

CitiWeekly

Czas na banki centralne

- Z punktu widzenia krajowych inwestorów, w tym tygodniu w kalendarzu znajdują się tylko dwa istotne wydarzenia – decyzja Europejskiego Banku Centralnego oraz RPP.
- Tym razem EBC może nie sprostać wygórowanym oczekiwaniom rynkowym. Spodziewamy się obniżki stopy depozytowej o 10 pb (do -0,4%) oraz pozostawienia stopy refinansowej nieznacznie powyżej zera (0,05%). Również skala QE powinna zostać zwiększona z 60 mld euro do 75 mld na miesiąc, a cały program powinien zostać wydłużony o przynajmniej pół roku. Część inwestorów liczy na znacznie więcej, szczególnie biorąc pod uwagę serię niespodziewanie słabych danych z EU oraz obawy o kondycję europejskich banków.
- Naszym zdaniem większe złagodzenie polityki pieniężnej EBC jest konieczne, ale będzie trzeba na nie poczekać dłużej. Na przykład głębsza obniżka stopy depozytowej musiałaby zostać poprzedzona poważniejszą dyskusją na temat wprowadzenia „dwuwarstwowego” (*two-tier*) systemu rezerw.
- Do niedawna uczestnicy rynku wiązali nadzieje również z marcowym posiedzeniem RPP. Obecnie spośród instytucji ankietowanych przez Parkiet tylko jeden bank oczekuje cięcia w marcu. Ponownie zmniejszyły się również oczekiwania ekonomistów na obniżki w dalszej części roku (Wykres 2).
- Spodziewamy się, że pomimo znacznego obniżenia projekcji inflacyjnej RPP w całym 2016 roku pozostawi stopy procentowe bez zmian. Biorąc pod uwagę optymistyczne komentarze członków RPP dotyczące wzrostu w Polsce dostrzegamy ryzyko pewnego rozczarowania w najbliższych miesiącach. Oznacza to, że istnieją pewne szanse niespodziewanej obniżki w dalszej części roku, ale nie jest to nasz podstawowy scenariusz. Gdyby miało do tego cięcia dojść, zapewne nastąpiłoby to dopiero w III kwartale.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

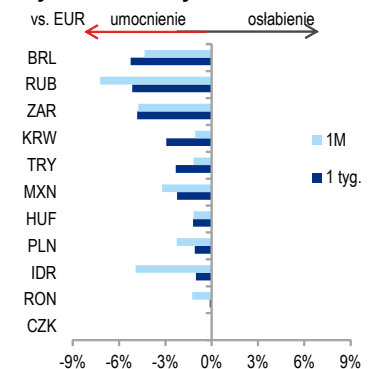
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



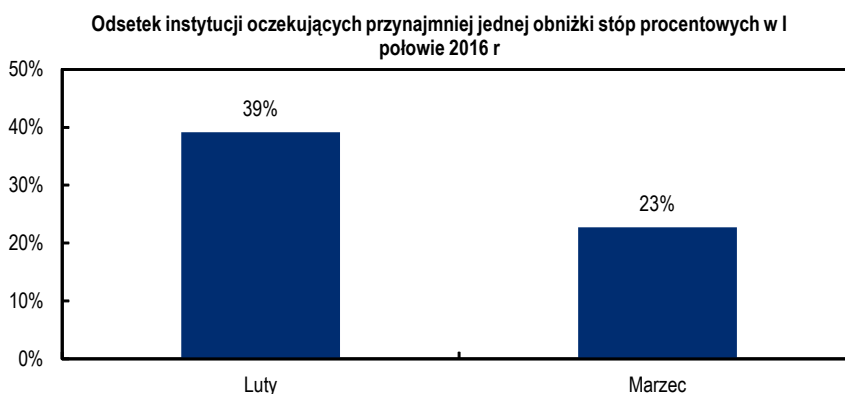
Według stanu na dzień 4.03.2016 r.
Źródło: Reuters.

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. Ponownie ubyło ekonomistów oczekujących obniżki stóp w I połowie 2016 roku



Źródło: Parkiet, Citi Handlowy

Spis treści	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

Wykres 3. PMI nie sygnalizuje ryzyka głębokiego spowolnienia

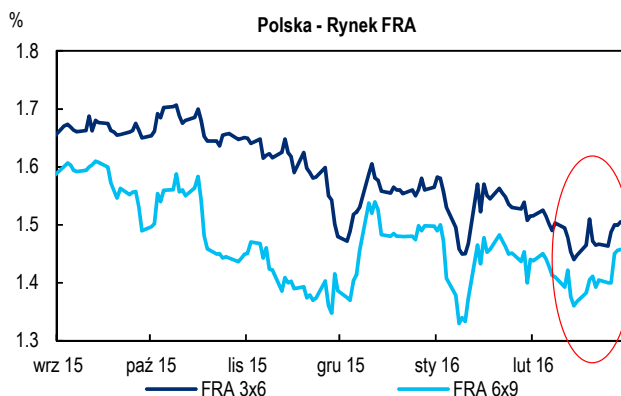


- Wskaźnik PMI w lutym wzrósł do 52,8 i był znacznie wyższy od naszych oraz rynkowych oczekiwań.
- Skuteczność PMI w przewidywaniu spowolnień zmniejszyła się w ostatnich latach, ale jego obecne odczyty sugerują, że ryzyko spowolnienia wzrostu poniżej 0,4% kw/kw jest niewielkie (około 12%).
- Nawet gdyby w ciągu czterech kolejnych kwartałów wzrost wyniósł 0,4% kw/kw (mało prawdopodobny scenariusz), całoroczny wzrost PKB i tak wyniósłby około 2,4% r/r.

W skrócie: Nawet w przypadku spowolnienia wzrost PKB pozostanie na relatywnie wysokim poziomie

Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Eurostat, Bloomberg.

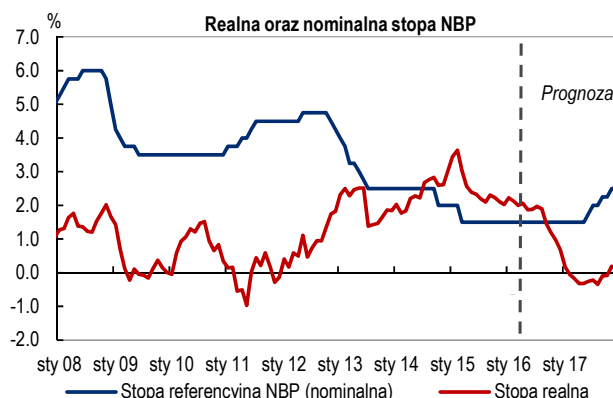
Wykres 4. Inwestorzy przestają liczyć na spadek stawek WIBOR



- Od drugiej połowy lutego powoli rosną kontrakty FRA, sygnalizując coraz mniejsze oczekiwania na spadek stóp WIBOR.
- Trend ten wydaje się uzasadniony biorąc pod uwagę bardzo ostrożne wypowiedzi członków RPP, którzy odrzucają sugestie dotyczące obniżek stóp procentowych oraz niekonwencjonalnych działań.
- Również prof. Glapiński, który w minionym tygodniu został powołany do zarządu NBP (oraz jest wymieniany przez prasę jako kandydat na szefa bank centralnego) wydaje się dystansować od pomysłu obniżek stóp.

Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 5. Stopy realne spadną nawet bez obniżek ze strony RPP



- Nie spodziewamy się zmian stóp procentowych przez RPP przynajmniej do połowy 2017 r.
- Mimo stabilizacji stóp nominalnych, stopy realne wyraźnie spadną dzięki rosnącej inflacji, w ten sposób zmniejszając restrykcyjność polityki pieniężnej.
- Dodając do tego słabego złotego oraz złagodzenie polityki fiskalnej (500+), gospodarka otrzyma silny impuls wzrostowy.

W skrócie: Nie widzimy potrzeby dodatkowych obniżek stóp NBP

Źródło: szacunki Citi Handlowy, dane NBP oraz GUS.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 mar PONIEDZIAŁEK							
08:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	--	-0.5	-0.7
8 mar WTOREK							
08:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	--	0.5	-1.2
11:00	EMU	PKB	% r/r	IV kw.	--	1.5	1.5
9 mar ŚRODA							
	PL	Decyzja RPP	%	III	1.5	1.5	1.5
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	I	--	-0.1	-0.1
10 mar CZWARTEK							
08:00	DE	Eksport	% m/m	I	--	1.3	-1.6
13:45	EA	Decyzja EBC	%	III	0.05	0.05	0.05
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	278
11 mar PIĄTEK							
08:00	DE	CPI	% r/r	II	--	--	0

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	1,00
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 000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.