

CitiWeekly

Fed skapitulował

- Fed dostosował się do oczekiwań rynku rewidując w dół liczbę prognozowanych podwyżek stóp procentowych i to pomimo braku istotnych zmian w sytuacji gospodarczej. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu amerykański bank centralny pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie co było powszechnie oczekiwane. Jednak jednocześnie Fed opublikował zaskakującą projekcję stóp procentowych, która zakłada obecnie jedynie dwie podwyżki stóp w tym roku wobec czterech zakładanych w grudniu. Prezes, J. Yellen uzasadniała taką decyzję zwiększeniem niepewności co do globalnego wzrostu oraz pogorszeniem warunków na rynkach finansowych jak również obawami o wpływ mocnego dolara na amerykańską gospodarkę. Choć rynek od dawna wyceniał znacznie mniejszą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej w USA niż prognozowało FOMC, to Fed dopiero teraz zdecydował się dostosować swoje prognozy do rynkowych oczekiwań. Stało się to w momencie kiedy dane o inflacji w USA zaskakiwały w górę, a inflacja bazowa znajduje się powyżej celu inflacyjnego Fed, dane z rynku pracy są dobre a ceny surowców na świecie odreażowały po przecenie na początku roku. Argumentem za zmianą projekcji stóp miałyby być brak presji płacowej oraz wątpliwości Fed co do trwałości wzrostu inflacji.
- Decyzja Fed o dostosowaniu do rynkowych oczekiwań może zwiększać niepewność związaną z perspektywami polityki pieniężnej w USA. Fed najprawdopodobniej przyczyni się do wydłużenia oraz zwiększenia rynkowej zmienności, a jednocześnie zwiększa prawdopodobieństwo scenariusza, w którym stopy procentowe w USA pozostaną na zbyt niskim poziomie przez zbyt długi okres.
- Wydaje się, że oczekiwanie dalszego umocnienia dolara wyszło z mody w obliczu łagodniejszej polityki Fed, skupieniu uwagi przez EBC na luzowaniu kredytowym zamiast na osłabianiu waluty oraz niechęci G20 do dalszego dalszej aprecjacji dolara. Jednak najnowsze prognozy Citi wskazują na utrzymanie się kursu EUR/USD w przedziale 1,05-1,15 w najbliższych 12 miesiącach z pewnym ryzykiem w górę w krótkim terminie oraz na stabilizację wokół 1,10 w horyzoncie dwuletnim. Łagodna polityka Fed i EBC może być przynajmniej w krótkim terminie korzystna dla aktywów gospodarek wschodzących.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

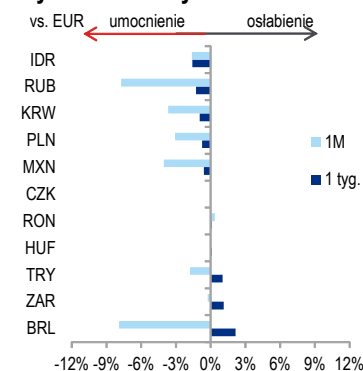
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



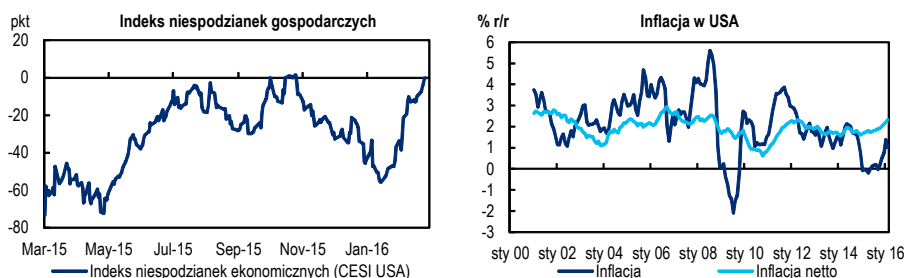
Według stanu na dzień 19.03.2016 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 16	4,36	3,86	5,66	1,13	1,50	0,00	1,68	0,30	1,80
II KW 17	4,29	3,90	5,36	1,10	1,50	0,00	2,28	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. 19.03.2016 r.

Wykres 2. Ostatnie dane o aktywności gospodarczej z USA i inflacji zaskakiwały w górę.

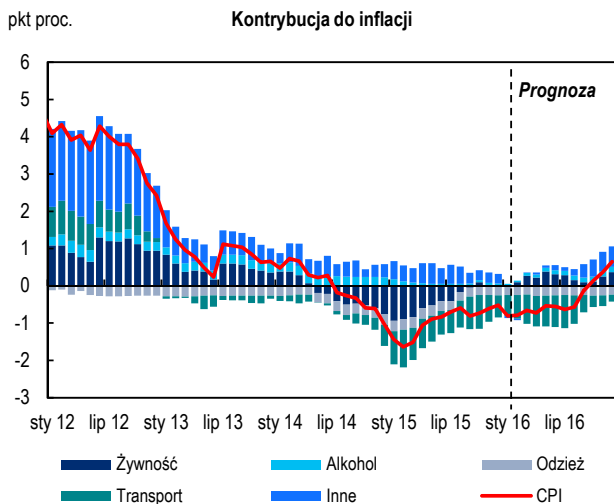


Źródło: Bloomberg, Citi Research, Citi Handlowy

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

Tydzień w wykresach

Wykres 3. Rewizja wag koszyka CPI obniżyła ścieżkę inflacji



- Inflacja wyniosła w lutym -0,8% r/r i była poniżej oczekiwań rynku (-0,7%), co w znacznej mierze było wynikiem rewizji wag koszyka i obniżenia inflacji za styczeń do -0,9% z -0,7%.
- Obecnie wciąż oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie rosła, jednak z nieco niższego poziomu i osiągnie na koniec roku poziom 0,6%. Wzrostowi inflacji netto będzie sprzyjać dobra sytuacja na rynku pracy.
- Zatrudnienie przyspieszyło w lutym o 2,5% r/r z 2,3%, a płace spowolniły minimalnie do 3,9% z 4%. Przekłada się to na bardzo wysoki realny wzrost funduszu płac, powyżej 7%.

W skrócie: Inflacja będzie rosła, ale ścieżka będzie przebiegać niżej niż wcześniej oczekiwaliśmy

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Dane o sprzedaży i produkcji zaskakują pozytywnie

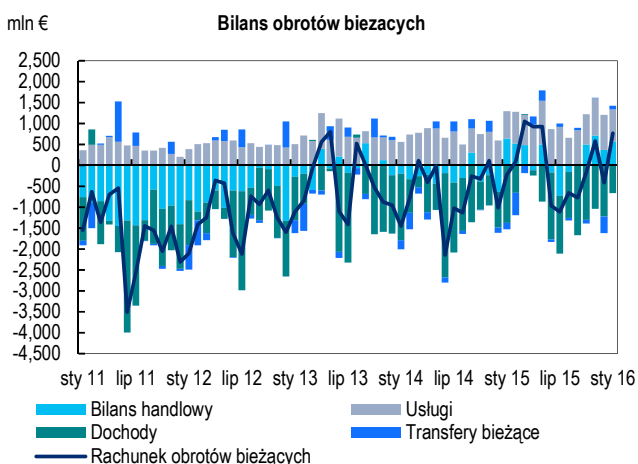


- Produkcja przemysłowa przyspieszyła w lutym do 6,7% r/r z 1,4% w styczniu i była wyższa od oczekiwań rynku (5,5%) oraz naszej prognozy. Dobre dane o produkcji sygnalizował wcześniej większy od oczekiwań wzrost indeksu PMI i dobre dane o produkcji aut oraz większa liczba dni roboczych. Produkcja budowlana rozczarowała spadając aż o 10,5% r/r, poniżej rynku (-4,9%), także poniżej naszej prognozy (-8,8%)
- Lepsze od oczekiwań okazały się również dane o sprzedaży detalicznej, która w ujęciu realnym wzrosła aż o 6,2% r/r z 3,1% w styczniu, wobec oczekiwanych przez rynek 5,6%

W skrócie: Mimo dobrej produkcji i sprzedaży wciąż zakładamy przejściowe spowolnienie PKB w I kw.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 5. Historyczna nadwyżka w obrotach bieżących za okres luty 2015-styczeń 2016



- Dane o bilansie płatniczym za styczeń pokazały większą poprawę w bilansie obrotów bieżących (do 0,8 mld EUR) niż zakładał rynek (ok. 0,4 mld EUR), ale mniejszą niż prognozowaliśmy (1,1 mld EUR).
- Poprawa w bilansie obrotów bieżących wynikała przede wszystkim z większego napływu środków unijnych, ale także ze wzrostu nadwyżki handlowej. Miało to miejsce mimo wyraźnego spowolnienia eksportu i importu.
- W rezultacie deficyt skumulowany za 12 miesięcy wzrósł powyżej zera po raz pierwszy od kiedy NBP publikuje dane o bilansie płatniczym.

W skrócie: Nadwyżka w obrotach bieżących powinna wspierać złotego

Źródło: NBP, Reuters, Citi Handlowy.

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 mar PONIEDZIAŁEK							
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	% m/m	II	5.45	5.40	5.47
16:00	EA	Zaufanie konsumentów	pkt	III	-8.0	-8.2	-8.8
23 mar WTOREK							
09:00	DE	Indeks Ifo	pkt	XII	--	105.9	105.7
10:00	EA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	III	--	51.4	51.2
13:30	EA	Wstępny PMI dla usług	pkt	III	--	53.4	53.3
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	--	5.9	1.0
15:45	USA	PMI dla przemysłu	pkt	III	--	--	51.3
24 mar ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	II	--	510	494
25 mar CZWARTEK							
11:15	EA	Operacja LTRO					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	--	265.0
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	II	--	-2.3	4.7
26 mar PIĄTEK							
	INT	Wielki Piątek					
13:30	USA	PKB	% r/r	IV kw.	--	--	1.0
13:30	USA	Inflacja PCE	% r/r	IV kw.	--	--	0.4
13:30	USA	Bazowa inflacja PCE	% r/r	IV kw.	--	--	0.4

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	472	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,362	1,437	1,554	1,629	1,656	1,719	1,777	1,875
PKB per capita (USD)	11,508	12,382	13,626	12,983	13,615	14,197	12,276	12,425
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	0,8
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	3,5	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	1,65	1,57
Rentowność obligacji 10-letnich	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,35
USD/PLN (Koniec okresu)	2,86	2,95	3,40	3,10	3,01	3,52	3,92	3,99
USD/PLN (Średnia)	3,10	3,01	2,96	3,26	3,16	3,15	3,77	3,93
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,26	4,39
EUR/PLN (Średnia)	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,19	4,18	4,37
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17,3	-25,8	-27,0	-17,6	-6,7	-11,0	-0,8	2,3
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3,9	-5,4	-5,1	-3,5	-1,3	-2,0	-0,2	0,5
Saldo handlu zagranicznego	-10,2	-13,8	-17,4	-9,2	-0,4	-4,3	2,9	5,0
Eksport	133,1	156,3	184,2	181,0	198,1	210,4	190,6	205,5
Import	143,3	170,1	201,6	190,2	198,5	214,7	187,8	200,5
Saldo usług	4,8	3,1	7,3	8,0	10,1	11,4	11,0	12,0
Saldo dochodów	-12,7	-16,5	-18,0	-16,2	-15,8	-17,6	-13,7	-13,4
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	89,4	89,4
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	-2,9	-3,0
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4,6	-5,1	-2,4	-1,0	-1,5	-1,2	-1,1	-1,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	49,8	52,0	52,5	51,6	53,3	47,9	49,4	50,2

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 otrzymaniem 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.