

CitiWeekly

Niska inflacja może opóźnić podwyżki stóp

- Na wtorek/środę zaplanowane zostało decyzyjne posiedzenie RPP, jednak nie oczekujemy żadnych zmian parametrów polityki pieniężnej. Ponadto sądzimy, że publikowane nowe projekcje NBP pokażą nieco wyższą niż poprzednio ścieżkę PKB i niższą ścieżkę inflacji, ale retoryka w komunikacie RPP nie ulegnie istotnej zmianie. W podstawowym scenariuszu wciąż zakładamy, że pod koniec roku możliwe są podwyżki stóp procentowych, szczególnie biorąc pod uwagę przyspieszenie wzrostu gospodarczego powyżej tempa potencjalnego oraz podwyżki stóp w innych krajach rozwijających się. Jednak, jeśli inflacja w lutym okaże się niska, a perspektywy dla wzrostu cen w kolejnych miesiącach nie pogorszą się to najprawdopodobniej przesuniemy momenty oczekiwanej przez nas pierwszej podwyżki stóp na rok 2015.
- Szczegółowe dane o PKB za IV kw. potwierdziły rosnącą rolę popytu krajowego w ożywieniu gospodarczym w tym szczególnie konsumpcji prywatnej, której wzrost przyspieszył do 2,1% r/r z 1% w III kw. oraz inwestycji, które przyspieszyły do 1,3% r/r z 0,6% w III kw.
- W lutym ożywienie było kontynuowane, o czym świadczą wyższe od prognoz dane o wskaźniku PMI w przetwórstwie przemysłowym (55,9). Wysoki PMI to efekt nowych zamówień (szczególnie krajowych) oraz produkcji.
- Za granicą poznamy dane o zatrudnieniu w USA za luty, które były prawdopodobnie ponownie pod negatywnym wpływem ostrej zimy w lutym. Po normalizacji pogody spodziewamy się znacznej poprawy w danych z rynku pracy. Z kolei w strefie euro oczekujemy obniżki stóp procentowych przez EBC
- Dynamika zdarzeń na Ukrainie jest bardzo duża i w tym momencie wciąż wiele scenariuszy rozwoju sytuacji wydaje się możliwe. Naszym zdaniem napięcie geopolityczne będzie w krótkim okresie oddziaływać w kierunku wzrostu premii za ryzyko w całym regionie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

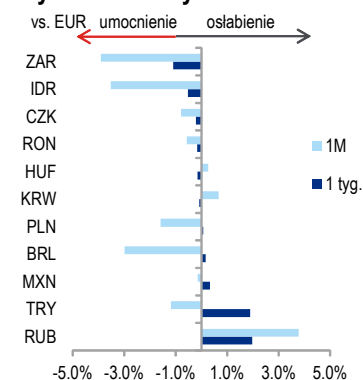
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



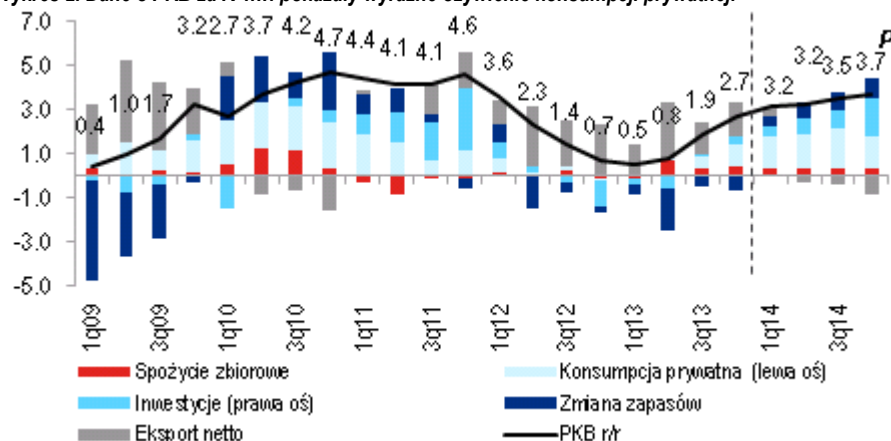
Według stanu na dzień 3.03.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 13	4,10	2,99	5,13	1,37	2,50	0,25	2,66	4,50	1,75	2,85
IV KW 14	4,05	2,89	5,06	1,40	3,00	0,10	3,52	4,80	1,80	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.1.2014 r.

Wykres 2. Dane o PKB za IV kw. pokazały wyraźne ożywienie konsumpcji prywatnej.



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
3 mar PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	II	52,0	51,5	51,3
5 mar ŚRODA							
02:45	CN	PMI dla usług	pkt	II			50,7
09:58	EUR	PMI dla usług	pkt	II	51,7	51,7	51,6
	PL	Decyzja RPP	%	III	2,5	2,5	2,5
11:00	EUR	PKB	% r/r	IV kw.	0,5	0,5	0,5
11:00	EUR	Sprzedaż detaliczna	% r/r	I	0,2		-1,0
14:15	USA	Raport ADP o zatrudnieniu	tys.	II		153,0	175,0
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	II	53,0	54,0	54,0
20:00	USA	Beżowa Księga					
6 mar CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja obligacji: OK0716 i WY0119					
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	I	7,5		5,5
13:00	GB	Decyzja Banku Anglii	%	III	0,5	0,5	0,5
13:45	EMU	Decyzja EBC	%	III	0,1	0,25	0,25
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	335	336	348
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	% m/m	I	-0,8	-0,5	-1,5
7 mar PIĄTEK							
11:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	4,3		2,9
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	II	135	150	113
14:30	USA	Stopa bezrobocia	%	II	6,4	6,6	6,6
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	I	-40,5	-39,0	-38,7

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

Zapowiedź tygodnia

RPP

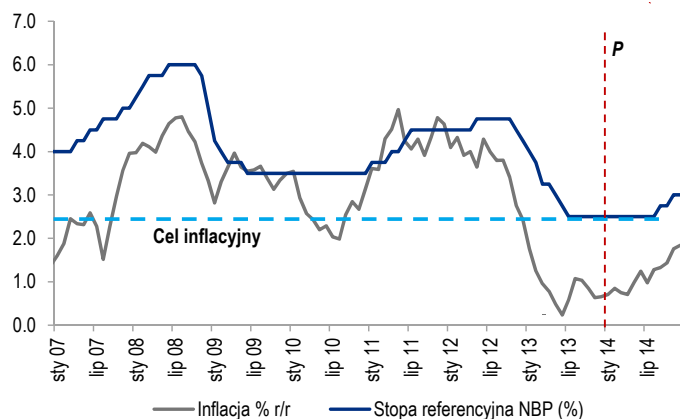
Naszym zdaniem RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian na marcowym posiedzeniu. Sądzymy, że możliwość zmiany stóp procentowych nie będzie rozpatrywana w tym miesiącu i naszym zdaniem bardzo prawdopodobnie taki wniosek nie będzie nawet zgłoszony w I połowie roku. Naszym zdaniem istotne będą nowe projekcje inflacji i PKB oraz nowy Raport o Inflacji. Oczekujemy, że centralna ścieżka PKB zostanie nieco podwyższona i pokaże wzrost gospodarczy w 2014 r. powyżej 3%, a w 2015 r. około 3,5%. Jednak projekcja inflacji będzie prawdopodobnie zrewidowana w dół, odzwierciedlając korzystne zachowanie cen surowców oraz niską inflację bieżącą. Biorąc to pod uwagę nie oczekujemy znaczących zmian w retoryce RPP na obecnym posiedzeniu.

Bank centralny już zasygnalizował, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie do końca I połowy 2014 r. i sądzymy, że

obietnica ta zostanie dotrzymana. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że wzrost PKB powyżej potencjału oraz podwyżki stóp procentowych w krajach rozwijających się przekonają RPP do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych do końca tego roku. Jednak, publikowane w ostatnim czasie dane (dane o inflacji i m.in. zakaz eksportu mięsa na wybrane rynki) skłoniły nas do rewizji prognozy inflacji w dół i obecnie oczekujemy, że inflacja pozostanie poniżej 2% do końca roku.

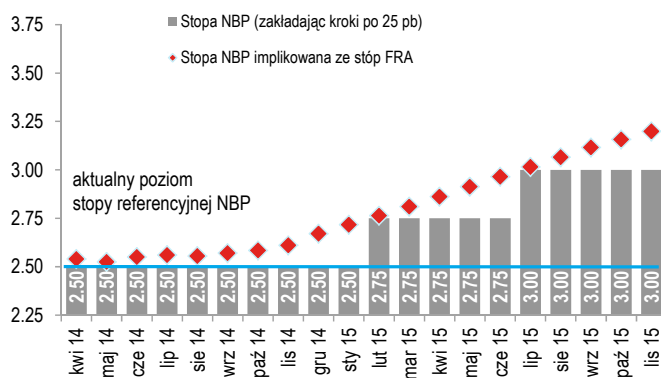
Jednocześnie sądzimy, że scenariusz podwyżek stóp procentowych w II połowie roku wydaje się mniej prawdopodobny, ale z ewentualną zmianą scenariusza bazowego chcemy poczekać do publikacji danych o inflacji za luty (publikacja 14 marca) oraz rewizji koszyka CPI. Jeśli w lutym inflacja będzie niska i wyniesie zgodnie z naszą prognozą 0,8% r/r to prawdopodobnie przyczyni się do utrzymania stóp procentowych na niezmienionym poziomie do końca tego roku i pierwszych podwyżek stóp dopiero w 2015 r.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, Reuters, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Implikowana ze stawek FRA stopa banku centralnego



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

EBC

W bazowym scenariuszu ekonomiści Citi oczekują obniżki stóp procentowych na marcowym posiedzeniu o 15 pb do 10 pb. Jednocześnie stopa depozytywa zostanie najprawdopodobniej obniżona do -10 pb. Powodem do zmiany stóp procentowych jest utrzymująca się od dłuższego czasu na niskim poziomie inflacja oraz ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Według ekonomistów Citi nowa prognoza EBC na 2016 r. pokaże inflację poniżej celu EBC na ten okres na poziomie 1,5%. Ponadto EBC mógłby również zawiesić lub zakończyć ograniczanie sterylizacji programu SMP i rozpocząć publikację minutes w najbliższym czasie. Możliwe są także ograniczone zakupy aktywów, ale póki co zakupy na dużą skalę wydają się mało prawdopodobne.

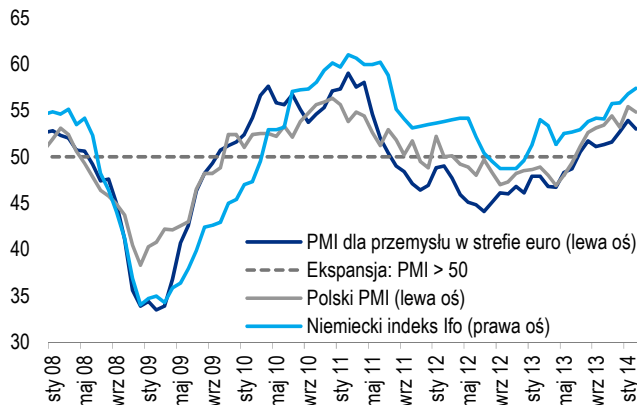
Miniony tydzień

PMI

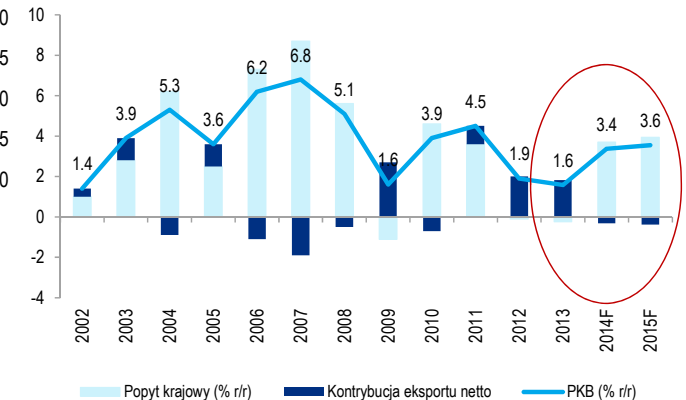
Indeks PMI wzrósł po raz kolejny w lutym do 55,9 pkt z 55,4 w styczniu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku oraz naszej prognozy na poziomie 54,8 pkt. Wzrost indeksu PMI nastąpił mimo spadku analogicznych indeksów dla strefy euro i Niemiec, choć zgodnie ze

wzrostem niemieckiego indeksu Ifo. Za tak znaczny wzrost indeksu PMI odpowiada przede wszystkim wzrost indeksu produkcji oraz wzrost indeksu nowych zamówień w tym przede wszystkim zamówień krajowych. To potwierdza, że poza pozytywnym wpływem ożywienia gospodarczego w strefie euro na polską gospodarkę, wzrost gospodarczy w Polsce jest napędzany głównie przez ożywienie popytu krajowego.

Wykres 5. PMI w Polsce i strefie euro oraz indeks Ifo



Wykres 6. Wzrost PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Reuters, prognoza Citi Handlowy.

Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

PKB

W minionym tygodniu poznaliśmy szczegółowe rozbięcie danych o PKB za IV kw. 2013 r., który wzrósł o 2,7%. Potwierdziły one, że głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy, który stopniowo odreagowuje, przy wzroście konsumpcji prywatnej o 2,1% r/r wobec 1% w III kw. oraz inwestycji o 1,3% r/r.

Oczekujemy, że w 2014 r. wzrost gospodarczy przyspieszy do 3,4% r/r. Spowolnienie gospodarek wschodzących jest jednym z istotnych czynników, który może ograniczyć skalę ożywienia polskiej gospodarki. Jednak, biorąc pod uwagę, że wzrost PKB w Polsce jest mocno skorelowany z wynikami gospodarki niemieckiej (25% polskiego eksportu), sądzimy, że lepsze perspektywy dla Europy przeważą nad zagrożeniami dla gospodarek rozwijających się. Biorąc pod uwagę poprawiające się nastroje konsumentów i przedsiębiorstw, jak również stopniową poprawę na rynku pracy spodziewamy się przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce. Szacunki potencjalnego tempa wzrostu PKB oscylują wokół 2,5%, w związku z czym ożywienie do ponad 3% r/r pozwoliłoby istotnie zmniejszyć lukę popytową.

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	561
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,631	1,712
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,399	14,569
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	12.5
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	-5.0	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	3.9	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.0	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.5
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	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.41	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.09
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.33
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.22
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	205.3	233.4
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	202.7	231.3
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	-22.1	-27.9
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	94.0	86.8
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	28.7

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.
