rzadko się zdarza, żeby Europejski Bank Centralny sprostał oczekiwaniom. Tym razem jednak EBC zrobił nawet więcej niż od niego oczekiwano. Po pierwsze, stopa depozytowa spadła o 10 pb do -0,4%. Po drugie, stopy operacji refinansowych oraz pożyczkowych spadły o 5 pb do odpowiednio 0% oraz 0,25%. Po trzecie, EBC zwiększył skalę swojego programu QE, zapowiadając co miesiąc zakup aktywów za 80 mld euro (wcześniej 60 mld) oraz zgadzając się na zakup obligacji korporacyjnych.
- Najciekawsza zmiana dotyczy programu TLTRO2. Po ubiegłotygodniowej zmianie to EBC będzie płacił bankom za to, że pożyczą środki w banku centralnym. Powinno to istotnie poprawić mechanizm transmisji polityki pieniężnej.
- Naszym zdaniem kolejne obniżki stopy depozytowej przez EBC są wciąż możliwe, ale ostatnie decyzje dadzą Europejskiemu Bankowi Centralnemu więcej czasu. Oczekujemy, że do obniżki *stopy depozytowej* do -0,5% może dojść dopiero na początku 2017 r. Niemniej począwszy od września bieżącego roku możliwe są bardzo powolne obniżki *stopy refinansowej*.
- Oprócz decyzji EBC, w minionym tygodniu swoją decyzję ogłosiła RPP, która postanowiła pozostawić stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Oczekujemy, że Rada powstrzyma się od zmian polityki pieniężnej przynajmniej do końca roku.
- W najbliższych dniach kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie Fed. Co prawda rynek nie spodziewa się zmian stóp procentowych, a posiedzenie mogą zdominować gołębi członkowie, jednak komunikat FOMC może okazać się nieco mniej gołębi niż poprzednio biorąc pod uwagę poprawę apetytu na ryzyko, odreagowanie na rynkach akcji i surowców jak również wciąż dobre dane z rynku pracy. Ponadto istotne będą nowe projekcje FOMC, które mogą pokazać nieco wolniejszą normalizację stóp niż poprzednio, ale wciąż szybszą niż zakłada rynek.

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 11.03.2016 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 16	4,40	3,93	5,37	1,12	1,50	0,05	1,68	0,30	1,80
II KW 17	4,28	3,86	5,35	1,11	1,75	0,05	2,20	0,60	2,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 19.02.2016 r.

Wykres 2. Rynek oczekuje obecnie znacznie mniejszej skali podwyżek stóp w USA niż w grudniu i niż wskazywały grudniowe projekcje Fed

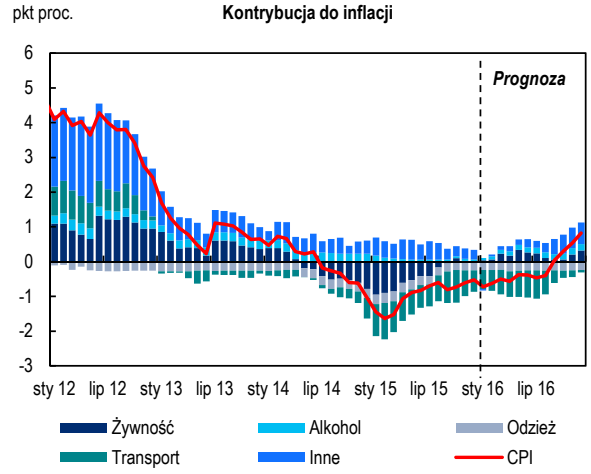
Źródło: Citi Research, Citi Handlowy; FF – futures na stopę Fed Funds miesiąc/dzień

Spis treści **Nr str.**

- Podsumowanie 1
- Tydzień w wykresach 2
- Kalendarz publikacji 3
- Tabela z prognozami 4

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Inflacja prawdopodobnie wzrosła, ale rewizja wag koszyka CPI stwarza ryzyko w dół dla naszej prognozy

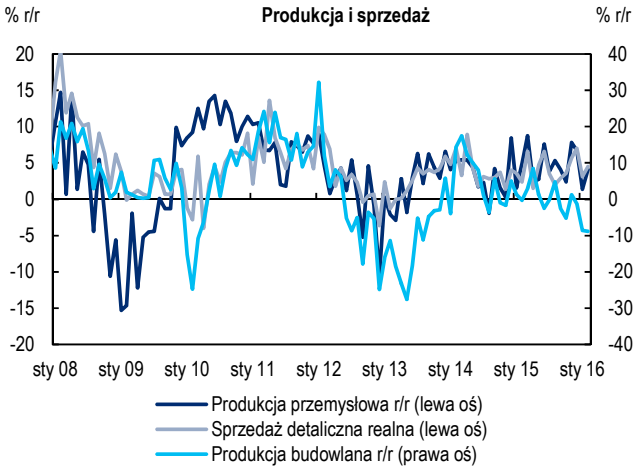


Źródło: Szacunki Citi Handlowy, GUS.

- Według naszych szacunków ceny konsumentów obniżyły się w lutym o 0,6% r/r.
- Tym razem GUS zrewiduje koszyk inflacyjny, aby uaktualnić wzorce konsumpcyjne gospodarstw domowych. Zwykle w przeszłości rewizje wag koszyka prowadziły do rewizji inflacji styczniowej w dół.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę rewizję wag dostrzegamy także ryzyko w dół dla naszej prognozy na luty.
- Deflacja jest wciąż wynikiem spadających cen paliw i energii, ale także dynamika cen żywności jest wyjątkowo niska. Przy braku presji inflacyjnej, inflacja netto była w lutym minimalnie powyżej zera.

W skrócie: Wciąż brak oznak presji inflacyjnej, a wzrost inflacji będzie bardzo wolny

Wykres 4. Oczekujemy mniejszej niż rynek poprawy w produkcji i sprzedaży i dobrych danych z rynku pracy



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

- Sytuacja na rynku pracy ulega stopniowej poprawie pomimo niepokojących sygnałów z zagranicy. Według naszych prognoz wzrost płac przyśpieszył w lutym do 4,2% r/r, podczas gdy wzrost zatrudnienia do 2,6%.
- Wysoki wzrost funduszu płac i dobre nastroje wspierają sprzedaż detaliczną, która przyśpieszyła naszym zdaniem w ujęciu realnym w lutym do 4,5% r/r. Spodziewamy się także odreagowania produkcji przemysłowej do 4,1%, która podobnie jak sprzedaż była wsparta przez efekt kalendarzowy. Na odreagowanie w produkcji wskazuje też indeks PMI, który wzrósł pomimo niekorzystnych tendencji we wskaźnikach wyprzedzających z Niemiec i strefy euro.

W skrócie: Oczekujemy odreagowania produkcji i sprzedaży, ale wzrost w I kw. będzie niższy niż w IV. 2015

Wykres 5. NBP podniósł prognozy wzrostu i obniżył ścieżkę inflacji

CPI	2016	2017	2018
marzec'16	-0.4	1.3	1.6
listopad'15	1.1	1.5	
lipiec'15	1.5	1.6	
GDP	**2016**	**2017**	**2018**
marzec'16	3.8	3.7	3.3
listopad'15	3.3	3.5	
lipiec'15	3.4	3.6	

Źródło: szacunki NBP, Citi Handlowy.

- RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie i zasygnalizowała brak potrzeby w najbliższej przyszłości.
- W najnowszym Raporcie o inflacji NBP zrewidował w dół prognozy inflacji oraz w górę prognozy PKB.
- Nowi członkowi Rady obecnie na konferencji stwierdzili, że preferują konserwatywne podejście do polityki pieniężnej. W opinii Rady inflacja może pozostać na przejściowo obniżonym poziomie ponieważ wynika to z czynników od Rady niezależnych. Zdaniem prezesa M. Belki główne czynniki ryzyka dla wzrostu pochodzą z zewnątrz.

W skrócie: Oczekujemy stabilnych stóp w tym roku

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 mar		**WTOREK**					
13:30	USA	Empire State	pkt	III	--	-10.0	-16.6
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	--	-0.1	0.2
13:30	USA	PPI	% m/m	II	--	-0.1	0.1
14:00	**PL**	**Inflacja**	**% r/r**	**II**	**-0.6**	**-0.7**	**-0.7**
14:00	**PL**	**Saldo obrotów bieżących**	**mln EUR**	**I**	**1445**	**177**	**-410**
14:00	**PL**	**Eksport**	**mln EUR**	**I**	**14251**	**13740**	**13849**
14:00	**PL**	**Import**	**mln EUR**	**I**	**13067**	**13015**	**13476**
16 mar		**ŚRODA**					
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	% m/m	II	--	1.2	1.1
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	% m/m	II	--	1.2	1.2
14:30	USA	Inflacja	% r/r	II	--	0.9	1.4
14:00	**PL**	**Inflacja netto**	**% r/r**	**II**	**0.1**	**0.1**	**-0.7**
14:00	**PL**	**Płace**	**% r/r**	**II**	**4.2**	**3.9**	**4.0**
14:00	**PL**	**Zatrudnienie**	**% r/r**	**II**	**2.6**	**2.4**	**2.3**
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	--	-0.3	0.9
20:00	USA	Decyzja Fed	%	II	0.5	0.5	0.5
17 mar		**CZWARTEK**					
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	I	--	-0.2	-0.3
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	III	--	0.5	0.5
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	266.0	259.0
13:30	USA	Indeks Philly Fed	pkt	III	--	-1.5	-2.8
14:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**% r/r**	**II**	**4.1**	**5.5**	**1.6**
14:00	**PL**	**Produkcja budowlana**	**% r/r**	**II**	**-8.8**	**-4.9**	**-8.6**
14:00	**PL**	**Sprzedaż detaliczna realnie**	**% r/r**	**II**	**4.5**	**5.6**	**3.1**
15:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	pkt	II	--	0.2	-0.2
18 mar		**PIĄTEK**					
15:00	USA	Indeks Michigan	pkt	III	--	92.1	90.7

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	500	524	546	461	461
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,775	1,872
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,012	12,007
Populacja (mln)	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4
Stopa bezrobocia (%)	12,1	12,4	12,5	13,4	13,4	11,5	9,9	9,0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3	3,6	3,3
Inwestycje (%, r/r)	-1,9	-0,4	8,8	-1,8	-1,1	9,8	6,1	3,5
Spożycie ogółem (%, r/r)	3,5	2,8	2,0	0,5	0,7	3,1	3,2	3,6
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	3,4	2,7	3,3	0,8	0,2	2,6	3,1	4,1
Eksport (%, r/r)	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	5,6	4,7
Import (%, r/r)	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	4,7	5,5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3,5	3,1	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	1,2
Inflacja CPI (% średnia)	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	0,2
Płace nominalne (%, r/r)	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,8	3,7	4,5
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	3,66	1,70	1,39
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,60	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,95
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,79	3,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,27	4,38
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,19	4,19	4,39
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-2,7	-7,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,6	-1,7
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	1,9	-3,3
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	185,1	186,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	183,2	189,8
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	9,3	9,6
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,9	-14,0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8,8	6,9	-14,0	-6,6	-3,4	-8,1	-10,0	-11,0
Rezerwy międzynarodowe	73,4	86,3	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1	94,1
Amortyzacja	46,9	44,1	39,1	47,2	49,9	58,2	56,3	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,2	-3,3	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,5	-1,4
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,8	50,7

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) może być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może 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.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.