

CitiWeekly

Stopy spadną jeszcze o 50pb

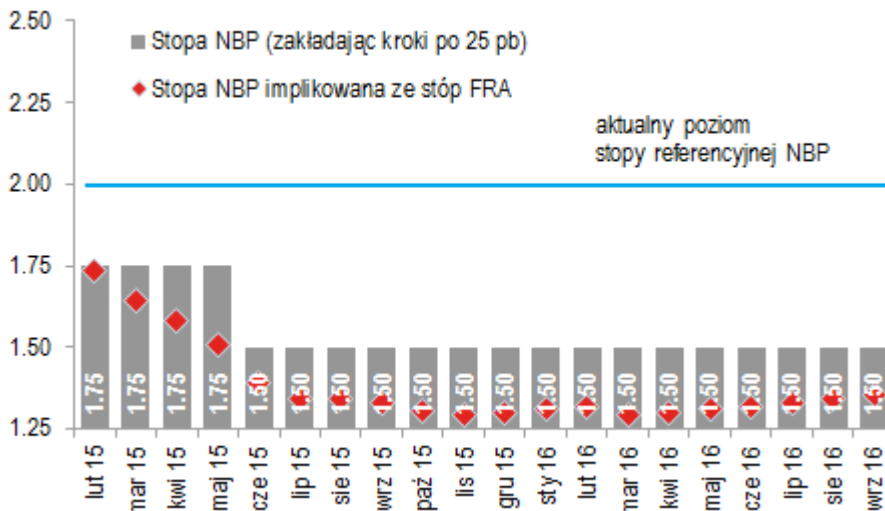
- Rozpoczynający się tydzień przyniesie serię publikacji danych o inflacji w Europie Środkowej. W Polsce spodziewamy się pogłębienia deflacji do -1% (poniżej oczekiwań rynkowych) głównie za sprawą spadających cen paliw. Ten sam czynnik będzie wpływał na węgierski wskaźnik CPI, jednak ze względu na wygasanie silnego efektu „bazy” skala deflacji na Węgrzech zostanie nieco zmniejszona (do -0,6% r/r) w porównaniu z listopadem. Z kolei w Rumunii wzrost cen wyniesie 1,5% r/r.
- Nasza uwaga w najbliższych dniach będzie koncentrować się przede wszystkim na posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Spodziewamy się, że tym razem stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie, choć oczekujemy złagodzenia tonu komentarzy członków RPP.
- Perspektywa przedłużającego się okresu deflacji zmienia perspektywę polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Ponieważ wskaźnik CPI może pozostać poniżej zera do miesięcy letnich, spodziewamy się, że RPP jednak zdecyduje się na dodatkowe obniżki stóp procentowych. Oczekujemy spadku stóp o 50pb do marca bieżącego roku, dzięki czemu stopa referencyjna obniży się do 1,5%.
- Jeżeli chodzi o dane z minionego tygodnia, za najważniejsze można uznać informacje z amerykańskiego rynku pracy. Wskazały one na dalszy wzrost zatrudnienia, tym razem o 252 tys. osób w grudniu, czemu towarzyszyła rewizja w górę danych historycznych, sięgająca w sumie 50 tys.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,21	3,58	5,40	1,18	1,50	0,05	1,53	2,35	0,65	2,70
I KW 16	4,16	3,95	5,54	1,05	1,50	0,05	1,72	2,80	1,25	3,00

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 1.12.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy obniżki stóp w lutym i najprawdopodobniej w marcu po 25 pb.



Źródło: Citi Handlowy, Reuters.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

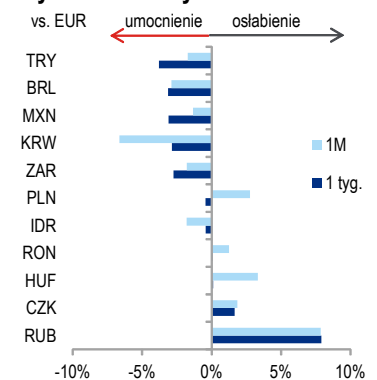
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 09.01.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
12 sty PONIEDZIAŁEK							
	RU	CPI	% r/r	XII		11.4%	
13 sty WTOREK							
09:00	RO	CPI	% r/r	XII	1.5		1.3
10:00	CZ	Saldo obrotów bieżących	mld CZK	XI	1.0	3.0	5.2
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mld EUR	XI	-0.48	-0.45	-0.44
14:00	PL	Eksport	mld EUR	XI	13.5	13.5	14.7
14:00	PL	Import	mld EUR	XI	13.3	13.4	14.7
14 sty ŚRODA							
07:30	HU	Saldo obrotów bieżących	mld \$	XI			0.6
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI			5.8%
09:00	HU	CPI	% r/r	XII	-0.6%	-0.4%	-0.7%
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XI		-0.9%	0.7%
	PL	Decyzja RPP	%	I	2.00	2.00	2.00
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	XII		8.3	8.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	XII		0.1	0.7
16:00	USA	Zapasy hurtowe	pkt	XI		0.2	0.2
19:00	USA	Beżowa Księga					
15 sty CZWARTEK							
09:00	DE	PKB	% r/r			1.5	0.4
12:00	PL	Aukcja obligacji: Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje WZ0124, DS0725, WS0428					
14:00	PL	CPI	% r/r	XII	-1.0	-0.9	-0.6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	XI			294
14:30	USA	Indeks Empire State	pkt	XII		4.5	-3.58
14:30	USA	PPI	% m/m	XII		-0.3	-0.2
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	I		20.0	24.5
16 sty PIĄTEK							
11:00	EMU	HICP	% r/r	XII		-0.2	0.3
13:00	RU	Rezerwy walutowe	mld \$	XII		400.0	418.9
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	XII	0.5	0.5	0.4
14:30	USA	CPI	% m/m	XII		-0.3	-0.3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII		0.1	1.3
15:15	USA	Wykorzystanie mocy wytwórczych	%	XII		80.0	80.1
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	I		94.1	93.6

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

Zapowiedź tygodnia

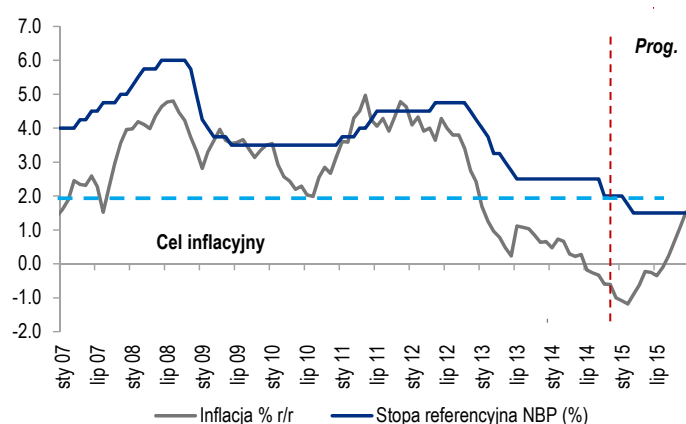
Polska – Decyzja RPP

Oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) pozostawi stopę referencyjną na niezmiennym poziomie (2,00%). Ostatnie komentarze członków RPP sugerują, że nie powstała na razie większość skłonna do cięcia stóp procentowych, a osłabienie złotego może być traktowane przez członków RPP jako substytut obniżek. Spodziewamy się jednak złagodzenia tonu komentarzy członków RPP, co powinno zapowiadać kolejne obniżki stóp w najbliższych miesiącach (por. strona 4).

Polska - Inflacja

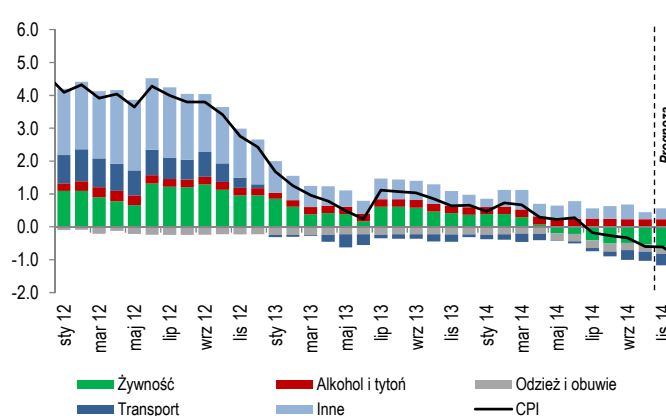
Według naszych szacunków grudniowa inflacja spadła do -1% r/r, a więc bardziej niż zakłada konsensus rynkowy (-0,9% r/r). Tak niski poziom CPI to przede wszystkim wynik głębokiego spadku cen paliw, a dodatkowo również niskiej dynamiki cen żywności. Z kolei inflacja bazowa wzrosła – według naszych szacunków – do 0,5% r/r. Biorąc pod uwagę perspektywę ceny baryłki ropy naftowej oscylującej wokół 50 dolarów (Brent), spodziewamy się, że deflacja może potrwać przynajmniej do końca pierwszej połowy roku.

Wykres 3. Polska - Prognoza stóp procentowych i inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Polska – Składowe inflacji



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Rumunia - CPI

W ostatnich miesiącach inflacja w Rumunii była pod wpływem niskiej dynamiki cen żywności oraz obniżek VAT na produkty piekarskie. Po wyjątkowo niskim listopadowym odczycie, oczekujemy, że wskaźnik CPI wyniesie 1,5% i będzie bliski szacunkom banku centralnego. W bieżącym roku spodziewamy się szybszego wzrostu inflacji niż zakłada NBR (Narodowy Bank Rumunii), prawdopodobnie do około 2,8% r/r.

Węgry - CPI

Ostatnia obniżka cen regulowanych na Węgrzech z listopada 2013 roku przestała już oddziaływać na roczny wskaźnik CPI, dzięki czemu można liczyć na niewielkie zmniejszenie deflacji w grudniowych danych. Niemniej efekt ten był w znacznym stopniu niwelowany przez spadek cen paliw. W rezultacie zakładamy, że węgierski wskaźnik CPI wzrósł w grudniu do

-0,6% r/r z -0,7% w listopadzie, choć oczekujemy również, że pozostanie on poniżej zera do jesieni 2015 r. Z punktu widzenia polityki pieniężnej wolniejszy wzrost CPI przyczyni się do opóźnienia podwyżek stóp aż do 2016 roku (nie spodziewamy się dodatkowych obniżek przez NBH - Narodowy Bank Węgier, o ile inflacja bazowa nie spadnie lub forint nie umocni się w sposób trwały).

Miniony tydzień

Polska - Obniżka o dodatkowe 50pb

Dzięki spadkom cen ropy deflacja może potrwać przynajmniej do czerwca/lipca, a całoroczny (uśredniony) wskaźnik CPI za 2015 r. może spaść poniżej zera. Oznaczałoby to, że okres utrzymywania się inflacji poniżej celu będzie trwał znacznie dłużej niż pierwotnie zakładano. Biorąc pod uwagę dobrą sytuację na rynku pracy oraz relatywnie silny wzrost gospodarczy (który otrzyma dodatkowe wsparcie ze strony taniejących paliw), podręcznikowa odpowiedź banku centralnego na szok w postaci spadku cen ropy naftowej powinna polegać na pozostawieniu stóp procentowych bez zmian. Niemniej mamy duże wątpliwości, czy RPP będzie w stanie znieść narastającą presję związaną z długim okresem deflacji (nawet jeżeli jest on powodowany przez czynniki o charakterze podażowym). Ta presja może narastać po styczniu, wraz z pogłębieniem spadku indeksu CPI.

Biorąc to wszystko pod uwagę obecnie spodziewamy się w 2015 roku obniżek stóp o dodatkowe 0,5 punktu procentowego, co sprowadziłoby stopę referencyjną do poziomu 1,5% (w dwóch krokach po 25 pb w lutym i marcu, albo w jednym kroku poprzez cięcie stóp o 50 pb). Słabszy złoty, tańsze paliwa oraz niższe stopy procentowe powinny być istotnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Dlatego chociaż w krótszym horyzoncie dostrzegamy ryzyko po stronie niższego wzrostu (ze względu na sytuację w Rosji), spodziewamy się, że ożywienie pod koniec 2015 i w 2016 roku może być szybsze od oczekiwanego. Oznacza to również, że podwyżki w 2016 r. mogą następować szybciej niż dotychczas zakładaliśmy.

Nieźle dane z rynku pracy w Stanach

Dane z amerykańskiego rynku pracy wskazują na dalszy wzrost zatrudnienia, tym razem o 252 tys. osób w grudniu. Towarzyszyła temu rewizja w górę danych historycznych, sięgająca w sumie 50 tys.). Poprawa dotyczyła zarówno sektora usług (173 tys.), przetwórstwa przemysłowego (17 tys.) jak i budownictwa (48 tys.). Towarzyszyła temu negatywna niespodzianka po stronie płac dotycząca zarówno grudnia, jak i rewizji w dół danych za listopad.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	477	525	496	526	536	477
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 715	1 787
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	13 922	12 414
Populacja (mln)	38,1	38,2	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	11,9	12,4	12,5	13,4	13,4	11,7	11,3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,1	1,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,4
Inwestycje (% r/r)	9,6	-1,2	9,7	12,2	-4,3	-3,7	10,8	6,0
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,7	2,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	2,8	2,8
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,0	3,9
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,3	3,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-0,8	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,1
Place nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	4,3
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	2,00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	2,13
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,55	3,20
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,46	3,89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,20	3,74
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,23	4,18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,20
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-9,52	-14,93
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,8	-3,1
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	1,2	-3,4
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	207,4	198,8
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	206,2	202,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,8	7,6
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-20,2	-20,1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	10,0	10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	100,1	102,9
Amortyzacja	32,4	24,6	32,1	38,3	47,5	48,7	49,2	51,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,7	-7,4	-7,9	-4,9	-3,7	-4,0	-2,9	-2,4
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,4	-4,6	-5,2	-2,4	-1,0	-1,5	-0,8	-0,5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46,9	49,8	52,8	52,5	52,0	53,1	46,9	47,5
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,4

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

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.