

15 kwietnia 2013 □ 8 stron

CitiWeekly

Jeśli inflacja zaskoczy w dół, RPP może ponownie obniżyć stopy

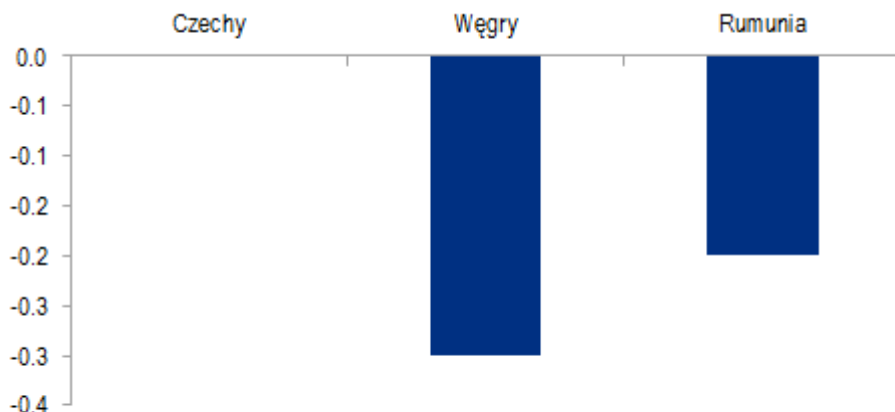
- W tym tygodniu nastąpi seria publikacji istotnych danych z krajowej gospodarki. Kluczowe wydają się, naszym zdaniem, dane o inflacji za marzec. Choć oczekujemy stabilizacji inflacji na poziomie 1,3% r/r to widzimy istotne ryzyko, że inflacja może być niższa. Za takim scenariuszem przemawiają dane o inflacji dla krajów regionu, które pokazały niższe od prognoz wzrost cen żywności. Ponadto w tym tygodniu oczekujemy publikacji słabych danych z rynku pracy oraz kolejnych słabych danych o produkcji. Oczekujemy także większego niż konsensus wzrostu deficytu obrotów bieżących w lutym.
- RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie w kwietniu, ale ton komunikatu i wypowiedzi prezesa NBP były bardziej gołębie niż miesiąc wcześniej. Gdyby przy utrzymaniu słabych wyników aktywności gospodarczej inflacja zaskoczyła w dół i ścieżka inflacji obniżyłaby się istotnie wówczas naszym zdaniem RPP mogłaby zdecydować się na jeszcze jedną dostosowawczą obniżkę stóp procentowych, najprawdopodobniej w czerwcu lub w lipcu.
- Za granicą kalendarz publikacji jest dosyć napięty, ale głównie w przypadku Stanów Zjednoczonych. Inwestorzy będą zainteresowani tym czy dane z rynku nieruchomości potwierdzą stopniową poprawę na tym rynku. Poza tym istotne będą wskaźniki aktywności (Empire State, Philly Fed) oraz dane o produkcji przemysłowej. Z kolei w strefie euro poznamy przede wszystkim kolejny odczyt indeksu ZEW z Niemiec za kwiecień.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
12.04	4,10	3,13		1,31	3,25	0,75	3,35	3,58	1,26	1,72
II KW 13	4,12	3,15	4,79	1,31	3,25	0,50	3,48	4,07	1,40	2,05
II KW 14	4,09	3,33	4,70	1,23	3,25	0,25	3,51	4,70	1,55	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 12.04.2013 r. Pozostałe prognozy z dnia 20.03.2013 r.

Wykres 2. Dane o cenach żywności w regionie zaskoczyły w dół, co w przypadku Węgier i Rumunii przyczyniło się do niższego od konsensusu odczytu inflacji w marcu. Dane z krajów CEE stwarzają ryzyko dla naszej prognozy inflacji.



■ Niespodzianka inflacyjna - odchylenie realizacji od oczekiwań rynku w marcu (pct proc. r/r)

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

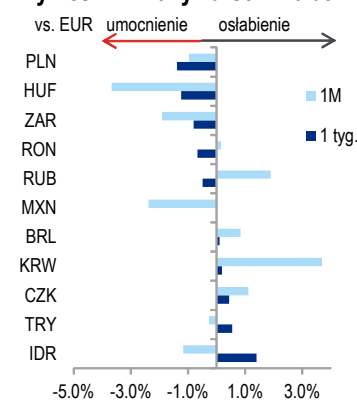
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.04.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	12/4/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.10	-1.3%	-0.9%	0.7%	-8.8%
USD/PLN	3.13	-2.3%	-1.6%	1.4%	-10.3%
EUR/USD	1.31	0.9%	0.6%	-0.6%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.25	0	0	-100	-25
WBOR 3M	3.35	-2	-11	-78	-86
FRA1x4	3.18	-3	-16	-63	-113
FRA3x6	3.01	2	-30	-39	-145
FRA6x9	2.87	5	-34	-17	-168
FRA9x12	2.83	4	-37	-9	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1478.4	-6.5%	-7.1%	-11.7%	7.0%
Ropa	101.7	-3.2%	-7.2%	-6.8%	-6.8%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2397.1	2.2%	-3.4%	-7.2%	20.4%
S&P	1588.9	2.3%	2.3%	11.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.26	4	-22	-4	-52
10Y Treasuries	1.72	1	-30	-4	-12
Rentowność 2Y	3.04	-6	-29	-11	-171
Rentowność 5Y	3.16	-5	-37	-6	-211
Rentowność 10Y	3.58	-11	-41	-16	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	80.8	-4	-8	1	-199

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 kwi							
PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	III	1.3	1.1	1.3
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	II	-1793	-1507	-1546
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	II	12209	11900	12178
14:00	PL	Import	mIn EUR	II	12414	12105	12173
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	IV		6.0	9.2
14:00	USA	Indeks NAHB	pkt	IV		45.0	44.0
16 kwi							
WTOREK							
11:00	EMU	Finalna inflacja	% r/r	III	1.7	1.7	1.7
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IV	36.0	45.0	48.5
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	III	1.0	1.0	1.1
14:30	USA	CPI	% m/m	III	0	0.1	0.7
14:30	USA	Rozpoczęte budowy domów	tys.	III	925	924	917
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	III	935	943	939
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	0.1	0.3	0.8
17 kwi							
ŚRODA							
14:00	PL	Place	mIn EUR	II	2.1	2.8	4.0
14:00	PL	Zatrudnienie	mIn EUR	II	-0.9	-0.9	-0.8
18 kwi							
CZWARTEK							
09:30	GB	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III		-0.7	2.1
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	mIn EUR	II	-2.8	-2.5	-2.1
14:00	PL	Produkcja budowlana	mIn EUR	II	-19.6	-14.5	-11.4
14:00	PL	PPI	mIn EUR	II	-0.3	-0.5	-0.4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350.0		346.0
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	III	0.2	0.10	0.5
16:00	USA	Indeks Philly Fed	%	IV	-2.0	3.3	2.0
19 kwi							
PIĄTEK							

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

Zapowiedź tygodnia

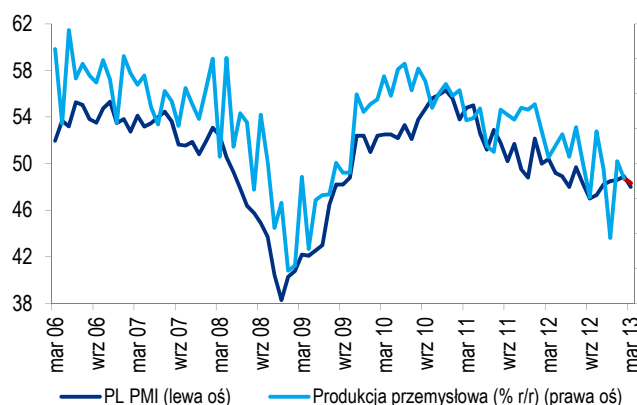
CPI

Oczekujemy stabilizacji inflacji w marcu na poziomie 1,3% r/r, powyżej rynkowego konsensusu (1,1% r/r), ale dostrzegamy znaczące ryzyko w dół. Stabilizacja inflacji w marcu wynika przede wszystkim z założenia wysokiego wzrostu cen żywności (1,4% m/m), a nasze szacunki opieramy na danych Ministerstwa Rolnictwa oraz założeniu, że słabe warunki atmosferyczne przełożyły się na ceny żywności. Jednak biorąc pod uwagę, że czasami następują opóźnienia w przełożeniu trendów w danych Ministerstwa Rolnictwa na tendencje w danych GUS, a ponadto dane w

Oczekujemy stabilizacji inflacji na poziomie 1,3% r/r ze znacznym ryzykiem w dół dla naszej prognozy

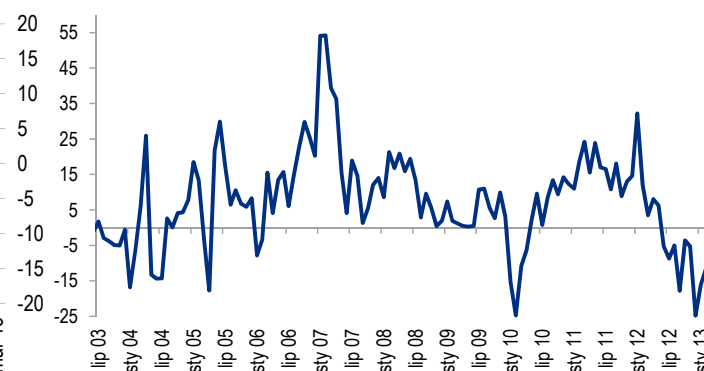
regionie (Węgry, Rumunia, Czechy) pokazały istotnie niższy od oczekiwań wzrost cen żywności dostrzegamy spore ryzyko w dół dla naszej prognozy. W kierunku niższej inflacji powinny działać stosunkowo niewielkie wzrosty cen w pozostałych kategoriach koszyka inflacyjnego. Presja popytowa pozostaje niska i według naszych szacunków inflacja bazowa spadła w marcu do 1% (poniżej rynkowego konsensusu).

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja bydlowalna.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Deficyt obrotów bieżących najprawdopodobniej wzrósł w lutym za sprawą stosunkowo słabego eksportu i małych napływów środków z UE

Bilans płatniczy

Deficyt obrotów bieżących najprawdopodobniej wzrósł w lutym do 1,8 mld EUR z 1,5 mld EUR w styczniu za sprawą słabszych transferów bieżących. Biorąc pod uwagę dane Ministerstwa Finansów napływ środków unijnych był niższy niż historycznie w lutym. Polska otrzymała jedynie 0,3 mld EUR wobec 1 mld EUR w ubiegłym roku. Sądzymy, że saldo w handlu zagranicznym spadło ponownie poniżej zera z niewielkiej nadwyżki w styczniu, głównie za sprawą słabszego eksportu, na który wskazują słabe dane o produkcji przemysłowej w lutym.

Produkcja

Oczekujemy spadku produkcji przemysłowej w marcu o 2,8% r/r wobec -2,1 % r/r w lutym. Nasza prognoza jest nieco poniżej rynkowego konsensusu (-2,5% r/r) i taki wynik wspiera niższy od prognoz PMI. Na słaby wynik produkcji wpływa pogorszenie zamówień eksportowych oraz wciąż słaby popyt krajowy. Pozytywnym czynnikiem dla produkcji mogłyby być nienajlepsze warunki pogodowe (niskie temperatury), które mogły zwiększyć produkcję energii. Jednocześnie warunki pogodowe najprawdopodobniej negatywnie wpłynęły na produkcję budowlaną.

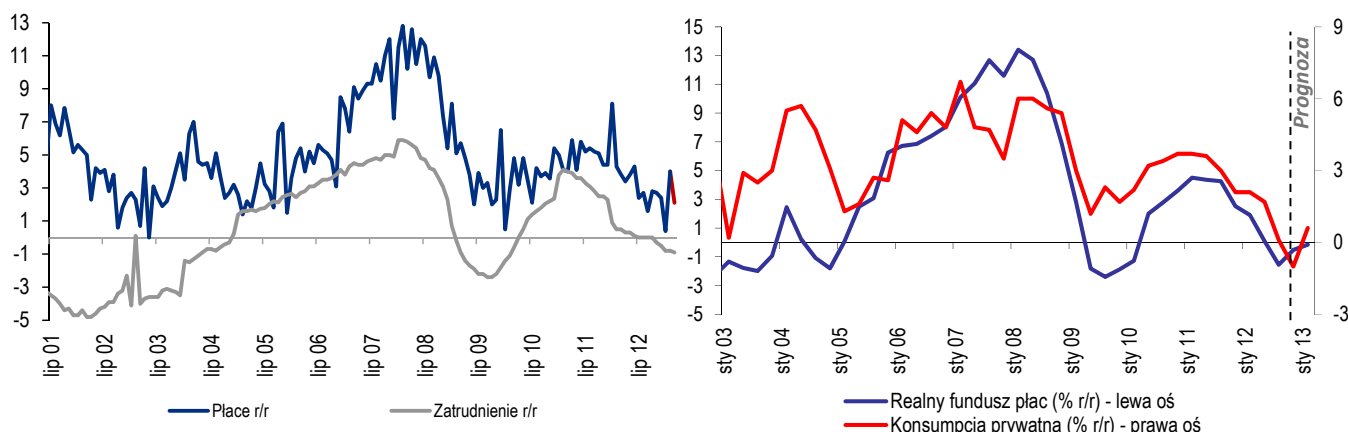
Rynek pracy

Po znacznym przyspieszeniu wzrostu płac do 4% w lutym w marcu doszło najprawdopodobniej do spadku tempa wzrostu wynagrodzeń do 2,1% r/r. Sądzymy, że spowolnienie tempa wzrostu płac odzwierciedla powrót do trendu spadkowego w dynamice wynagrodzeń po zawirowaniach w danych za pierwsze dwa miesiące roku, spowodowanych podwyższeniem składki rentowej po stronie przedsiębiorców na początku 2012 r., który doprowadził do przeunięć w płatnościach pensji przez szereg firm na początku 2012 r. Oczekujemy także nieco głębszego spadku zatrudnienia niż w poprzednim miesiącu, tj. o 0,9% r/r, nieco

Oczekujemy dalszego spowolnienia produkcji ...

... i spowolnienia wzrostu płac i zatrudnienia

Wykres 5. Zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw Wykres 6. Realny fundusz płac i konsumpcja prywatna



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

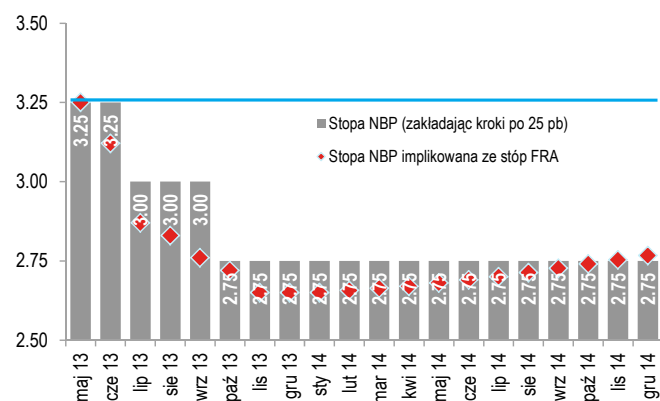
Miniony tydzień

RPP

RPP nie zmieniła stóp procentowych

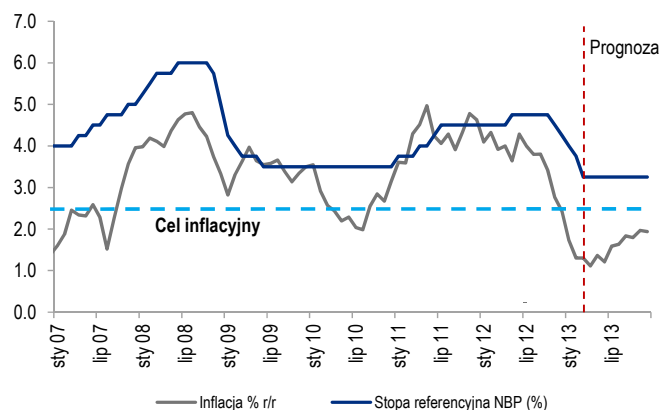
Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa referencyjna: 3,25%). Decyzja była zgodna z rynkowym konsensusem oraz z poprzednimi komentarzami członków RPP, którzy wcześniej sygnalizowali przejście w tryb oczekiwania na rozwój sytuacji gospodarczej. Kluczowe w najnowszym komunikacie było sformułowanie o tym, że decyzje RPP w kolejnych miesiącach będą zależeć od oceny napływających danych w kontekście prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji wyraźnie poniżej celu w średnim terminie oraz aktywności gospodarczej.

Wykres 7. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: EBC, MNB, CNB, EBC, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. Prognoza inflacji i stóp procentowych.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

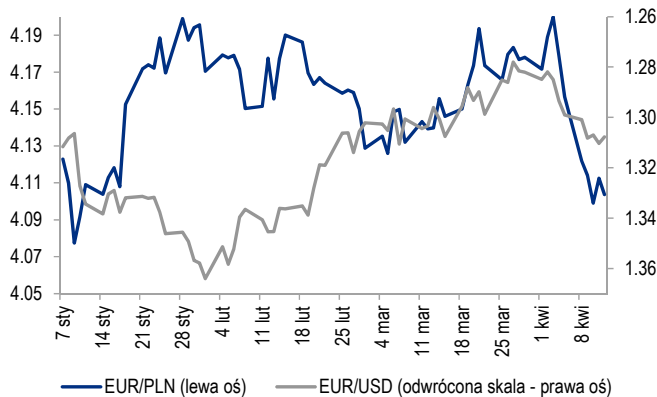
Ton RPP stał się nieco bardziej gołębi. Choć według wypowiedzi prezesa NBP M. Belki RPP nie posiada wystarczających informacji, aby zmienić swoją ocenę sytuacji, naszym zdaniem ton komunikatu oraz argumenty M. Belki sugerują, że Rada stała się nieco bardziej otwarta na możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W szczególności gołębi charakter miała wypowiedź prezesa NBP o tym, że inflacja w lutym okazała

Jeśli inflacja zaskoczy istotnie w dół RPP może zdecydować się na jeszcze jedną obniżkę stóp

się znacznie niższa niż oczekiwał NBP (1,3% r/r/ wobec 1,6% r/r), złoty umocnił się a produkcja przemysłowa zgodnie z oczekiwaniami pozostała słaba. Z drugiej strony prezes NBP przyznał, że bank centralny był zaskoczony nieco lepszymi danymi za IV kw. ub.r. Prezes M. Belka przyznał, że główny powód zatrzymania cyklu obniżek stóp jest preferencja uniknięcia prowadzenia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

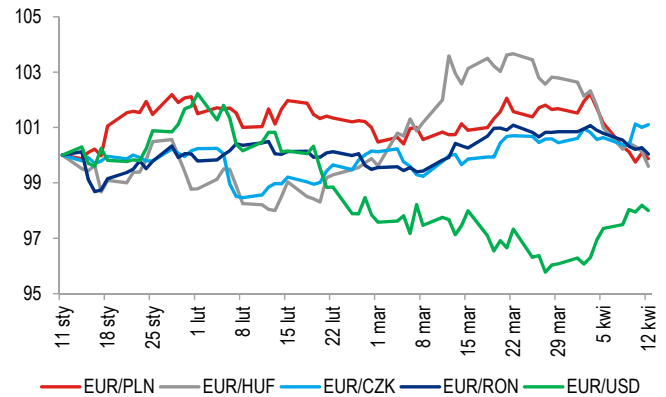
Komentarze prezesa Belki oraz ton komunikatu Rady sugerują, że przyszła ścieżka stóp procentowych będzie zależała od napływających danych. Sądzymy, że RPP powstrzyma się z obniżkami w najbliższych miesiącach. Jednak naszym zdaniem prawdopodobieństwo jeszcze jednej dostosowawczej obniżki stóp o 25 pb wzrosło do 50% z 30-40% poprzednio. Jeśli marcowa inflacja zaskoczy w dół wówczas scenariusz bazowy będzie uwzględniał obniżkę stóp procentowych. Zaskoczenie M. Belki w trakcie konferencji wobec oczekiwań rynkowych obniżek stóp jeszcze o 75 pb wycenianych przez rynek uświadcza nas w przekonaniu, że nawet jeśli Rada zdecyduje się na obniżki stóp procentowych nie dostarczy ich tylu ile oczekuje rynek.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



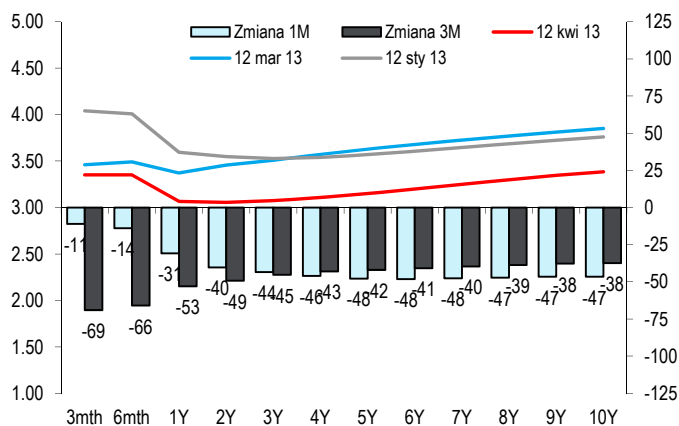
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



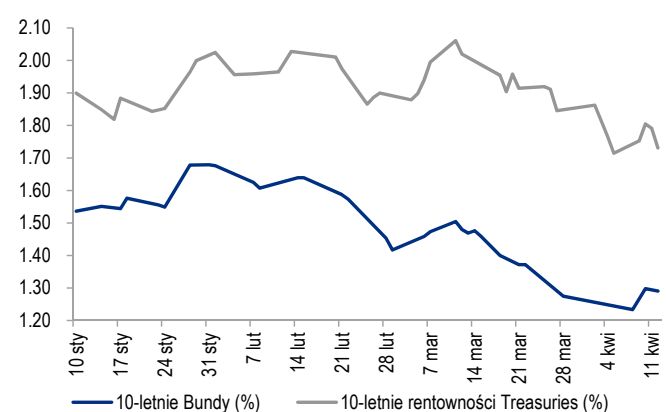
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



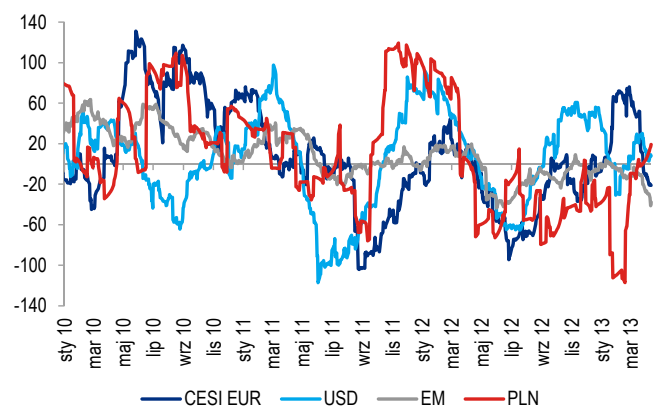
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 10. 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	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	509	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,208	14,358
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	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.8	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.5	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.40	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.29	3.05
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.21	3.17
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.96
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.7	-3.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-26.0
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	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.2	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.3	35.5	35.3

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 jakiejkolwiek 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 zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.