

CitiWeekly

Inflacja może zaskoczyć dzięki taniejącej żywności

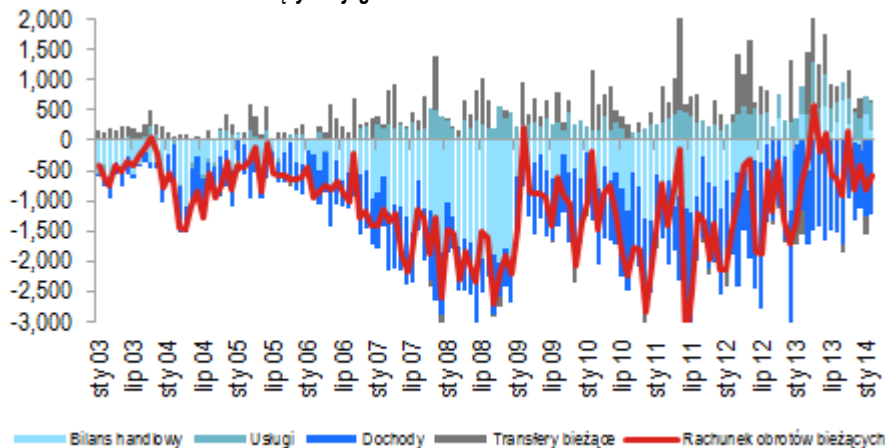
- Rozpoczynający się tydzień będzie obfitował w publikacje krajowych danych. Uwaga będzie skoncentrowana przede wszystkim na inflacji – w tym przypadku spodziewamy się wyniku na poziomie 0,5% r/r, a więc niższego niż zakłada konsensus rynkowy. Tak niska inflacja to efekt przede wszystkim niskich cen żywności, a więc czynnika który zapewne utrzyma się jeszcze w najbliższych miesiącach.
- Pozostałe dane publikowane w najbliższych dniach – o produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej, płacach oraz zatrudnieniu – powinny potwierdzić, że dotychczasowe ożywienie gospodarcze jest wciąż kontynuowane.
- Posiedzenie RPP, które odbyło się w minionym tygodniu, nie zmieniło naszych oczekiwań dotyczących stóp procentowych w kraju. Spodziewamy się pozostawienia stóp na dotychczasowym poziomie do końca bieżącego roku oraz pierwszych stopniowych podwyżek począwszy od początku 2015. Rozpoczęcie QE przez EBC mogłoby zachwiać tym scenariuszem i wydłużyć okres stabilnych stóp, ale naszym zdaniem raczej nie doprowadziłoby do cięcia stóp w Polsce.
- Lutowe dane przyniosły spadek deficytu w rachunku obrotów bieżących (do 0.57 mld euro), jednak towarzyszyło temu znaczne wyhamowanie eksportu. Na tym etapie trudno wskazać powody tak znacznego spowolnienia eksportu i choć pogorszenie aktywności na Ukrainie i Rosji mogło tutaj odegrać pewną rolę, to wpływ tego czynnika na lutowe dane zapewne był wciąż ograniczony.
- Geopolityczne napięcie na Ukrainie ponownie wzrosło i naszym zdaniem w nadchodzących dniach wydarzenia za wschodnią granicą mogą przyciągać uwagę inwestorów.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,24	3,05	5,17	1,39	2,50	0,10	2,70	4,40	1,65	2,85
II KW 15	4,20	3,00	5,19	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 26.3.2014 r.

Wykres 1. Rachunek obrotów bieżących i jego składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

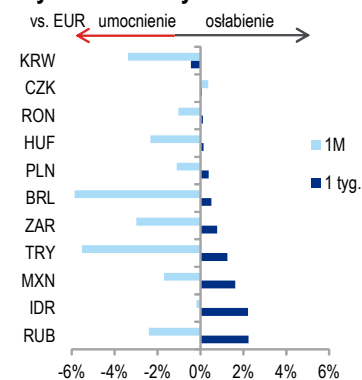
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 28.03.2014 r.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 kwi PONIEDZIAŁEK							
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	0,5	0,2	-0,1
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	III	6,0	4,8	5,3
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	% m/m	III	0,9	0,9	0,3
15 kwi WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW (oczekiwania)	pkt	IV	48,6	46	46,6
14:00	PL	Inflacja CPI	% r/r	III	0,5	0,7	0,7
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	III	0,1	0,1	0,1
14:30	USA	CPI bez żywności i energii	% m/m	III	0,2	0,1	0,1
16 kwi ŚRODA							
11:00	EZ	HICP (ostateczne)	% r/r	III	0,5	0,5	0,5
14:00	PL	Przeciętne wynagrodzenie	% r/r	III	3,8	3,8	4,0
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	III	0,3	0,4	0,2
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	III	1,0	1,0	0,9
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	tys.	III	1010	1000	1018
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy	tys.	III	930	968	907
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0,3	0,5	0,6
17 kwi CZWARTEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	III	6,4	6,3	5,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	III	14,1	13,9	14,4
14:00	PL	PPI	% r/r	III	-1,1	-1,2	-1,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	310	315	300
16:00	USA	Philly Fed	pkt.	IV	7,0	9,5	9,0

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

Zapowiedź tygodnia

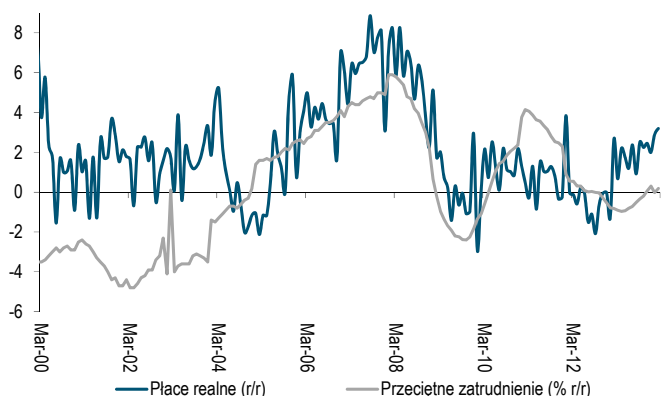
Inflacja poniżej prognoz?

Bez wątpienia najważniejszym wskaźnikiem publikowanym w tym tygodniu jest marcowa inflacja. Nasze szacunki różnią się dosyć istotnie od prognoz rynkowych, ponieważ zakładamy spadek wskaźnika CPI do poziomu 0,5% r/r, wobec 0,7% w lutym. Głównym powodem tak niskiej prognozy jest spadek cen żywności, który według naszych szacunków mógł sięgnąć 0,6% m/m, między innymi ze względu na spadek cen mięsa wieprzowego w związku z ograniczeniami eksportowymi na niektóre rynki. Poza cenami żywności, w pozostałych kategoriach koszyka inflacyjnego nie spodziewamy się istotnych wahań cen.

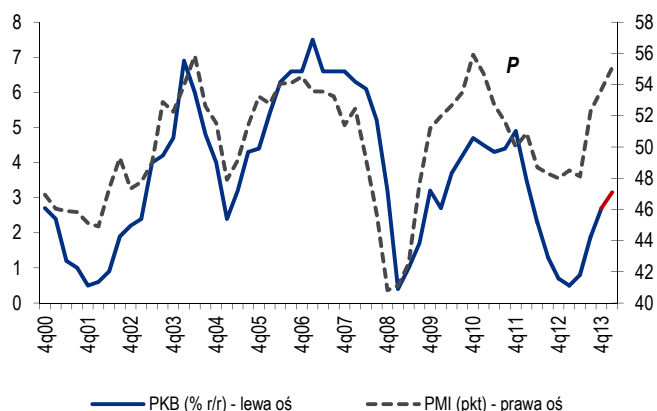
Dalsza poprawa na rynku pracy

Nasze prognozy sugerują, że sytuacja na rynku pracy systematycznie się poprawia i spodziewamy się, że śródkowe dane to tylko potwierdzą. Przeciętne wynagrodzenie w przedsiębiorstwach prawdopodobnie wzrosło w marcu o około 3,8% r/r w ujęciu nominalnym, co byłoby spójne z ponad trzyprocentowym wzrostem płac realnych. Z kolei w przypadku zatrudnienia oczekujemy wzrostu o 0,3% r/r w marcu, a więc nieco szybszego niż w lutym. Chociaż wzrosty zatrudnienia w ujęciu rok-do-roku wydają się wyjątkowo skromne, w rzeczywistości dane odsezonowane pokazują, że odbicie na rynku pracy rozpoczęło się już w II połowie 2013 r. i spodziewamy się jego kontynuacji w kolejnych miesiącach.

Wykres 2. Płace wyraźnie w górę, a zatrudnienie stopniowo przyspiesza Wykres 3. PMI vs. PKB w Polsce



Źródło: GUS, Citi Handlowy.



Źródło: GUS, Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Ożywienie w produkcji trwa

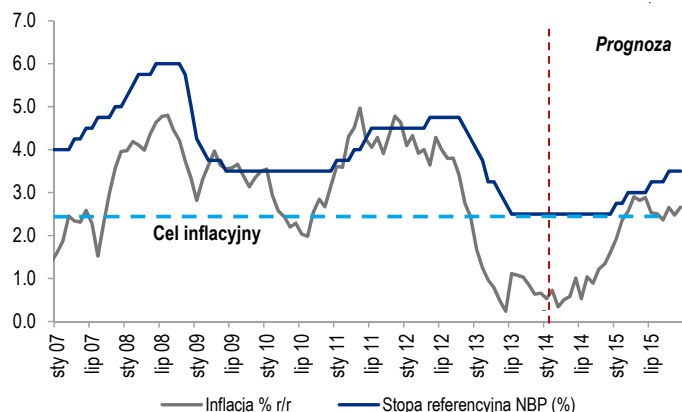
Spśród wskaźników aktywności gospodarczej w tym tygodniu na uwagę zasługują przede wszystkim dane o produkcji przemysłowej. Szacujemy, że wzrosła ona w marcu o około 6,4% r/r, przyspieszając z 5,5% w lutym. Choć zagraniczne wskaźniki koniunktury (PMI dla strefy euro oraz niemiecki Ifo) wskazują na nieco słabszy wzrost zagranicznego popytu, krajowa konsumpcja oraz inwestycje wydają się przyspieszać, wspierając w ten sposób produkcję. Kryzys na Ukrainie i gwałtowne spowolnienie w Rosji zapewne będą mieć wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce, ale raczej nie zostanie to uwzględnione w danych za marzec.

Miniony tydzień

Stopy procentowe bez zmian

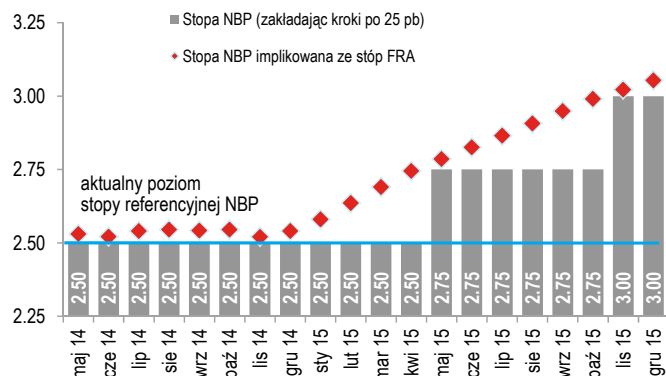
Kwietniowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) nie przyniosło dosłownie żadnych niespodzianek. RPP utrzymała stopę referencyjną na dotychczasowym poziomie 2,5% i pozostawiła komunikat w praktycznie niezmiennym brzmieniu. W szczególności Rada podtrzymała opinię, że „stopniowa poprawa koniunktury” będzie kontynuowana, a presja inflacyjna będzie „ograniczona”. Co więcej, paragraf zawierający wskazówkę dotyczącą przyszłego poziomu stóp procentowych odpowiada słowo w słowo temu, co powiedziała RPP miesiąc wcześniej („stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.”).

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych Citi



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Podczas sesji pytań i odpowiedzi na konferencji RPP prezes Belka zasygnalizował, że jeżeli wydłużenie okresu stabilnych stóp będzie potrzebne, to odpowiednim momentem do zasygnalizowania rynkom takiej możliwości będzie lipiec. Odnosząc się do możliwości rozpoczęcia zakupu aktywów przez EBC, prezes Belka przyznał, że zmieniłoby to warunki prowadzenia polityki pieniężnej, gdyż mogłoby doprowadzić do umocnienia złotego, a przez to niższej inflacji. Niemniej szef banku centralnego podkreślił również, że wpływ tego czynnika na złotego może zostać zniwelowany przez perspektywę zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Ostatnie posiedzenie nie zmieniło naszych oczekiwań dotyczących stóp procentowych w kraju. Spodziewamy się, że stopy pozostaną bez zmian do końca roku, a do pierwszych podwyżek dojdzie dopiero na początku 2015 roku. Gdyby EBC rzeczywiście zaczął program skupu aktywów mogłoby to opóźnić moment pierwszych podwyżek stóp, ale wątpimy aby skłoniło to RPP do poluzowania polityki pieniężnej. Naszym zdaniem cięcia stóp byłyby możliwe tylko w przypadku znacznego osłabienia aktywności w kraju połączonego jednocześnie z niższą od oczekiwanej inflacją. Biorąc to pod uwagę nasza prognoza stóp (zakładająca pierwszą podwyżkę o 25pb w styczniu 2015 oraz łącznie wzrost stóp o 100pb w 2015) odbiega istotnie od oczekiwań rynkowych (obniżka 25pb w maju i kolejne 25pb w listopadzie).

Deficyt w rachunku obrotów bieżących

Lutowe dane przyniosły spadek deficytu w rachunku obrotów bieżących (do 0.57 mld euro z 0,8 mld w styczniu), jednak towarzyszyło temu znaczne wyhamowanie eksportu. Wartość towarów sprzedanych zagranicznym odbiorcom wzrosła o 3,4% r/r, a więc mniej niż 10,7% w styczniu. Na tym etapie trudno wskazać powody tak znacznego wyhamowania eksportu i choć pogorszenie aktywności na Ukrainie i Rosji mogło tutaj odegrać pewną rolę, to wpływ tego czynnika na lutowe dane zapewne był wciąż ograniczony.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 353
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	13,4	12,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,2	-4,9	8,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,6	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,1	2,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,2	0,8	2,7
Eksport (% r/r)	9,1	7,1	-6,8	12,1	7,7	2,8	4,3	5,9
Import (% r/r)	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,5	-1,8	0,7	6,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,0
Płace nominalne (% r/r)	9,1	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,52	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80
Rentowność obligacji 10-letnich	5,93	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,65
USD/PLN (Koniec okresu)	2,45	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,10
USD/PLN (Średnia)	2,76	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,07
EUR/PLN (Koniec okresu)	3,58	4,17	4,11	3,96	4,46	4,07	4,15	4,34
EUR/PLN (Średnia)	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20,3	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-7,8	-13,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,7	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,5	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,1	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	2,6	2,1
Eksport	145,3	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	206,0	233,2
Import	162,4	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	203,4	231,1
Saldo usług	4,8	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	6,6	6,1
Saldo dochodów	-16,4	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-22,2	-27,8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18,0	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	0,4	4,0
Rezerwy międzynarodowe	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	86,2
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	-4,2	5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,5	8,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	44,9	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	54,4	46,6
Dług krajowy	34,3	34,8	36,8	38,4	36,5	36,1	37,2	28,4

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.