

CitiWeekly

Inflacja wciąż niska

- W tym tygodniu poznamy kolejny odczyt inflacji - naszym zdaniem wzrost cen konsumentów ustabilizował się w listopadzie na poziomie 0,8% r/r. Tym samym nasza prognoza kształtuje się nieznacznie poniżej oczekiwań rynkowych. W kolejnych miesiącach spodziewamy się powolnego wzrostu inflacji, co sprawi, że RPP będzie miała odpowiedni komfort, aby utrzymać stopy procentowe na obecnym poziomie przez długi czas. Ponadto pod koniec tygodnia poznamy też dane o bilansie płatniczym, które według naszej prognozy pokażą głębszą niż oczekuje rynek poprawę deficytu obrotów bieżących.
- Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej powtórzyła swój pogląd, że stopy procentowe nie ulegną zmianie przynajmniej do końca pierwszej połowy przyszłego roku. Według wypowiedzi części członków Rady parametry polityki pieniężnej mogą zostać niezmienione do końca 2014 roku. W naszym bazowym scenariuszu oczekujemy dwóch podwyżek stóp w przyszłym roku, przy czym pierwsza może nastąpić we wrześniu. Jednak widzimy asymetryczne ryzyko po stronie mniejszej skali zacieśniania polityki pieniężnej.
- Podobnie EBC nie zdecydował się na zmianę stóp procenowych i jednocześnie potwierdził, że stopy nie ulegną zmianie przez długi czas. Taki scenariusz jest wspierany przez niskie prognozy EBC dotyczące inflacji na kolejne lata. Analitycy Citi wciąż spodziewają się kolejnej redukcji stóp w połowie przyszłego roku.
- Tymczasem ze Stanów Zjednoczonych napłynęły kolejne dobre dane, tym razem z rynku pracy. Zatrudnienie poza rolnictwem okazało się wyższe od prognoz rynkowych i zwiększyło nadzieje na wcześniejszy początek ograniczania skupu aktywów przez Fed.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

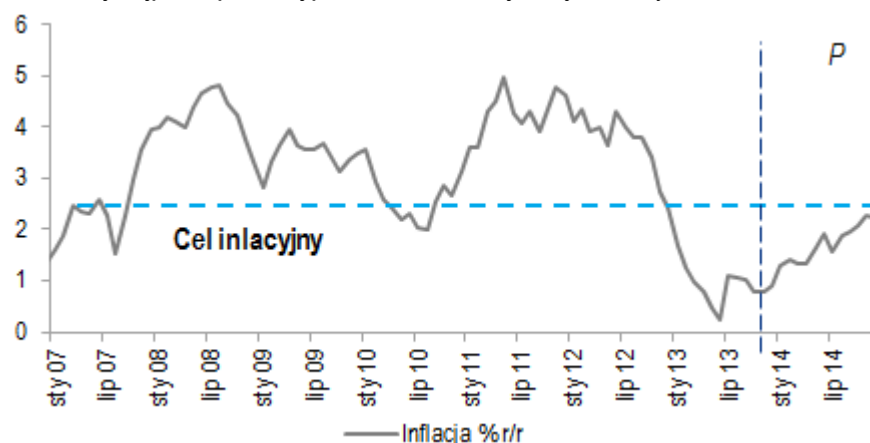
cezary.chrapek@citi.com

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,07	5,05	1,35	2,50	0,25	2,67	1,60	2,30
IV KW 14	4,06	2,90	5,08	1,40	3,00	0	3,52	1,80	3,04

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 2.12.2013 r.

Wykres 2. Inflacja najprawdopodobniej pozostanie niska w najbliższych miesiącach.

**Spis treści**

- Podsumowanie
- Kalendarz publikacji
- Zapowiedź tygodnia
- Miniony tydzień
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 2
- 3
- 6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
9 gru PONIEDZIAŁEK							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0,9	0,7	-0,9
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
10 gru WTOREK							
	EMU	Spotkanie Ecofinu					
11 gru ŚRODA							
11:00	DE	Inflacja HICP	% r/r			1,6	1,6
12 gru CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	X	0,3		-0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	340	320	298
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	%	XI	0,7	0,6	0,0
13 gru PIĄTEK							
14:00	PL	Inflacja	% r/r	XI	0,8	0,9	0,8
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	X	-65	-449	-1024
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	X	15179	14868	13896
14:00	PL	Import	mIn EUR	X	14428	14318	13223
14:30	USA	PPI	% r/r	XI	0,3	0,0	-0,2

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

Zapowiedź tygodnia

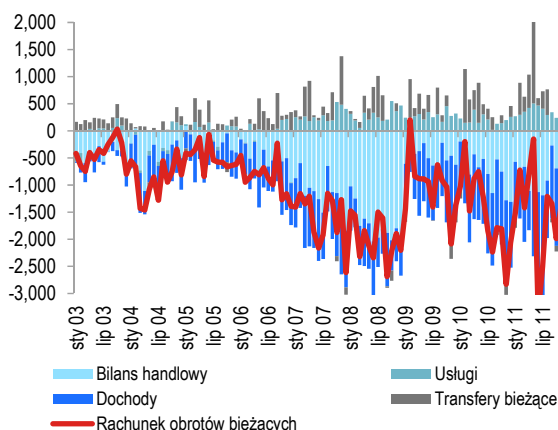
Inflacja

Według naszych szacunków inflacja ustabilizowała się w listopadzie na poziomie 0,8% r/r, wyraźnie poniżej celu banku centralnego 2,5%. Niska inflacja ubiegłym miesiącu to wynik dalszego spadku cen paliw jak również wolnego wzrostu cen żywności. Jednak, presja popytowa pozostaje słaba i w związku z tym oczekujemy, że inflacja bazowa, po wyłączeniu żywności i energii, wyniosła 1,4% r/r. Nasze prognozy sygnalizują powolny wzrost CPI w 2014 r. do około 2%.

Bilans płatniczy

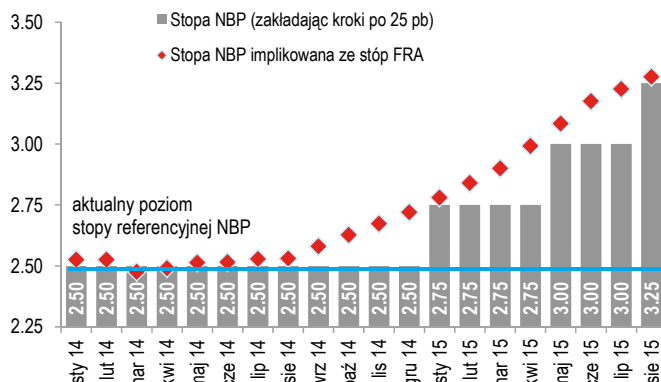
Według naszych oczekiwań deficyt obrotów bieżących zmniejszył się w październiku do 65 mln EUR z 1024 mln EUR we wrześniu. Poprawa nastąpiła naszym zdaniem w dużej mierze dzięki zwiększonym transferom środków z UE. Ponadto według naszych szacunków październik był siódmym z rzędu miesiącem nadwyżki handlowej, gdyż eksport w dalszym ciągu rósł szybciej niż import. Nasze prognozy zakładają, że skumulowany za 12-miesięcy deficyt obrotów bieżących w Polsce zmniejszył się do mniej niż 2% PKB w październiku i najprawdopodobniej osiągnie ok. 1,5% PKB w całym 2013 r.

Wykres 3. Bilans płatniczy i główne składowe (mln EUR)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Implikowana ze stóp FRA oczekiwana stopa referencyjna NBP



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

RPP

Na grudniowym posiedzeniu RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2,5%. Oficjalny komunikat nie zmienił się istotnie w stosunku do poprzedniego miesiąca, a RPP podtrzymała swoją intencję pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do czerwca 2014 r. Prezes Belka dodał również, że cała Rada jest zgodna w tej kwestii. W trakcie sesji pytań prezes Marek Belka powiedział, że ożywienie gospodarcze to „powolny, ale stopniowy i nieodwracalny proces” oraz przyznał, że NBP jest obecnie bardziej optymistyczny w kwestii wzrostu gospodarczego niż rok wcześniej. W paragrafie kończącym oficjalny komunikat RPP przyznała, że *„W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu br. oraz utrzymywanie ich na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu krajowej gospodarki, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.”* Naszym zdaniem takie stwierdzenie wydaje się ucinać potencjalną dyskusję na temat dodatkowego łagodzenia polityki pieniężnej.

Według Andrzeja Rzońcy, jastrzębiego członka RPP, większość członków Rady preferuje konwencjonalną politykę pieniężną i chce utrzymać dodatnie realne stopy procentowe, przynajmniej tak długo jak wzrost PKB jest powyżej zera. Obecnie realna stopa procentowa jest na poziomie 1,7%, ale oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji CPI w najbliższych miesiącach, co obniży stopę realną do 0,5% lub niżej do końca 2014 r. Mając to na uwadze oczekujemy, że RPP rozpocznie dyskusję na temat możliwego zacieśnienia polityki pieniężnej w II połowie 2014 r., gdy perspektywy spadku realnej stopy procentowej do zera będą bardziej przekonujące. W bazowym scenariuszu oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych o 25 pb we wrześniu 2014 r., z pewnym ryzykiem, że cykl zacieśnienia może się nieco opóźnić.

EBC

W grudniu EBC nie zdecydował się na zmianę stóp procenowych i jednocześnie potwierdził, że oczekuje niskich odczytów inflacji w kolejnych kwartałach. Jednocześnie komunikacja dotycząca *forward*

guidance została utrzymana sygnalizując, że stopy pozostaną na niezmienionym czasie przez dłuższy czas. W grudniu EBC nieco obniżył swoją prognozę inflacji na 2013 i 2014 r. do 1,4% oraz 1,1% oraz przedstawił prognozę na 2015 r. na poziomie 1,5%, co oznacza że w najbliższych latach inflacja raczej pozostanie poniżej celu banku centralnego (ok. 2%). Jednocześnie EBC nieco podwyższył swoją prognozę PKB na 2014 r. do 1,1% r/r i przedstawił prognozę na 2015 r. na poziomie 1,5% r/r. Prezes M. Draghi przyznał ponownie, że istnieje asymetryczne ryzyko w dół dla perspektyw wzrostu gospodarczego a EBC jest gotowy aby odpowiednio reagować. Jednocześnie M. Draghi powiedział, że EBC dostosuje również odpowiednio narzędzia płynnościowe do potrzeb gospodarki. Analitycy Citi wciąż oczekują obniżki stopy referencyjnej do zera oraz stopy depozytowej poniżej zera w połowie 2014 r.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	509	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763
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	12.4	12.5	13.4	13.5	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
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	0.9	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.1	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	1.9
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.07	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.6
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.6	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.1	30.1

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.