

17 marca 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Inflacja wyraźnie poniżej oczekiwań, lepsza produkcja

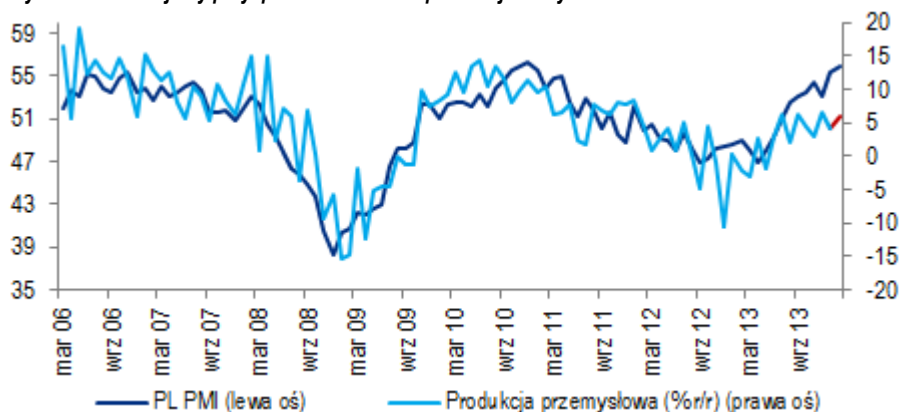
- Oczekujemy przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej w lutym do 6,1% r/r z 4,1% r/r. Choć w dużym stopniu do poprawy wyniku produkcji przyczyniła się większa liczba dni roboczych to nawet po eliminacji tego efektu wynik pozostaje bardzo dobry za sprawą rosnących zamówień zarówno krajowych jak i zagranicznych.
- Za granicą istotnym wydarzeniem będzie posiedzenie Fed, na którym według analityków Citi Rada FOMC po raz kolejny zdecyduje o redukcji skali programu skupu aktywów. Fed opublikuje też nową rundę prognoz, a Jannet Yellen po raz pierwszy wystąpi w roli nowego szefa Fed. Według Citi Fed będzie stopniowo zmieniał komunikację forward quidance podkreślając coraz bardziej kwestię inflacji zamiast rynku pracy oraz skupiając się na celach jakościowych zamiast ilościowych.
- Inflacja wyniosła w lutym 0,7% r/r wobec oczekiwanych 0,8% r/r, z kolei inflacja za styczeń została zrewidowana w dół do 0,5% z 0,7% w styczniu. Niespodzianka w danych o inflacji była głównie związana z efektem zmiany wag w koszyku inflacyjnym. W kolejnych miesiącach oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji, jednak na koniec roku tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jedynie nieznacznie przekroczy 1,5% r/r. Z kolei cel inflacyjny zostanie osiągnięty według naszych oczekiwań na przełomie I i II kw. przyszłego roku. Na ten okres rynek wycenia także pierwszą podwyżkę stóp procentowych. Naszym zdaniem może ona nastąpić nieco szybciej, ale najprawdopodobniej nie w tym roku.
- Styczniowy deficyt w rachunku obrotów bieżących wzrósł do 1,1 mld euro z 0,8 mld w grudniu przy czym doszło jednocześnie do poprawy salda handlowego (nadwyżka 0,4 mld euro) w związku z przyspieszeniem eksportu do 10,6% r/r.
- Wciąż w centrum uwagi pozostawać będzie sytuacja na Ukrainie, a szczególnie to jakie kroki podejmie Rosja w związku z wynikami referendum na Krymie oraz czy UE i USA wprowadzą dalsze sankcje.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,20	3,04	5,25	1,38	2,50	0,10	2,70	4,60	1,65	2,80
II KW 15	4,23	3,02	5,29	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,40

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 26.2.2014 r.

Wykres 1. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu produkcji w lutym



Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

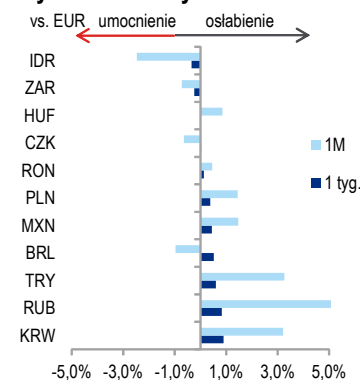
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 14.03.2014 r.

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
18 mar WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III		55,0	55,7
13:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	mln	II	0,955	0,960	0,937
13:30	USA	Rozpoczęte inwestycje budowlane	mln	II	0,870	0,91	0,88
13:30	USA	CPI	% m/m	II	0,100	0,1	0,1
19 mar ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	I		1,9	0,5
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	6,1	6,1	4,1
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	8,4	0,7	-3,9
14:00	PL	PPI	% r/r	II	-1,0	-1,1	-0,9
19:00	USA	Decyzja Fed	%	II	0,25	0,25	0,25
20 mar CZWARTEK							
	EMU	Spotkanie Rady UE					
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	327	315
15:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	II	4,5	4,6	4,6
15:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	II	-5,0	4,0	-6,3
21 mar PIĄTEK							
	EMU	Spotkanie Rady UE					
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	% r/r	III		-12,4	-12,7

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

Zapowiedź tygodnia

Produkcja przemysłowa

Wzrost produkcji przemysłowej prawdopodobnie przyspieszył do 6,1% r/r z 4,1% r/r w styczniu. Przyspieszenie produkcji przemysłowej odzwierciedla wpływ większej liczby dni roboczych, podczas gdy wynik produkcji skorygowany o efekt dni roboczych najprawdopodobniej niewiele się zmieni i pozostanie stosunkowo wysoki. Trend w produkcji przemysłowej wydaje się mocny, gdyż Polska korzysta z rosnącej liczby nowych zamówień eksportowych zarówno krajowych jak i zagranicznych. Z kolei pozytywny wpływ ożywienia gospodarczego w Niemczech i strefie euro jest widoczny w dalszej poprawie indeksów PMI. Jednocześnie oczekujemy przyspieszenia produkcji budowlanej do 8,4% r/r z -3,9% r/r. Naszym zdaniem znaczna poprawa w produkcji budowlanej w lutym będzie wynikać w znacznej mierze z lepszej pogody, ale także ze stopniowej poprawy aktywności w sektorze.

Fed

Według analityków Citi na marcowym posiedzeniu Fed zdecyduje się kontynuować ograniczanie programu skupu aktywów, w celu stopniowego zmniejszania stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej. Istotniejsze wydają się jednak sformułowania dotyczące forward guidance. Na posiedzeniu w tym tygodniu poznamy także najnowszy zestaw prognoz Fed. Ponadto będzie miała miejsce także pierwsza konferencja prasowa Janet Yellen na stanowisku nowego szefa Fed. Według ekonomistów Citi FOMC zmieni swoją retorykę na bardziej jakościową zamiast ilościową w odniesieniu do inflacji oraz stopy bezrobocia. Jednocześnie Fed może podkreślić większą wagę inflacji zamiast stopy bezrobocia. Ocena analityków Citi odnośnie wydatków konsumentów w kolejnych kwartałach nie zmieniła się istotnie mimo słabej pogody na początku roku i wciąż oczekiwany jest silny wzrost konsumpcji.

Miniony tydzień

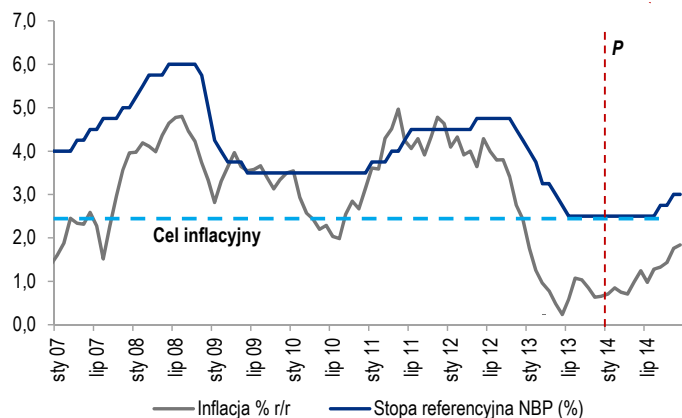
Inflacja

Inflacja w lutym wyniosła 0,7% r/r i zaskoczyła w dół wobec oczekiwań na poziomie 0,8% r/r. Jednocześnie inflacja za styczeń została zrewidowana w dół do 0,5% r/r z 0,7% r/r. Nieznacznie w dół zaskoczyły ceny żywności, które zostały zrównoważone przez nieco szybszy wzrost cen w łączności i rekreacji i kulturze. Jednak, najważniejszą przyczyną niespodzianki inflacyjnej była rewizja wag koszyka CPI, która jak co roku dokonywana jest przy okazji publikacji danych o inflacji za luty. Efekt zmian wag odjął od styczniowej inflacji ok. 0,2 pkt proc. oraz ok. 0,1 pkt proc. z inflacji w w lutym. Według naszych bieżących prognoz oczekujemy wzrostu inflacji począwszy od II kwartału 2014 r. do ok. 1,6-1,8% r/r na koniec roku. Sądzymy też, że inflacja osiągnie cel inflacyjny dopiero na przełomie I i II kwartału 2015 r. Niższy od oczekiwań odczyt inflacji w lutym oraz tym samym niższa ścieżka inflacji wspiera nasz scenariusz stabilizacji stóp procentowych na niezmiennym poziomie w tym orku. Oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych na początku 2015 r., do czego przyczyni się znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz stopniowy spadek realnych stóp procentowych. Wciąż zakładamy, że podwyżki stóp procentowych nastąpi wcześniej niż zakłada to rynek (ok. marca/kwietnia przyszłego roku).

Bilans obrotów bieżących

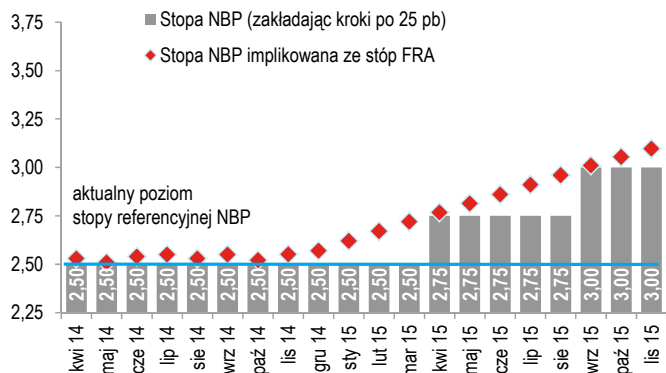
Styczniowy deficyt w rachunku obrotów bieżących wzrósł do 1,1 mld euro z 0,8 mld w grudniu. Złożyła się na to poprawa salda handlowego (nadwyżka 0,4 mld euro) związana z przyspieszeniem eksportu do 10,6% r/r. Z kolei saldo transferów bieżących, uwzględniające między innymi przepływy środków z UE, odnotowało niewielki deficyt. Skumulowany za 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących utrzymał się na poziomie 1,5% r/r zanotowanym w grudniu. Z kolei po uwzględnieniu salda błędów i opuszczeń deficyt zmniejszył się do 2,8% PKB z 3,1% PKB.

Wykres 2. Projekcja PKB banku centralnego



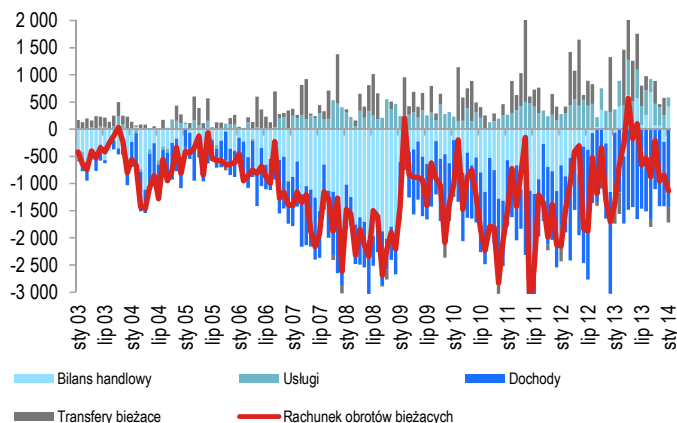
Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 3. Implikowana ze stawek FRA stopa referencyjna NBP



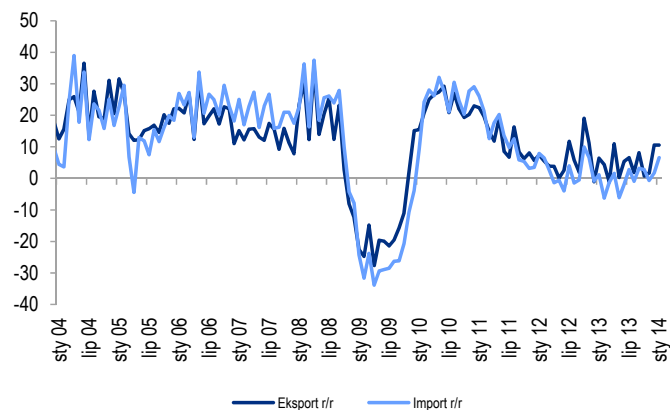
Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Bilans płatniczy (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 5. Eksport i import (% r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

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
Plące 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.