

CitiWeekly

Deflacja się pogłębia

- Zbliżające się publikacje danych o CPI w krajach Europy Środkowej powinny potwierdzić nasze oczekiwania dalszego pogłębienia się deflacji w styczniu. W przypadku Polski i Węgier oczekujemy wyniku na poziomie -1,2% r/r, do czego powinny przyczynić się przede wszystkim spadające ceny paliw.
- Z kolei wzrost gospodarczy, według naszych szacunków, nieco wyhamował pod koniec roku, choć wciąż w Polsce pozostał powyżej 3%, a w Czechach powyżej 2%. Popyt krajowy zyskuje dzięki poprawiającej się sytuacji na rynku pracy oraz spadkowi cen energii.
- W minionym tygodniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Rada Polityki Pieniężnej zasignalizowała jednak, że jest gotowa i chce obniżyć stopy procentowe już wkrótce.
- Naszym zdaniem do obniżki może dojść już w marcu, o czym świadczą choćby słowa prezesa NBP o tym, że Rada jest blisko cięcia stóp. O tym jak głęboka będzie ta redukcja zdecyduje sytuacja na rynku walutowym, a w szczególności to, czy napływ kapitału do kraju po decyzji EBC przełoży się na umocnienie złotego.
- W najbliższych tygodniach uwaga inwestorów wciąż będzie skierowana na Grecję i trwające rozmowy dotyczące ewentualnych modyfikacji w programach pomocowych dla Grecji.

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

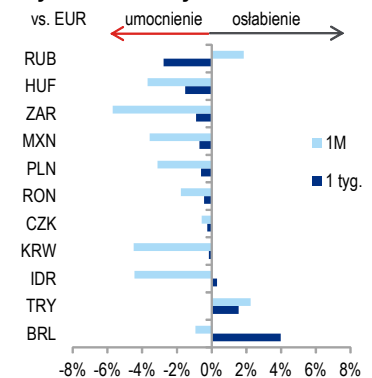
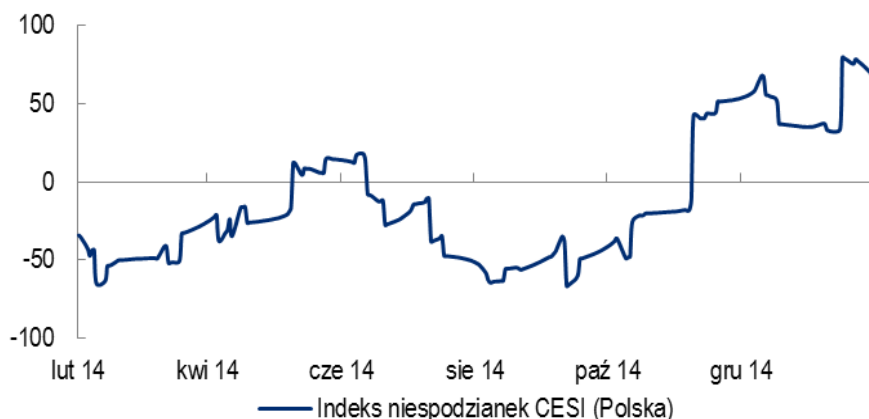
Według stanu na dzień 06.02.2015 r.
Źródło: Reuters.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 15	4,32	3,79	5,76	1,14	1,50	0,05	1,61	1,70	0,55	1,95
I KW 16	4,16	3,98	5,63	1,05	1,50	0,05	1,72	2,95	0,75	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 22.1.2015 r.

Wykres 2. Indeks niespodzianek ekonomicznych dla Polski sygnalizuje, że ożywienie jest szybsze od oczekiwanego.



Źródło: Bloomberg, 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 lut PONIEDZIAŁEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	r/r	I	0,2%	-0,2%	0,1%
10:30	EZ	Indeks nastrojów Sentix	pkt.	II		3,0	0,9
10 lut WTOREK							
16:00	US	Zapasy hurtowe	m/m	XII		0,1%	0,8%
11 lut ŚRODA							
09:00	HU	Inflacja HICP	r/r	I F	-1,1%	-1,1%	-0,9%
12 lut CZWARTEK							
08:00	DE	Inflacja HICP	r/r	I F	-0,5%	-0,5%	-0,5%
09:00	HU	Produkcja przemysłowa (wda)	r/r	XII F	--	--	4,6%
11:00	EZ	Produkcja przemysłowa (wda)	r/r	XII	0,2%	0,3%	-0,4%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna	m/m	I	-0,9%	-0,4%	-0,9%
14:30	US	Sprzedaż detaliczna po wył. aut	m/m	I	-1,1%	-0,4%	-1,0%
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	290	285K	278K
16:00	US	Zapasy		XII	0,1%	0,2%	0,2%
13 lut PIĄTEK							
08:00	DE	PKB (s.a.)	kw/kw	4Q P	0,3%	0,3%	0,1%
08:00	DE	PKB (wda)	r/r	4Q P	1,1%	1,0%	1,2%
09:00	CZ	PKB	r/r	4Q A	2,1%	1,9%	2,4%
09:00	RO	Inflacja CPI	r/r	I	0,7%	0,2%	0,8%
09:00	HU	PKB (s.a.)	kw/kw	4Q P		0,5%	0,5%
09:00	HU	PKB	r/r	4Q P		2,7%	3,2%
10:00	PL	PKB	r/r	4Q P	3,1%	3,1%	3,3%
11:00	EZ	PKB (s.a.)	kw/kw	4Q A	0,2%	0,2%	0,2%
11:00	EZ	PKB (s.a.)	r/r	4Q A	0,7%	0,8%	0,8%
14:00	PL	Saldo rachunku CA (EUR)	mn	XII	-581	-422	-268
14:00	PL	Inflacja CPI	r/r	I	-1,2%	-1,2%	-1,0%
16:00	US	Indeks nastrojów wg U. Michigan	pkt.	II P	98,0	98,2	98,1

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja w regionie

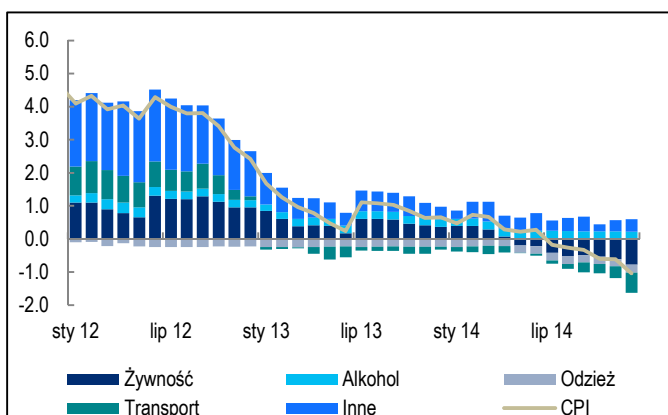
W rozpoczynającym się tygodniu uwaga będzie skoncentrowana na danych o inflacji. Po dzisiejszej publikacji z Czech (CPI w styczniu: 0,1%, wobec konsensusu na poziomie -0,2% r/r) w środę poznamy dane o wzroście cen na Węgrzech. W tym przypadku spodziewamy się pogłębienia deflacji do -1,2% r/r na skutek spadku cen paliw.

Z kolei w piątek opublikowane zostaną informacje o CPI w Polsce. Nasza prognoza zakłada spadek cen konsumpcyjnych o 1,2% w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Podobnie jak w innych krajach regionu oraz w poprzednich miesiącach, za niską inflację odpowiadały taniejące paliwa. Oczekujemy również, że inflacja w Polsce odnotuje minimum w styczniu lub lutym, a następnie powoli zacznie się pięć w górę, częściowo dzięki wyeliminowaniu z indeksu bardzo niskich dynamik uwzględniających wpływ dobrych zbiorów w 2014 r.

PKB

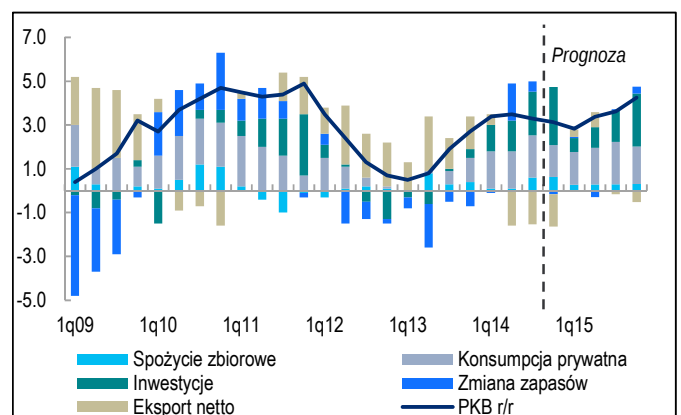
Ostatni kwartał ubiegłego roku był prawdopodobnie okresem tylko niewielkiego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Na relatywnie silną aktywność gospodarczą wskazują między innymi nasze wskaźniki momentum dla krajów Europy Środkowej, które sugerują odbicie dynamiki kwartalnej pod koniec roku. W przypadku danych z Czech spodziewamy się wzrostu o 2,1% r/r (powyżej rynku), podczas gdy w Polsce oczekujemy wyniku na poziomie 3,1% r/r (zgodnie z konsensusem). W tym ostatnim przypadku oczekujemy relatywnie silnego wzrostu inwestycji (niemal 9%) oraz konsumpcji indywidualnej (2,9% r/r).

Wykres 3. Główne składowe inflacji (kontrybucja)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Wzrost gospodarczy w Polsce i jego składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

W przypadku danych o bilansie płatniczym spodziewamy się wzrostu deficytu w rachunku bieżącym do poziomu 581 mln euro w grudniu, wobec 268 mln w listopadzie. Zarówno eksport jak i import prawdopodobnie

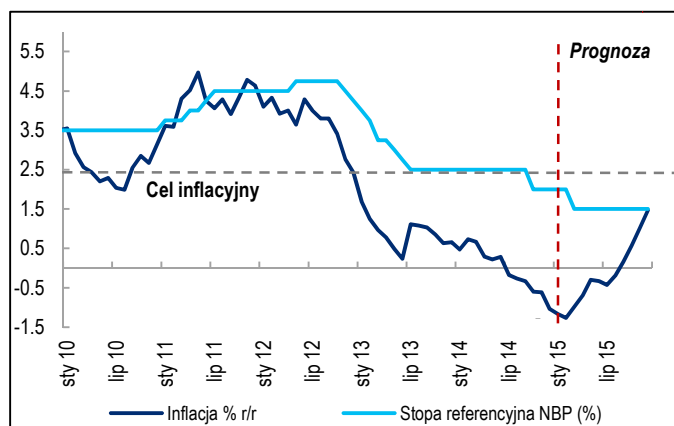
przyspieszyły, na co wskazuje między innymi bardzo dobry wynik produkcji przemysłowej w grudniu.

Miniony tydzień

Decyzja RPP

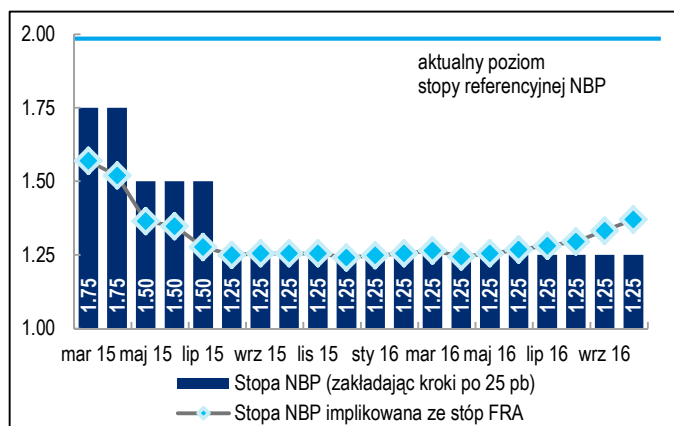
Środowa decyzja o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian nie była większym zaskoczeniem ani dla nas, ani dla uczestników rynku. Zgodnie z oczekiwaniami złagodzony został również ton komentarza RPP, dzięki czemu otwarta została droga do obniżki stóp na marcowym posiedzeniu. W szczególności z paragrafu definiującego warunki przy których mogłoby dojść do dodatkowych obniżek, Rada usunęła zdanie podkreślające znaczenie danych o aktywności gospodarczej. Biorąc pod uwagę, że ostatnio dane te pozytywnie zaskakiwały, usunięcie powyższego zdania sugeruje, że Rada chciała wyeliminować ze swojej drogi jakiegokolwiek przeszkody, które nie pozwalałyby na rozluźnienie polityki pieniężnej. Jakby rozwiewając te wątpliwości prezes Marek Belka stwierdził podczas konferencji RPP, że Rada jest obecnie bliżej decyzji o cięciu stóp.

Wykres 5. Prognozy inflacji i stóp procentowych w Polsce



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Ścieżka stóp procentowych implikowana przez krzywą FRA



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą, że do obniżki stóp procentowych dojdzie w marcu, gdy Rada otrzyma nową projekcję. Kwestia czy dojdzie do jednego cięcia po 50pb, czy zostanie ono rozłożone na dwa posiedzenia (i tym samym dwa cięcia po 25pb) jest jednak naszym zdaniem otwarta. W naszej ocenie to nie deflacja, lecz raczej wpływ zapowiadanego programu EBC i ewentualne związane z tym napływy kapitału do kraju, będą czynnikami decydującymi o tempie obniżania stóp. Jeżeli napływ kapitału przybierze na sile, będzie zdecydowanie łatwiej przekonać niezdecydowanych członków RPP do głębszego poluzowania polityki pieniężnej.

Bardzo dobre dane o zatrudnieniu w USA

Dane z amerykańskiego rynku pracy doprowadziły do ożywienia oczekiwań rynkowych na szybsze podwyżki stóp w Stanach Zjednoczonych. Liczba miejsc pracy poza rolnictwem wzrosła w styczniu o 257 tys., a więc więcej niż zakładał konsensus (obniżony dodatkowo po słabych danych o ADP).

Co więcej, skorygowano w górę dane z poprzednich miesięcy, dzięki czemu średni miesięczny wzrost w ciągu ostatniego roku wyniósł aż 267 tys., a w ciągu ostatnich trzech miesięcy amerykańska gospodarka stworzyła milion miejsc pracy.

Z punktu widzenia rynku istotne było również odwrócenie słabych grudniowych danych o wynagrodzeniach. Dzięki temu obecnie dynamika funduszu płac jest zgodna z wynikami charakterystycznymi dla okresu ożywienia na rynku pracy. Tym samym również wyeliminowany został jeden z czynników uznawanych przez uczestników rynku za poważną przeszkodę dla podwyżek stóp przez Fed.

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	548	468
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 273	1 344	1 437	1 554	1 616	1 662	1 726	1 790
PKB per capita (USD)	13 982	11 332	12 382	13 626	12 879	13 662	14 235	12 175
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	10,8
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	6,6
Spożycie ogółem (% r/r)	6,1	2,0	2,8	1,7	0,7	1,3	2,9	2,7
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5,7	2,1	2,7	2,9	0,9	1,0	3,0	3,0
Eksport (% r/r)	7,1	-6,8	12,9	7,9	4,3	5,0	4,3	4,0
Import (% r/r)	8,0	-12,4	14,0	5,5	-0,6	1,8	6,8	4,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	-1,0	1,5
Inflacja CPI (% średnia)	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,2
Place nominalne (% r/r)	10,5	4,2	3,6	4,9	3,5	2,6	3,7	3,7
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,88	4,27	3,95	4,99	4,11	2,71	2,06	1,63
Rentowność obligacji 10-letnich	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	2,52	3,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,00	2,87	2,96	3,40	3,10	3,01	3,52	3,89
USD/PLN (Średnia)	2,39	3,11	3,02	2,96	3,26	3,16	3,15	3,82
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,17	4,11	3,96	4,42	4,09	4,15	4,26	4,18
EUR/PLN (Średnia)	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,20	4,18	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25,5	-9,7	-24,1	-27,06	-17,57	-7,01	-6,43	-7,50
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,8	-2,2	-5,1	-5,2	-3,5	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo handlu zagranicznego	-26,0	-4,3	-11,8	-17,4	-9,2	0,9	0,6	-0,7
Eksport	178,7	142,1	165,9	184,2	181,1	197,8	190,6	177,5
Import	204,7	146,4	177,7	201,6	190,3	196,9	190,0	178,2
Saldo usług	5,0	4,8	3,1	7,3	8,0	10,6	8,6	8,1
Saldo dochodów	-12,8	-16,6	-19,1	-18,0	-16,1	-18,0	-15,8	-14,9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10,3	8,8	6,9	13,8	6,6	3,7	-9,0	-10,0
Rezerwy międzynarodowe	57,2	69,7	81,4	89,7	100,3	99,3	94,1	94,1
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	-2,3
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	47,0	47,4
Dług krajowy	34,8	36,8	38,4	35,9	35,7	37,0	29,4	29,3

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.