

CitiWeekly

Inflacja w górę?

- Oczekujemy zmniejszenia deflacji w lutym do -1,2% r/r. Naszym zdaniem wyższa inflacja wynikała głównie z podwyższonych cen żywności oraz wyhamowania spadkowego trendu cen paliw. Choć spodziewamy się, że rewizja koszyka inflacyjnego przyniesie obniżenie styczniowego odczytu inflacji o 0,1 pkt proc., to jednocześnie sądzimy, że ścieżka inflacyjna będzie wyższa niż dotychczas oczekiwaliśmy.
- Rada Polityki Pieniężnej nieoczekiwanie obniżyła stopy procentowe o 50 pb i zasygnalizowała koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Jednak taka decyzja Rady oznacza jedynie przyspieszenie obniżek, które według oczekiwań większości uczestników rynku miały się zrealizować w II kwartale. Komunikat o zakończeniu cyklu doprowadził do umocnienia złotego oraz wzrostu stóp FRA i swap. Sądzimy, że wkrótce rynek zacznie wyceniać podwyżki stóp procentowych w II połowie 2016 r.
- Z kolei EBC w najnowszej rundzie prognostycznej zrewidował w górę prognozy wzrostu PKB na lata 2015-2017 i podkreślił pozytywny wpływ dotychczasowych działań łagodzących politykę pieniężną na perspektywy gospodarcze w strefie euro. W kwestii programu skupu aktywów EBC zapowiedział, że będzie skupował obligacje o ujemnym oprocentowaniu, jednak nie niższym niż stopa depozytowa EBC. Zdaniem ekonomistów Citi w przypadku utrzymania optymistycznych prognoz EBC prawdopodobieństwo wprowadzenia kolejnego programu skupu aktywów spadnie.
- Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA po raz kolejny zaskoczyły w górę, co doprowadziło do wzrostu rentowności obligacji amerykańskich i umocnienia dolara zwiększając oczekiwania rynku na szybsze podwyżki stóp w USA. Jednak dobre dane o zatrudnieniu są przynajmniej częściowo niwelowane przez wciąż słabe płace, osłabienie sprzedaży detalicznej oraz spowolnienie wzrostu PKB w I kw.

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

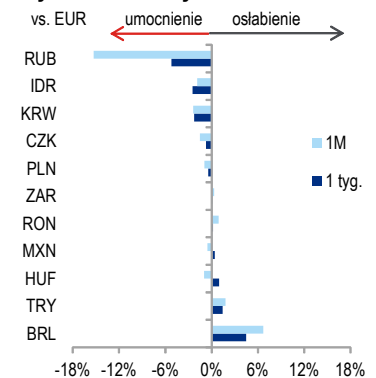
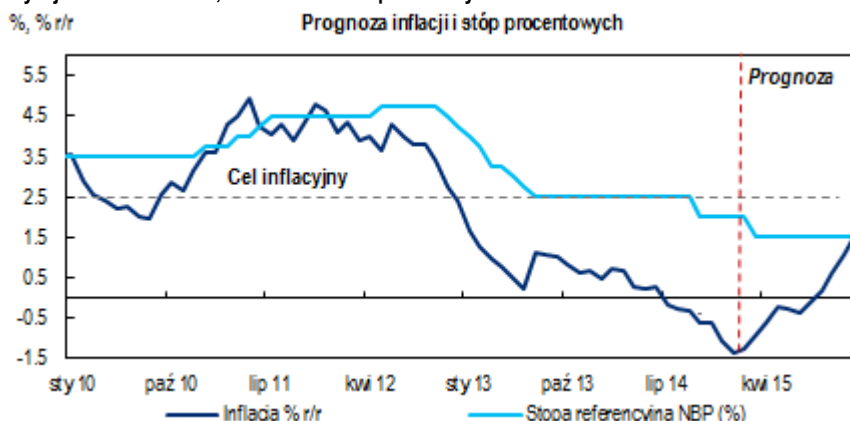
Według stanu na dzień 6.02.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,34	3,90	5,79	1,11	1,50	0,05	1,61	0,55	1,95
I KW 16	4,17	4,26	5,64	0,98	1,50	0,05	1,72	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.2.2015 r.

Wykres 2. Inflacja prawdopodobnie wzrosła w lutym za sprawą cen żywności. Sądzimy, że wrośnie powyżej zera we wrześniu, a na koniec roku przekroczy 1%.



Źródło: NBP, GUS, Citi Research

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
9 mar PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
08:00	DE	Eksport	% m/m	I	-2.1	-1.2	3.4
10 mar WTOREK							
	CN	CPI	% m/m	II	-	0.7	0.3
08:00	USA	Zapasy hurtowe	%	I	-	0.2	0.1
09:00	HU	CPI	% r/r	II	-1,1	-1,3	-1,4
11 mar ŚRODA							
02:45	CN	Kredyty	CNY bn	II	-	0.8	1.5
12 mar CZWARTEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	-	-	-0.2
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	320
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	II	-	-	-0.8
13 mar PIĄTEK							
9:00	CZ	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	1,7	-	7,3
9:00	CZ	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	2,6	3,1	5,9
14:30	USA	PPI	% m/m	II	-	-	-0.8
14:00	PL	CPI	% r/r	II	-1.2	-1.4	-1.3
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	III	-	-	95.4

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

Zapowiedź tygodnia

Polska

Inflacja: Według naszych szacunków ceny konsumentów w lutym spadły o 1,2% r/r po spadku o 1,3% w styczniu. Nasza prognoza wskazuje na nieco płytszą deflację (1,2-1,3%) niż zakłada konsensus rynkowy (-1,4%), a głównym powodem jest spodziewane przez nas odbicie cen żywności. Dane z rynku rolnego, które regularnie śledzimy, wskazują na wyraźny skok cen mięsa po wcześniejszych długotrwałych spadkach. Chociaż duża zmienność cen z rynku rolnego (i niepewność dotycząca opóźnienia z jakim przekładają się one na CPI) ogranicza wiarygodność sygnału płynącego z danych, jednak skala wzrostu cen była na tyle duża, że zdecydowaliśmy się uwzględnić ten czynnik w naszej prognozie.

Na uwagę zasługuje fakt, że ceny paliw zaczęły rosnąć w lutym i chociaż w skali całego miesiąca ceny (średnio-miesięczne) nie wzrosły, zmiana ta powinna być wystarczająca, aby podnieść ścieżkę inflacyjną w stosunku do poprzednich oczekiwań. W naszej ocenie tym razem istotne źródło niepewności jest związane z coroczną rewizją koszyka inflacyjnego,

wykorzystywanego przez GUS. W przeszłości zazwyczaj takie rewizje prowadziły do lekkiego obniżenia styczniowych danych (zakładamy, że tym razem dane styczniowe zostaną zrewidowane w dół o 0,1 punktu proc.). **Czechy**

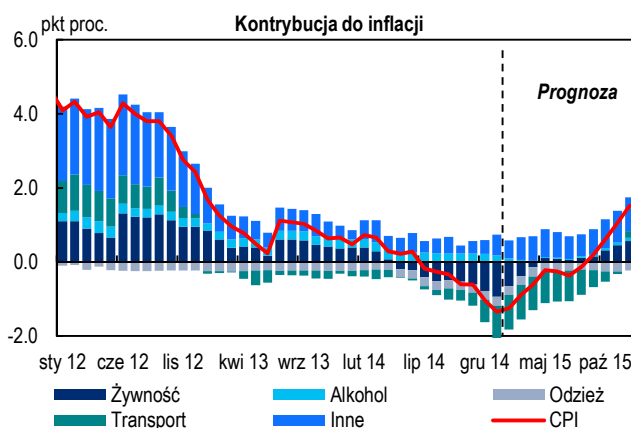
Produkcja przemysłowa: Oczekujemy spowolnienia wzrostu produkcji w styczniu do 1,7% r/r z 7,3% w grudniu 2014 r. głównie za sprawą efektu mniejszej liczby dni roboczych. Po eliminacji tego efektu wzrost produkcji najprawdopodobniej przyspieszył do 4,8% r/r. Wskaźniki PMI sugeruje ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu produkcji na I kw na poziomie 4,2%, ale z kolei wskaźniki zaufania w przemyśle, które od pewnego czasu są lepiej skorelowane z danymi o produkcji sugerują niższy odczyt.

Sprzedaż detaliczna: Mniejsza liczba dni roboczych najprawdopodobniej spowoduje spowolnienie sprzedaży detalicznej w styczniu do 2,6% r/r z 6% w poprzednim miesiącu. Oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej o 2,1% m/m swda głównie za sprawą wzrostu sprzedaży samochodów (7% m/m), przy solidnym wzroście także w pozostałych kategoriach (0,5%). To przełoży się na wzrost w ujęciu rocznym na poziomie 4,4% (po korekcie o dni robocze) wobec 3,3% w grudniu.

Rumunia

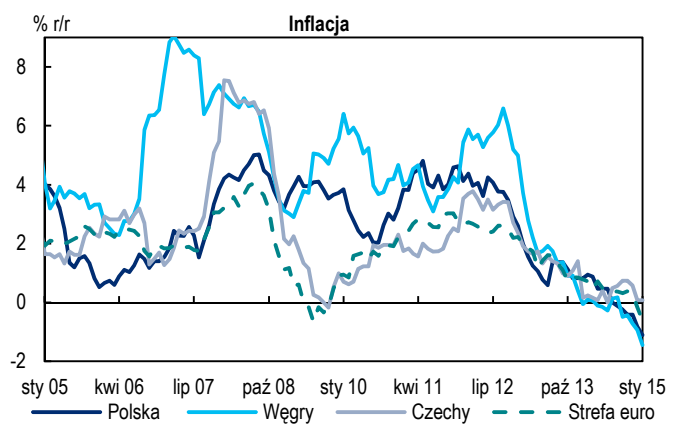
Inflacja: Sądzymy, że inflacja w 2015 r. wyniesie 2,5% r/r, a nasz szacunek jest nieco powyżej prognozy banku centralnego Rumunii (NBR) na poziomie 2,1%. Sądzymy, że spadek inflacji w 2014 r. był wynikiem tymczasowych czynników, takich jak niska inflacja żywności, spadek cenropy oraz obniżki VAT na chleb.

Wykres 3. Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji w Polsce



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Inflacja w regionie



Źródło: GUS, Haver, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

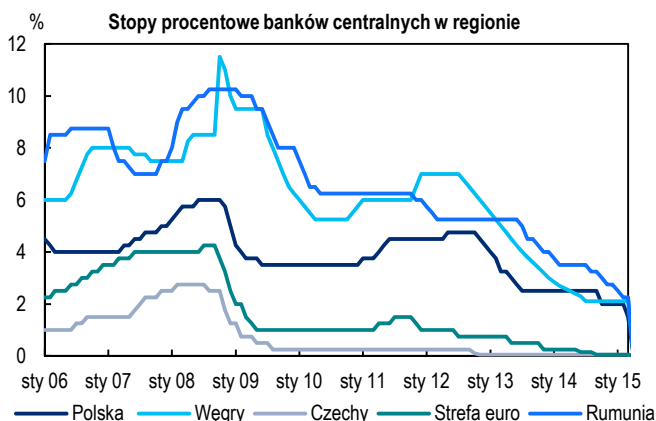
RPP

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła bazową stopę procentową o 50 pb do 1,5% i zasygnalizowała koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Skala zmiany stóp procentowych była większa niż zakładaliśmy i niż oczekiwał konsensus rynkowy (25 pb), jednak oznacza to jedynie przyspieszenie obniżek, które według oczekiwań większości uczestników rynku miały się zrealizować w II kwartale. W oficjalnym komunikacie RPP napisała, że

marcowa obniżka stóp „oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej”, podczas gdy w trakcie konferencji po posiedzeniu prezes NBP Marek Belka, który był dotychczas zwolennikiem łagodzenia, powiedział, że jego zdaniem nie ma obecnie już więcej przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Sądzymy, że taka informacja ze strony polskiej RPP na temat zakończenia cyklu jest dość przekonująca, ale nie zmienia naszej oceny, że działania w polityce pieniężnej lub ich brak będą zależeć od napływających danych, a w szczególności od kursu złotego. Jednak, sądzymy, że RPP będzie potrzebować znacznej zmiany kursu walutowego zanim zdecyduje się na wznowienie cyklu. Naszym zdaniem nie ma obecnie takiego poziomu kursu walutowego, który bank centralny chciałby bronić, ale sądzymy, że złoty musiałby się umocnić znacząco poniżej 4,00 wobec euro, aby RPP zdecydowała się zmienić parametry polityki pieniężnej.

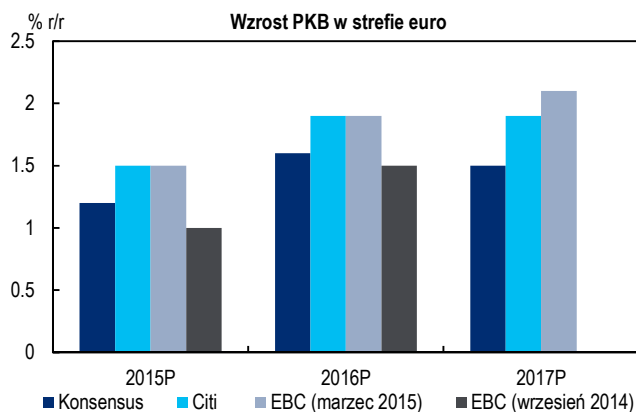
Według naszych prognoz po marcowej decyzji stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie do połowy 2016 r., i jednocześnie widzimy szanse na pierwsze podwyżki stóp w II połowie 2016 r. Rynek wciąż przywiązuje niewielką uwagę do możliwości podwyżki stóp procentowych w przyszłym roku, ale sądzymy, że taki scenariusz przyciągnie teraz więcej uwagi. Choć inflacja pozostanie poniżej zera w najbliższych miesiącach, trend dezinflacyjny prawdopodobnie się odwróci, a wzrost gospodarczy przyspieszy. Bank centralny podwyższył punkt centralny projekcji PKB do 3,5% z 3% i pozostawił 3,3% na 2016 r. Jeśli nasza prognoza inflacji się zrealizuje i wzrost CPI przekroczy 1% w 2015 r. lub na początku 2016 r. wówczas optymalną reakcją byłoby rozpoczęcie procesu normalizacji stóp procentowych w 2016 r.

Wykres 5. Stopy procentowe w regionie



Źródło: GUS, Reuters, Haver, Citi Handlowy.

Wykres 6. EBC wyraźnie zrewidował prognozy wzrostu PKB w górę



Źródło: Bloomberg, EBC, Citi Handlowy.

EBC

EBC zrewidował swoje prognozy PKB w górę, do poziomów powyżej oczekiwań rynkowych, a także powyżej oczekiwań Citi. Jednocześnie EBC zwrócił uwagę na znaczącą liczbę pozytywnych efektów dotychczasowego łagodzenia polityki pieniężnej oczekując dalszej poprawy perspektyw gospodarczych. EBC zapowiedział uruchomienie programu skupu aktywów od 9 marca, który nie zabraniałby kupowania obligacji o ujemnej rentowności. Obligacje, które EBC mógłby kupować byłyby ograniczone od dołu poziomem stopy depozytowej (-0,2%), która jednak w razie potrzeby mogła zostać jeszcze obniżona. EBC będzie skupował obligacje o wartości

60 mld zł miesięcznie do końca 2016 r. Nie oczekujemy wcześniejszego zakończenia programu i jednocześnie sądzimy, że jeśli prognozy EBC utrzymają się w kolejnych rynkach progностycznych to zmaleje prawdopodobieństwo uruchomienia drugiego programu skupu aktywów.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 4. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	439	477	525	496	526	548	440	446
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 362	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 795	1 910
PKB per capita (USD)	11 508	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	11 451	11 596
Populacja (mln)	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	12.1	12.4	12.5	13.4	13.4	11.7	10.8	10.9
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% , r/r)	2.6	3.7	4.8	1.8	1.6	3.3	3.7	3.7
Inwestycje (% , r/r)	-12.7	9.7	12.2	-4.3	-3.7	11.6	6.8	7.2
Spożycie ogółem (% , r/r)	3.5	2.8	1.7	0.7	1.3	3.0	2.7	3.2
Konsumpcja indywidualna (% , r/r)	3.4	2.7	2.9	0.9	1.0	3.0	3.0	3.2
Eksport (% , r/r)	-6.3	12.9	7.9	4.3	5.0	4.3	4.6	6.0
Import (% , r/r)	-12.4	14.0	5.5	-0.6	1.8	7.4	4.8	6.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% , r/r)	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-1.0	1.2	2.4
Inflacja CPI (% średnia)	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.0	-0.4	2.4
Place nominalne (% , r/r)	4.2	3.6	4.9	3.5	2.6	3.7	3.7	4.8
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00	1.50	2.50
WIBOR1M, (% , koniec okresu)	4.27	3.95	4.99	4.11	2.71	2.06	1.76	2.98
Rentowność obligacji 10-letnich	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.52	-	-
USD/PLN (Koniec okresu)	2.86	2.95	3.40	3.10	3.01	3.52	4.25	4.31
USD/PLN (Średnia)	3.10	3.01	2.96	3.26	3.16	3.15	4.08	4.28
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.11	3.96	4.42	4.09	4.15	4.26	4.19	4.11
EUR/PLN (Średnia)	4.33	3.99	4.12	4.19	4.20	4.18	4.26	4.14
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-17.3	-24.1	-27.0	-17.6	-7.0	-5.9	-7.0	-9.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-3.9	-5.0	-5.1	-3.6	-1.3	-1.1	-1.6	-2.2
Saldo handlu zagranicznego	-10.2	-13.8	-17.4	-9.2	0.9	0.4	-0.8	-4.1
Eksport	133.1	156.3	184.2	181.0	197.8	191.1	178.0	175.8
Import	143.3	170.1	201.6	190.2	196.9	190.7	178.8	179.9
Saldo usług	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.6	8.1	8.1
Saldo dochodów	-12.7	-16.5	-18.0	-16.2	-18.0	-15.5	-14.6	-14.3
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	8.8	6.9	-14.0	-6.6	-3.7	-9.0	-10.0	-11.0
Rezerwy międzynarodowe	73.4	86.3	89.7	100.3	99.3	94.1	94.1	94.1
Amortyzacja	46.9	44.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0	49.6
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-7.4	-7.6	-4.9	-3.7	-4.0	-3.3	-2.6	-2.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	-4.6	-5.1	-2.4	-1.0	-1.5	-1.2	-0.8	-0.9
Dług publiczny (Polska metodologia)	49.8	52.0	52.5	52.0	53.1	47.4	48.0	48.3

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

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) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on 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.