

CitiWeekly

Dolek inflacji osiągnięty

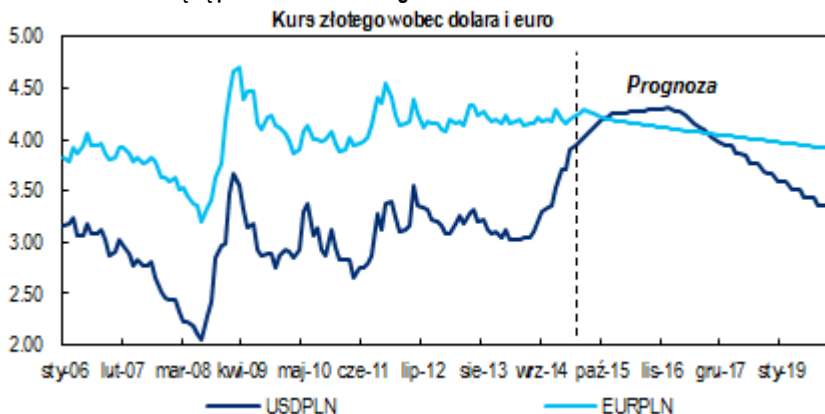
- Najbardziej wyczekiwaniem wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie posiedzenie Fed. Nie spodziewamy się zmian stóp procentowych, ale uwaga uczestników rynku będzie w pełni skoncentrowana na zmianach w komunikacie amerykańskiego banku centralnego. Brak zaostrzenia tonu komunikatu mogłaby uspokoić obawy o możliwość podwyżek w Stanach.
- W kraju zaplanowano kilka istotnych publikacji danych makroekonomicznych. W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się przyspieszenia (do 4,6% r/r) zarówno dzięki większej liczbie dni roboczych, jak i silniejszej aktywności sygnalizowanej przez wskaźnik PMI.
- Tempo wzrostu płac prawdopodobnie wyhamowało tylko nieznacznie i wciąż pozostaje na poziomach spójnych z trwałym ożywieniem rynku pracy.
- W przypadku sprzedaży detalicznej oczekujemy dalszego silnego wzrostu w ujęciu realnym (około 2,6% r/r), co jednak ze względu na deflację będzie przekładało się na nieznaczny spadek w ujęciu nominalnym (-0,6%).
- Na rynkach finansowych uwaga wciąż spoczywa na dolarze i jego imponującym umocnieniu wobec walut rynków wschodzących.
- W ubiegłym tygodniu poznaliśmy dane o inflacji, które zaskoczyły w dół. Po pogłębieniu się deflacji do -1,6% r/r oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji powyżej 1% na koniec roku.
- Jednocześnie nie spodziewamy się zmian stóp procentowych do końca kadencji obecnej RPP, a kolejnym ruchem może być podwyżka stóp procentowych w II połowie 2016 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
II KW 15	4,29	4,02	5,79	1,07	1,50	0,05	1,81	0,15	2,20
II KW 16	4,15	4,28	5,61	0,97	1,50	0,05	2,06	0,30	2,65

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

Wykres 2. Oczekiwania na podwyżki stóp w USA, program skupu aktywów EBC oraz szybszy wzrost PKB w USA niż strefie euro będą prowadzić do dalszego umocnienia dolara wobec euro.



Źródło: Reuters, prognoza Citi Research

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

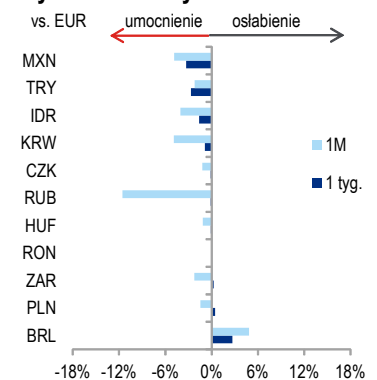
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.03.2015 r.
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
16 mar PONIEDZIAŁEK							
13:30	USA	Indeks Empire State	pkt	II	-	7.25	7.78
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	I	-535	-964	-1005
14:00	PL	Eksport	mln EUR	I	13037	12763	11967
14:00	PL	Import	mln EUR	I	12367	12912	12600
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	II	0.5	0.7	0.6
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	II	-	0.3	0.2
14:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	%	II	-	79.5	79.4
19:45	EMU	Przemówienie prezesa EBC					
17 mar WTOREK							
08:30	HU	Saldo obrotów bieżących					
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	II	-	-	-0.6
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	III	-	-	53.0
13:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	mln	II	-	-	1.065
13:30	USA	Pozwolenia na budowę	mln	II	-	-	1.050
14:00	PL	Płace	% r/r	II	3.4	3.2	3.6
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	II	1.3	1.3	1.2
18 mar ŚRODA							
19:00	USA	Decyzja i nowe projekcje Fed	%	III	0.3	0.3	0.3
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	II	4.6	4.0	1.7
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	II	0.2	-1.0	1.3
14:00	PL	PPI	% r/r	II	-2.7	-2.7	-2.9
14:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	II	-0.6	0.0	0.1
19 mar CZWARTEK							
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	-	-	289
14:00	PL	Minutes RPP					
15:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	tys.	tyg.	-	-	289
15:00	USA	Indeks Philly Fed	tys.	tyg.	-	-	289
20 mar PIĄTEK							
	HU	Przegląd ratingu Węgier - S&P					

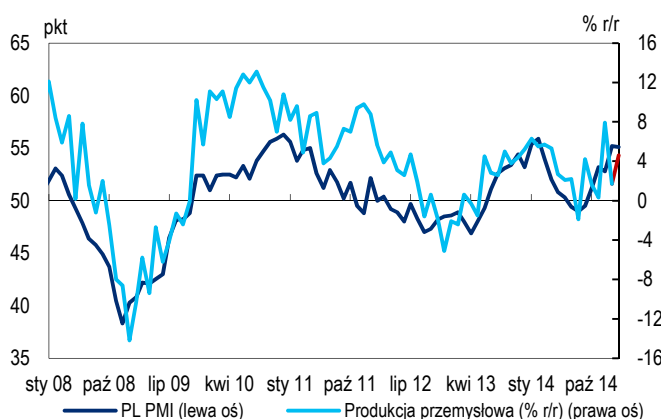
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi Handlowy

Zapowiedź tygodnia

Rynek pracy

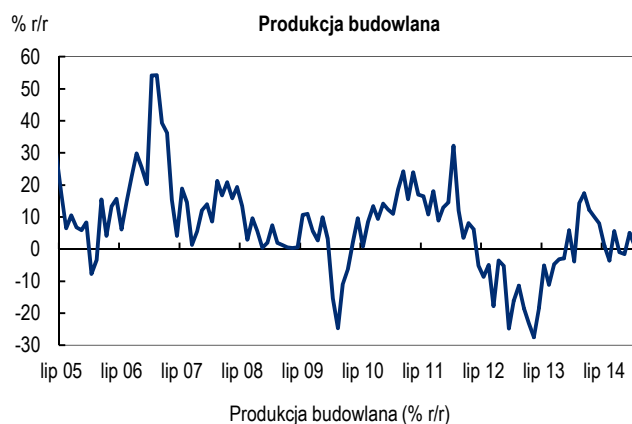
Oczekujemy tylko niewielkiego osłabienia wzrostu płac do poziomu 3,4% r/r w lutym, wobec 3,6% w styczniu. Naszym zdaniem powinien towarzyszyć temu wciąż silny wzrost zatrudnienia, o około 1,3% r/r, napędzany trwającym ożywieniem gospodarczym. Powyższe dane powinny się wpisać w obserwowany od dłuższego czasu trend poprawy na rynku pracy, który uwidocznił się również w spadającej stopie bezrobocia, danych na temat liczby nowych miejsc pracy oraz liczby nowych bezrobotnych. Dzięki deflacji nominalny wzrost płac o nieco ponad 3% oznacza około 5% wzrost płac realnych, na czym powinna korzystać konsumpcja.

Wykres 3. Oczekujemy odreagowania produkcji za sprawą eliminacji negatywnego efektu dni roboczych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Oczekujemy niewielkiego spowolnienia produkcji budowlanej



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Produkcja przemysłowa oraz budowlana

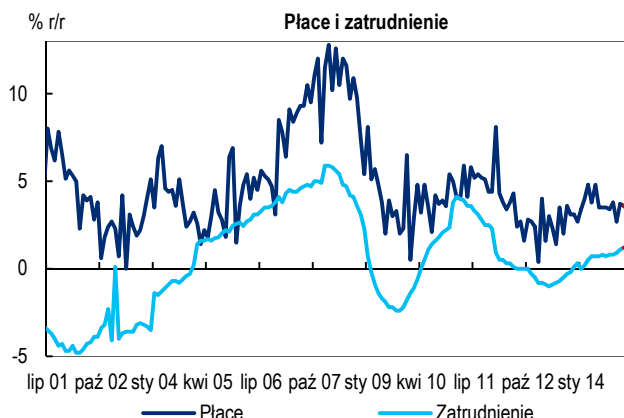
Szacujemy, że produkcja przemysłowa przyspieszyła w lutym do około 4,6% r/r z 1,7% w styczniu. Odwrócenie niekorzystnego efektu liczby dni roboczych powinno być czynnikiem stojącym za szybszym wzrostem, ale jednocześnie w tym samym kierunku oddziaływała poprawa popytu sygnalizowana przez indeks PMI, a także szybszy wzrost produkcji samochodów.

Jeżeli chodzi o produkcję budowlaną to oczekujemy jej osłabienia do poziomu 0,2% r/r.

Sprzedaż detaliczna

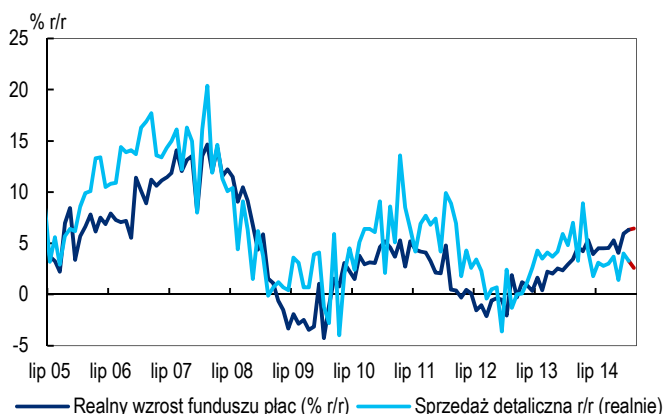
Według naszych szacunków sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła w lutym o około 2,6% r/r. Z kolei sprzedaż nominalna (mniej przydatny, ale wciąż powszechnie analizowany wskaźnik) spadła o około 0,6%. Powyższe statystyki nie odzwierciedlają w pełni siły popytu konsumpcyjnego, gdyż dane w ujęciu rok do roku są zaburzone przez bardzo wysoką „bazę statystyczną” związaną z przejściowym znacznym wzrostem sprzedaży aut w I kwartale 2014 r. w związku ze zmianami w VAT.

Wykres 5. W marcu oczekujemy przyspieszenia wzrostu zatrudnienia i niewielkiego spowolnienia wzrostu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Mocny wzrost realnego funduszu płac będzie wspierał konsumpcję w kolejnych miesiącach



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Głębsza deflacja

Ceny konsumentów w lutym spadły o 1,6% w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku, a tym samym spadek okazał się głębszy od naszych oraz rynkowych oczekiwań. Dwie kategorie, które odpowiadały za tę niespodziankę i praktycznie w całości wyjaśniają błąd prognozy to żywność oraz paliwa (nasz szacunek inflacji bazowej po piątkowych danych to 0,5% r/r). Ceny żywności pozostały bez zmian w porównaniu ze styczniem i to pomimo bardzo wyraźnego wzrostu odnotowanego na targowiskach, co może sugerować, że efekt drożęjącej żywności po prostu ujawni się z opóźnieniem w danych marcowych. Ceny paliw spadły o 2,2% w stosunku do poziomu ze stycznia. Ponieważ spadki cen paliw odnotowywano głównie w pierwszej połowie miesiąca, podczas gdy wzrosty ujawniły się w drugiej połowie lutego (+3,4% m/m w II połowie, wobec -3,3% w I połowie), można przypuszczać, że dane GUS prawdopodobnie nie objęły w całości ostatnich tygodni miesiąca (w przeciwnym razie uśredniona zmiana cen powinna być zbliżona do 0%). Podobnie jak w przypadku cen żywności, sugeruje to, że wzrosty cen paliw mogą się w pełni ujawnić dopiero w danych marcowych.

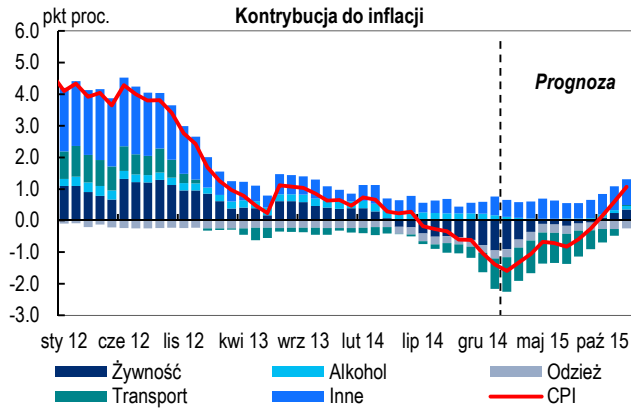
Biorąc to wszystko pod uwagę spodziewamy się, że w marcu deflacja powinna zmniejszyć się do około 1,3% r/r. Oczekujemy, że wskaźnik CPI powróci powyżej zera około października, a na zakończenie roku 2015 wyniesie około 1%.

Stopy wciąż bez zmian

Niższe od prognoz dane o inflacji nie zmieniają naszej oceny dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej. Po ostatniej obniżce RPP zasygnalizowała, że zakończyła cykl polityki pieniężnej i naszym zdaniem nie należy się spodziewać żadnej zmiany w tym zakresie w najbliższym czasie. Biorąc pod uwagę, że na początku 2016 r. kadencje ośmiu z dziesięciu członków RPP wygasną, wątpliwy aby Rada chciała pod koniec roku powracać do cięć stóp procentowych, o ile gospodarka nie doświadczy poważnego szoku makroekonomicznego. Biorąc to pod uwagę oczekujemy

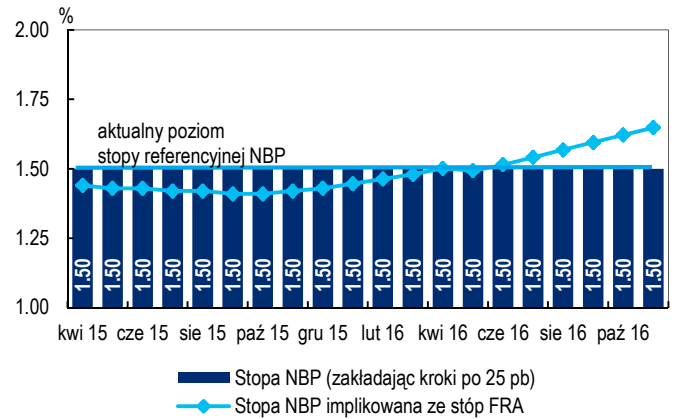
pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy 2016 r.

Wykres 7. Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji w Polsce



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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.