

CitiWeekly

Czy RPP obniży ponownie stopy?

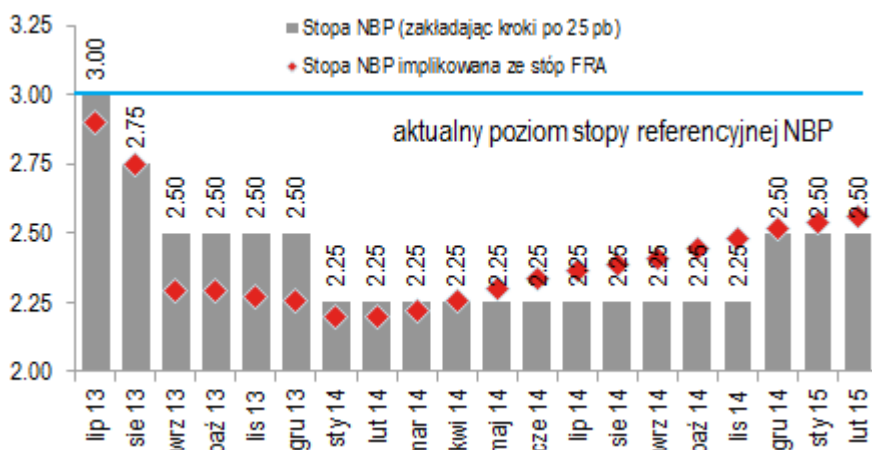
- W kraju w tym tygodniu najważniejszym wydarzeniem będzie posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się, że RPP obniży stopy procentowe po raz kolejny o 25 pb, a stopa referencyjna osiągnie poziom 2,75%. Jednak ostatnie osłabienie złotego sprawia, że wynik dyskusji na czerwcowym posiedzeniu nie jest wcale przesądzony i prawdopodobieństwo pozostawienia stóp bez zmian jest bliskie 50%. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że po prawdopodobnym cięciu o 25pb w czerwcu, do kolejnej obniżki w tej samej skali może dojść w lipcu. Jednak naszym zdaniem oczekiwania rynku FRA, który wycenia cięcie stop o 75-100pb do końca roku, wydają się przesadzone.
- Kluczową publikacją tygodnia na rynkach zagranicznych będą majowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, które mogą pokazać lekką poprawę w stosunku do kwietnia. Ponadto poznamy dane z sektora usług dla strefy euro i USA, które mogą być stosunkowo słabe. W strefie euro zaplanowane na ten tydzień jest posiedzenie EBC, ale analitycy Citi nie oczekują istotnych zmian w polityce pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego.
- Opublikowane w minionym tygodniu dane o PKB nie przyniosły większych niespodzianek. W I kwartale wzrost gospodarczy wyniósł 0,5% r/r, w porównaniu z wstępnymi szacunkami na poziomie 0,4% przy słabym popycie krajowym. Konsumpcja indywidualna nie zmieniła się w ujęciu rocznym, a inwestycje spadły o 2% r/r. Po publikacji danych za I kwartał podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą stopniowe ożywienie w kolejnych kwartałach i wzrost PKB w całym roku o 1,3% r/r. Wsparciem dla tego założenia jest wzrost PMI w maju do 48 pkt, z 46,9 pkt w kwietniu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

| | €/zł | \$/zł | £/zł | €/§ | NBP | EBC | WIBOR 3M | 10Y Bund | 10Y Treasuries |
|-----------|------|-------|------|------|------|------|----------|----------|----------------|
| III KW 13 | 4.22 | 3,32 | 4,85 | 1,27 | 2,50 | 0,50 | 2,65 | 1,40 | 2,10 |
| III KW 14 | 4.08 | 3,26 | 4,69 | 1,25 | 2,50 | 0,25 | 3,53 | 1,50 | 3,00 |

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 24.05.2013 r.

Wykres 2. W tym tygodniu prawdopodobnie RPP obniży stopy procentowe po raz kolejny, choć po ostatnio obserwowanym osłabieniu złotego i obligacji wzrosło prawdopodobieństwo utrzymania stóp na niezmiennym poziomie.



Źródło: GUS Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

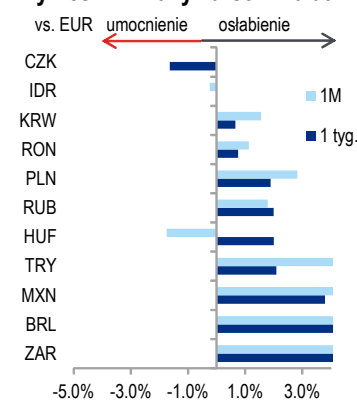
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 31.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

| | 31/5/13 | 1 tyg. | 1M | YTD | 2012 |
|----------------|---------|--------|-------|--------|--------|
| EUR/PLN | 4.28 | 1.9% | 2.8% | 5.1% | -8.8% |
| USD/PLN | 3.29 | 1.2% | 3.0% | 6.7% | -10.3% |
| EUR/USD | 1.30 | 0.5% | -0.2% | -1.5% | 1.9% |
| | % | pb | pb | pb | pb |
| Stopa NBP | 3.00 | 0 | -25 | -125 | -25 |
| WIBOR 3M | 2.74 | -3 | -36 | -139 | -86 |
| FRA1x4 | 2.59 | 1 | -29 | -122 | -113 |
| FRA3x6 | 2.46 | 5 | -13 | -94 | -145 |
| FRA6x9 | 2.41 | 9 | -2 | -64 | -168 |
| FRA9x12 | 2.43 | 13 | 0 | -49 | -168 |
| | \$ | % | % | % | % |
| Złoto | 1386.4 | -0.3% | -5.2% | -17.2% | 7.0% |
| Ropa | 100.8 | 0.0% | -2.6% | -7.7% | -8.3% |
| | pkt | % | % | % | % |
| WIG20 | 2485.5 | 5.3% | 8.3% | -3.8% | 20.4% |
| S&P | 1630.7 | -1.2% | 3.1% | 14.3% | 13.4% |
| | % | pb | pb | pb | pb |
| 10Y Bunds | 1.49 | 10 | 28 | 19 | -52 |
| 10Y Treasuries | 2.13 | 12 | 47 | 38 | -12 |

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 |
|---------------------|------|-----------------------------------|-----------|-----------|---------------|-------------------|--------------------|
| 3 cze | | | | | | | |
| PONIEDZIAŁEK | | | | | | | |
| 09:00 | PL | Indeks PMI | pkt | V | 47,9 | 47,8 | 46,9 |
| 09:55 | DE | Indeks PMI | pkt | V | 49,0 | | 49,0 |
| 10:00 | EMU | Indeks PMI | pkt | V | 47,8 | 47,8 | 46,7 |
| 16:00 | US | Indeks nastrojów ISM | pkt | V | 52,0 | 50,7 | 50,7 |
| 23:00 | US | Sprzedaż samochodów | tys | V | 15,2 | 15,1 | 14,9 |
| 4 cze | | | | | | | |
| WTOREK | | | | | | | |
| 11:00 | EMU | PPI | | | | | |
| 14:30 | US | Bilans handlowy | mld \$ | IV | -37,0 | -41,0 | -38,8 |
| 5 cze | | | | | | | |
| ŚRODA | | | | | | | |
| 10:00 | EMU | PMI dla usług | pkt | V | 47,5 | 47,5 | 47,0 |
| 11:00 | EMU | Sprzedaż detaliczna | % m/m | IV | -0,2 | -0,2 | -0,1 |
| 11:00 | EMU | Wzrost PKB | % kw/kw | I kw. | -0,2 | -0,2 | -0,6 |
| | PL | Decyzja RPP | % | VI | 2,75 | 2,75 | 3,0 |
| 16:00 | US | Zamówienia fabryczne | % m/m | IV | 1,1 | 1,5 | -4,4 |
| 16:00 | US | Indeks ISM poza sektorem przetw. | pkt | V | 52,0 | 53,5 | 53,1 |
| 6 cze | | | | | | | |
| CZWARTEK | | | | | | | |
| 12:00 | DE | Zamówienia w przemyśle | % m/m | IV | -2,5 | -1,0 | 2,2 |
| 13:45 | EMU | Spotkanie EBC | % | V | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| 14:30 | US | Liczba nowych bezrobotnych | tys. | tyg. | 340 | 345 | 354 |
| 7 cze | | | | | | | |
| PIĄTEK | | | | | | | |
| 12:00 | DE | Produkcja przemysłowa | pkt | IV | 1,0 | | 1,2 |
| 14:30 | US | Zatrudnienie poza sekt. rolniczym | tys. | V | 170,0 | 165,0 | 165,0 |
| 14:30 | US | Stopa bezrobocia | % | V | 7,5 | 7,5 | 7,5 |

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

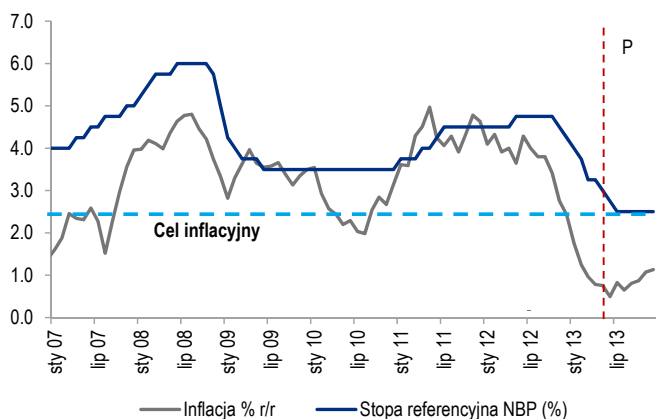
Zapowiedź tygodnia

RPP

Spodziewamy się, że na posiedzeniu 4-5 czerwca Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy procentowe o 25pb, tym samym sprowadzając stopę referencyjną do rekordowo niskiego poziomu 2,75%. Ostatnie komentarze przedstawicieli władz monetarnych wskazują, że RPP wciąż dostrzega przestrzeń do dodatkowego poluzowania monetarnego. Jednak oczekiwania rynku FRA, który wycenia cięcie stop o 100pb do końca roku, wydają się przesadzone, a Rada w rzeczywistości prawdopodobnie zbliża się do końca cyklu. Ponadto w naszej ocenie ostatnie osłabienie złotego sprawia, że wynik dyskusji na czerwcowym posiedzeniu nie jest wcale przesądzony i prawdopodobieństwo pozostawienia stóp bez zmian jest bliskie 50%. Biorąc pod uwagę niskie

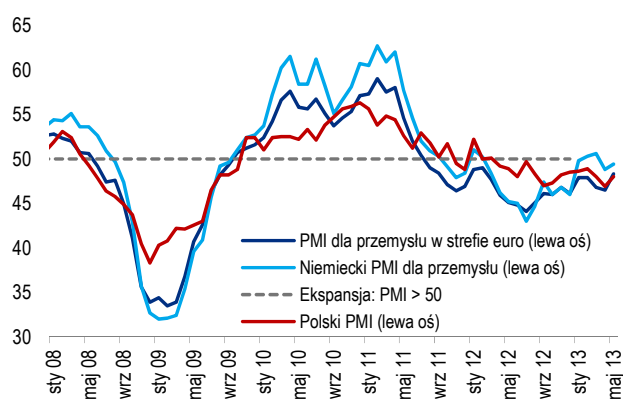
tempo wzrostu gospodarczego oraz brak presji cenowej, naszym zdaniem do około lipca RPP będzie mogła kontynuować cykl luzowania monetarnego. Po tym terminie stopniowa poprawa aktywności gospodarczej oraz bardzo powolny wzrost inflacji powinny zamknąć drogę do kolejnych cięć stop procentowych. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że po prawdopodobnym cięciu o 25pb w czerwcu, do kolejnej obniżki w tej samej skali może dojść w lipcu.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. PMI dla przemysłu (Polska, strefa euro, Niemcy)



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

USA/Strefa euro

Ekonomiści Citi spodziewają się wzrostu zatrudnienia poza rolnictwem w maju o 170 tys., choć prognoza jest obarczona dużym ryzykiem w związku ze znacznymi rewizjami dokonywanymi w ostatnich miesiącach. Poza tym analitycy Citi oczekują stosunkowo słabych wyników i spadków indeksów ISM dla przemysłu oraz usług w USA, poprawy sprzedaży samochodów oraz zamówień w przemyśle w maju.**

W strefie euro w tym tygodniu zaplanowano posiedzenie EBC. Jednak analitycy Citi nie oczekują zmian parametrów polityki pieniężnej. EBC najprawdopodobniej stwierdzi, że obecne warunki umożliwiają ożywienie aktywności gospodarczej w trakcie drugiej połowy 2013 r., choć pozostawi sformułowanie o ryzyku w dół dla aktywności gospodarczej w II połowie roku. Jednocześnie zdaniem ekonomistów Citi EBC najprawdopodobniej stwierdzi, że ryzyka dla inflacji pozostają zrównoważone. EBC może też zapowiedzieć pewne poluzowanie polityki zabezpieczeń.

Ponadto w strefie euro zostaną opublikowane stosunkowo słabe dane PMI o aktywności w sektorze usług za maj, słabe dane o sprzedaży detalicznej za kwiecień, słaby wynik produkcji i zamówień w przemyśle niemieckim.

Miniony tydzień

PMI w maju wzrósł bardziej niż oczekiwano

Indeks PMI wzrósł w maju do 48 pkt, nieco powyżej naszej prognozy 47,9 pkt i zdecydowanie powyżej odczytu z poprzedniego miesiąca (46,9 pkt). Szczegółowe rozbięcie danych pokazuje, że spadek produkcji był kontynuowany, ale jego skala zmniejszyła się w porównaniu z kwietniem. Subindeks nowych zamówień wzrósł nieznacznie mimo spadku indeksu

nowych zamówień eksportowych sugerując nieznaczną poprawę w popycie krajowym. Również indeks zatrudnienia odreagował przyczyniając się do wzrostu PMI.

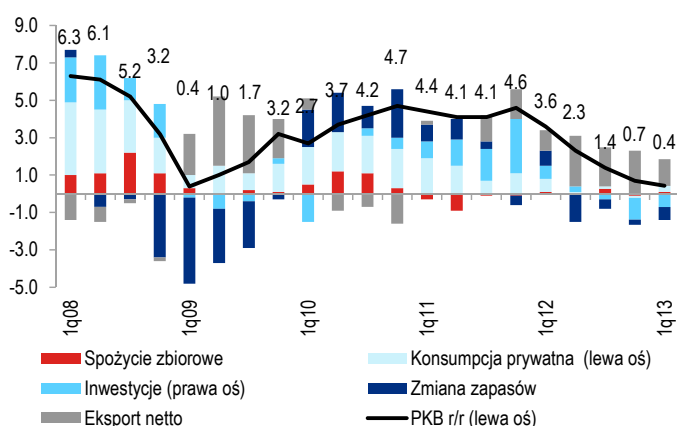
Wzrost PKB spowolnił przy wciąż słabej konsumpcji prywatnej

Opublikowane w minionym tygodniu dane o PKB nie przyniosły większych niespodzianek. W I kwartale wzrost gospodarczy wyniósł 0,5% r/r, w porównaniu z wstępnymi szacunkami na poziomie 0,4%. W naszej ocenie niewielka rewizja danych w górę nie powinna stanowić poważnego zaskoczenia – sygnalizowaliśmy taką możliwość w naszych raportach z poprzednich tygodni. W ujęciu kwartał-do-kwartału PKB wzrosło o 0,1% po 0% w IV kwartale. Innymi słowy, Polska po raz kolejny uniknęła technicznej recesji, a kwartalny PKB wzrost zaczął przyspieszać w stosunku do poziomu z IV kw.

Popyt krajowy pozostał bardzo słaby, ale jego struktura była nieco inna niż oczekiwaliśmy. Konsumpcja indywidualna pozostała bez zmian na poziomie z I kw. 2012 roku, a więc okazała się wyższa niż zakładała nasza prognoza. Jednocześnie spadek inwestycji (-2% r/r) okazał się płytszy, co biorąc pod uwagę niekorzystne warunki pogodowe w I kwartale i związany z tym spadek w budownictwie, może wskazywać na wyższą dynamikę inwestycji w maszyny oraz urządzenia. Jeżeli chodzi o eksport netto, to jego wkład we wzrost PKB wyniósł 1,4 punktu procentowego (wobec 2,4 punktu w IV kw.).

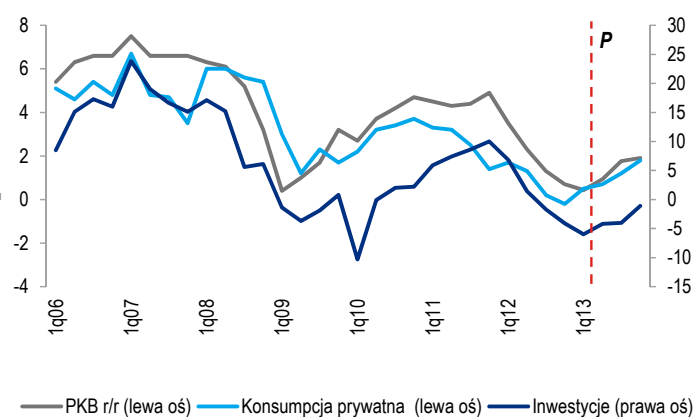
Po publikacji danych za I kwartał podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą stopniowe ożywienie w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem PKB w całym roku wzrośnie o 1,3% r/r, przy czym dostrzegamy ryzyko, że w porównaniu z naszym bazowym scenariuszem ożywienie konsumpcji może być nieco słabsze, a spadki inwestycji mniejsze od oczekiwanych.

Wykres 5. PKB – kontrybucja



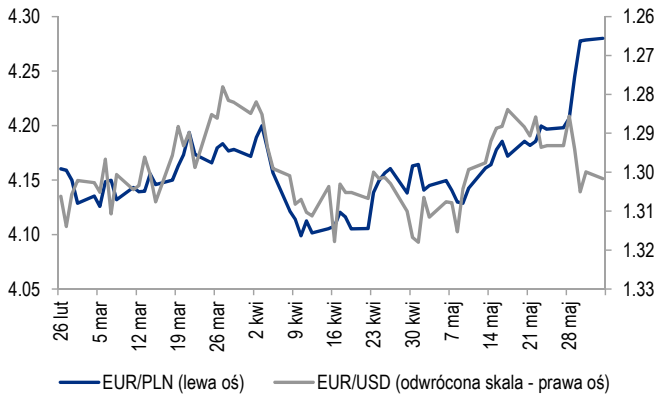
Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. PKB i główne składowe (% r/r)



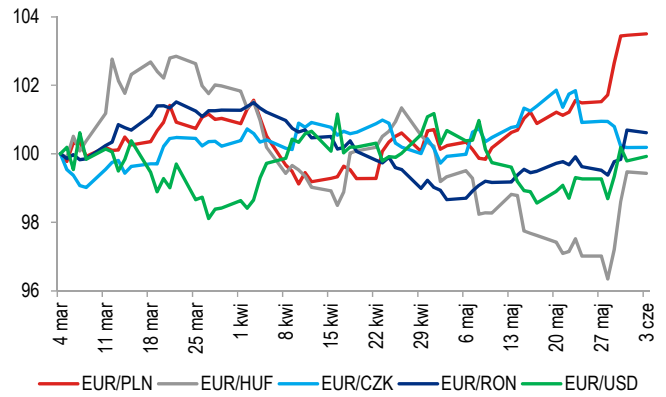
Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 7. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



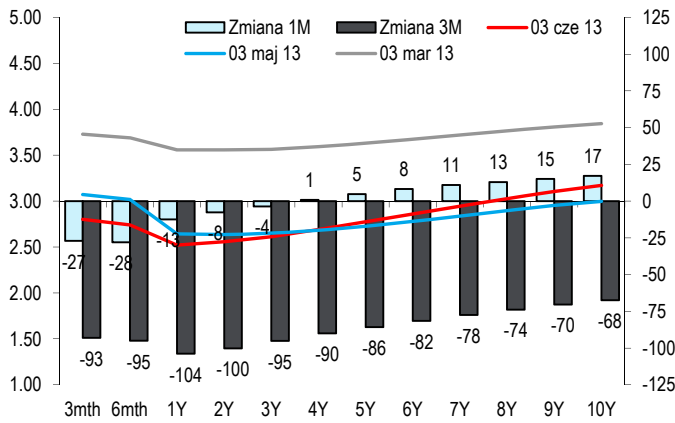
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



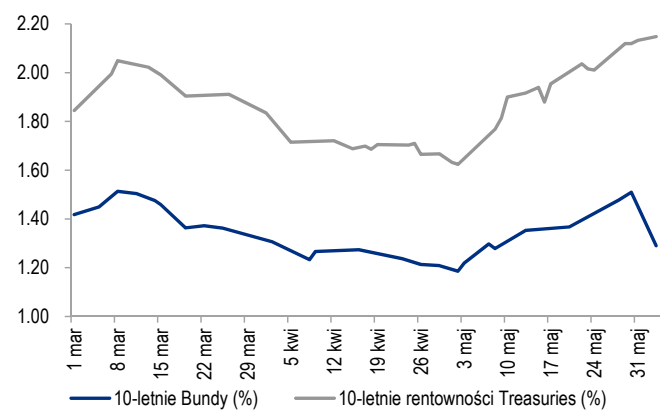
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



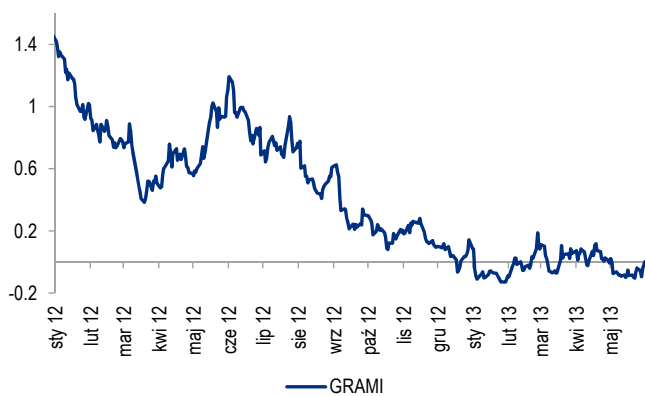
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



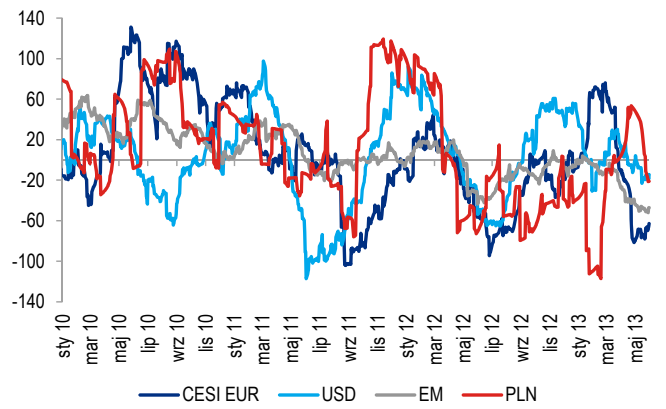
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 12. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI - Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011P | 2012 | 2013P | 2014P |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Najważniejsze wskaźniki | | | | | | | | |
| Nominalny PKB (mld USD) | 426 | 533 | 433 | 470 | 517 | 490 | 494 | 523 |
| Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN) | 1,175 | 1,273 | 1,344 | 1,417 | 1,528 | 1,596 | 1,637 | 1,719 |
| PKB per capita (USD) | 11,168 | 13,982 | 11,332 | 12,210 | 13,404 | 12,727 | 12,821 | 13,576 |
| 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 | 12.2 | 12.2 | 12.2 | 14.2 | 13.4 |
| Aktywność ekonomiczna | | | | | | | | |
| Realny wzrost PKB (% r/r) | 6.8 | 5.1 | 1.6 | 3.9 | 4.5 | 1.9 | 1.3 | 2.8 |
| Inwestycje (% r/r) | 17.6 | 9.6 | -1.2 | -0.4 | 8.5 | -0.8 | -3.2 | 2.6 |
| Spożycie ogółem (% r/r) | 4.6 | 6.1 | 2.0 | 3.4 | 1.6 | 0.6 | 1.0 | 2.1 |
| Konsumpcja indywidualna (% r/r) | 4.9 | 5.7 | 2.1 | 3.2 | 2.6 | 0.8 | 1.0 | 2.2 |
| Eksport (% r/r) | 9.1 | 7.1 | -6.8 | 12.1 | 7.7 | 2.8 | 3.1 | 4.0 |
| Import (% r/r) | 13.7 | 8.0 | -12.4 | 13.9 | 5.5 | -1.8 | 0.3 | 2.9 |
| Ceny, pieniądź i kredyt | | | | | | | | |
| Inflacja CPI (% r/r) | 3.9 | 3.4 | 3.7 | 3.2 | 4.6 | 2.4 | 1.2 | 2.2 |
| Inflacja CPI (% średnia) | 2.5 | 4.2 | 3.5 | 2.6 | 4.3 | 3.7 | 1.0 | 2.0 |
| Płace nominalne (% r/r) | 9.3 | 10.3 | 4.4 | 3.3 | 4.9 | 3.4 | 2.8 | 4.2 |
| Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu) | 5.00 | 5.00 | 3.50 | 3.50 | 4.50 | 4.25 | 2.50 | 3.25 |
| Rentowność obligacji 10-letniej (% koniec okresu) | 5.37 | 5.41 | 3.56 | 3.46 | 4.57 | 4.01 | 2.68 | 3.72 |
| WIBOR1M, (% koniec okresu) | 6.11 | 5.34 | 5.91 | 6.07 | 5.91 | 3.73 | 3.85 | 4.50 |
| USD/PLN (Koniec okresu) | 2.45 | 3.00 | 2.87 | 2.96 | 3.44 | 3.09 | 3.38 | 3.20 |
| USD/PLN (Średnia) | 2.76 | 2.39 | 3.11 | 3.02 | 2.96 | 3.25 | 3.31 | 3.29 |
| EUR/PLN (Koniec okresu) | 3.58 | 4.17 | 4.11 | 3.96 | 4.46 | 4.08 | 4.08 | 4.01 |
| EUR/PLN (Średnia) | 3.78 | 3.52 | 4.33 | 3.99 | 4.12 | 4.18 | 4.18 | 4.11 |
| Bilans płatniczy (mld USD) | | | | | | | | |
| Rachunek bieżący | -20.3 | -25.5 | -9.7 | -24.1 | -25.0 | -17.3 | -13.5 | -18.8 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -4.7 | -4.8 | -2.2 | -5.1 | -4.8 | -3.5 | -2.7 | -3.6 |
| Saldo handlu zagranicznego | -17.1 | -26.0 | -4.3 | -11.8 | -14.1 | -7.1 | -3.7 | -5.6 |
| Eksport | 145.3 | 178.7 | 142.1 | 165.9 | 195.2 | 187.6 | 199.4 | 216.7 |
| Import | 162.4 | 204.7 | 146.4 | 177.7 | 209.3 | 194.8 | 203.1 | 222.3 |
| Saldo usług | 4.8 | 5.0 | 4.8 | 3.1 | 5.7 | 6.2 | 7.2 | 8.2 |
| Saldo dochodów | -16.4 | -12.8 | -16.6 | -19.1 | -22.9 | -21.9 | -21.9 | -25.1 |
| Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto | 18.0 | 10.3 | 8.8 | 6.9 | 11.6 | 3.1 | 6.5 | 8.0 |
| Rezerwy międzynarodowe | 54.6 | 57.2 | 69.7 | 81.4 | 86.8 | 96.1 | 102.0 | 104.0 |
| Amortyzacja | 30.2 | 32.4 | 24.6 | 32.1 | 37.6 | 39.6 | 41.1 | 44.3 |
| Finanse publiczne (% PKB) | | | | | | | | |
| Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95) | -1.9 | -3.7 | -7.4 | -7.9 | -5.0 | -3.9 | -3.9 | -3.5 |
| Saldo pierwotne sektora finansów publicznych | 0.4 | -1.4 | -4.6 | -5.2 | -2.3 | -1.1 | -1.2 | -0.8 |
| Dług publiczny (Polska metodologia) | 44.9 | 46.9 | 49.8 | 52.8 | 53.4 | 52.7 | 54.3 | 54.2 |
| Dług krajowy | 34.3 | 34.8 | 36.8 | 38.4 | 36.5 | 36.1 | 36.4 | 37.1 |

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.