

CitiWeekly

Inflacja może być jeszcze niższa (przynajmniej na chwilę)

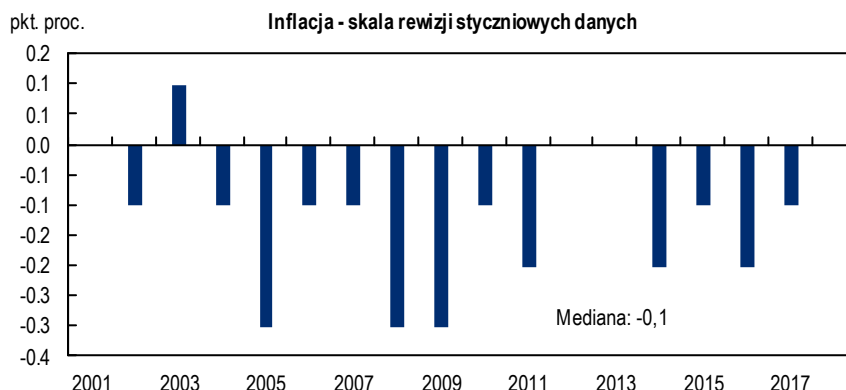
- Styczeniowe dane o inflacji potwierdziły, że wzrost cen ponownie wyhamował, obniżając się do zaledwie 0,9%. Na razie GUS opublikował jedynie częściowe informacje o strukturze wskaźnika CPI, ale dostępne dane potwierdzają, że tak niski odczyt to zasługa czynników „niebazowych” (niskie ceny żywności, paliw i energii). Potwierdziły się nasze przypuszczenia, że opłaty za prąd spadły w porównaniu z grudniem za sprawą obniżki akcyzy i opłaty przejściowej, przy jednoczesnym braku zmian samych taryf. Jednocześnie istotnie wzrosła inflacja bazowa - według naszych szacunków osiągnęła ona około 1% w styczniu, wobec 0,6% w grudniu (dane zostaną opublikowane 18 marca).
- Styczeniowa inflacja może zostać jeszcze skorygowana w dół. Według naszych szacunków w trzynastu z osiemnastu ubiegłych lat GUS dokonał korekty styczeniowego CPI w dół, a tylko w jednym roku rewizja doprowadziła do podniesienia wskaźnika CPI w stosunku do pierwotnych szacunków. W tym samym okresie mediana rewizji wynosiła 0,1. Sugeruje to, że istnieje stosunkowo duża szansa, że ostatnie dane o inflacji mogą zostać jeszcze obniżone, a przez to lokalne minimum inflacji będzie niższe niż 0,9%.
- Spodziewamy się, że począwszy od lutego CPI ponownie będzie rosnąć, choć prawdopodobnie pozostanie znacznie poniżej celu inflacyjnego banku centralnego. Nasza prognoza średniej inflacji w 2019 r. na poziomie 1,5% jest niższa od konsensusu (1,9% według badania Bloomberg).
- Z punktu widzenia decyzji Rady Polityki Pieniężnej (RPP) ostatnie tendencje inflacyjne wydają się bez większego znaczenia. Spodziewamy się utrzymania stóp procentowych do końca kadencji RPP w 2022 r. Ponadto, biorąc pod uwagę trajektorię wzrostu PKB oraz inflacji, uważamy, że ryzyko dla tej prognozy jest asymetryczne przesunięte w kierunku obniżek (a nie podwyżek). Rynek FRA wycenia stabilne stawki na kolejne dwa lata.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBCdepo	WIBOR 3M	10L Bund	10L Treasuries
I KW 19	4,30	3,74	4,78	1,15	1,50	-0,40	1,72	0,10	2,85
I KW 20	4,28	3,48	4,81	1,23	1,50	0,00	1,72	0,70	2,85

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 16.1.2019 r.

Wykres 3. Styczeniowe dane o inflacji mogą jeszcze zostać zrewidowane w dół



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

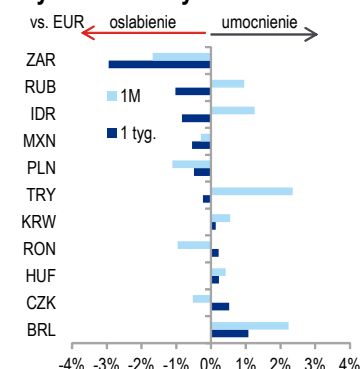
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

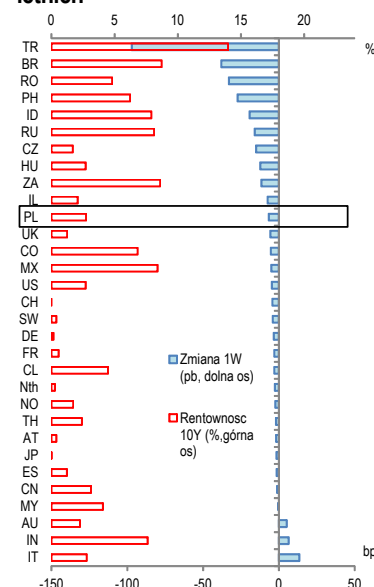
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Wykres 2. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 15.2.2019 r.
Źródło: Reuters.

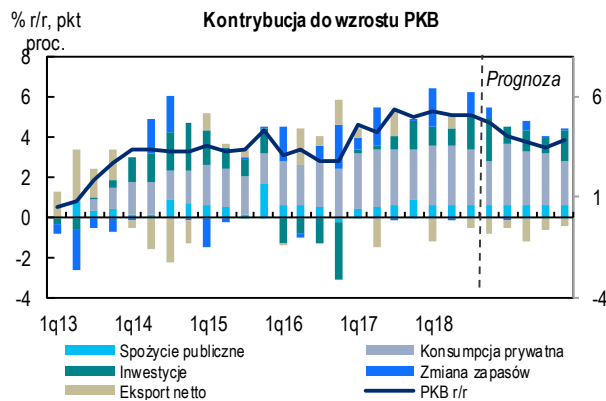
Spis treści

Nr str.

- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

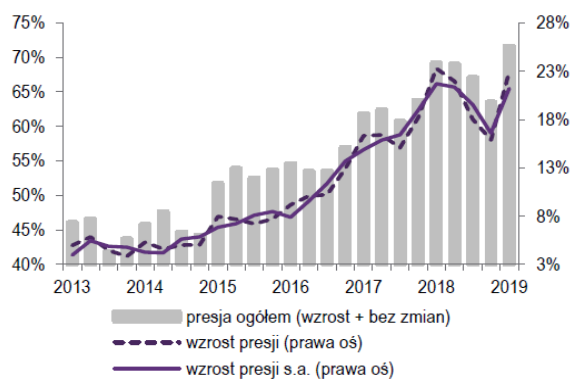
Wykres 4. Wzrost PKB wyhamował do 4,9% r/r w IV kw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

- Według wstępnych szacunków wzrost w IV kwartale wyniósł 4,9% r/r i był nieznacznie wyższy od prognoz (4,8%), a jednocześnie niższy niż 5,1% w III kw. Gospodarka straciła część ze swojego dynamicznego rozpędu o czym świadczy wyhamowanie wzrostu do 0,5% kw/kw.
- Naszym zdaniem wzrost może spowolnić do około 4,1-4,2% w I kwartale oraz 3,8% w całym 2019 roku. Jeżeli doniesienia prasowe o rozluźnieniu fiskalnym (~0,5% PKB) potwierdzą się, wzrost w całym roku może utrzymać się lekko powyżej 4%.

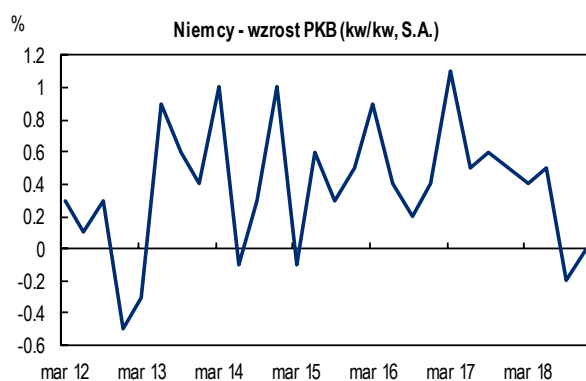
Wykres 5. Odsetek przedsiębiorstw odczuwających presję płacową



Źródło: NBP, Citi Handlowy

- Spodziewamy się, że wzrost wynagrodzeń w styczniu wyniósł około 6,8%, a więc - po przejściowym spowolnieniu - powrócił do dotychczasowego trendu. Wyniki badań ankietowych NBP sugerują, że odsetek firm skarżących się na presję płacową wyraźnie zwiększył się na początku roku.
- W przypadku produkcji przemysłowej spodziewamy się kontynuacji słabych wzrostów (tym razem o 2,6% r/r). Słabe odczyty PMI w Niemczech sugerują, że na odbicie w polskim przetwórstwie trzeba będzie poczekać dłużej.

Wykres 6. Niemcy uniknęły technicznej recesji



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

- Niemiecka gospodarka uniknęła technicznej recesji, jednak nie zmienia to faktu, że wzrost pozostaje słaby. Wskaźniki PMI oraz Ifo sugerują w najlepszym razie stagnację.
- Nasze oczekiwania odbicia w niemieckim PKB opierają się na mieszance kilku czynników – silny popyt krajowy, poprawa w Chinach oraz poprawa nastrojów po rozwianiu niepewności dotyczącej Brexit. Program poluzowania fiskalnego wydaje się również możliwy.
- Oczekujemy, że wzrost PKB w Niemczech przyspieszy do około 0,4% kw/kw w I i II kwartale (wobec 0% w IV kw. 2018 r.).

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
18 lut	PONIEDZIAŁEK						
	USA	Dzień Prezydentów					
19 lut	WTOREK						
10:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	I	2,2	2	2,8
10:00	PL	Płace	% r/r	I	6,8	6,9	6,1
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	II	-11	-18,4	-15
20 lut	ŚRODA						
10:00	PL	PPI	% r/r	I	--	2,1	2,2
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	I	2,6	3,8	2,8
10:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	I	11,7	7,5	12,2
16:00	EUR	Zaufanie konsumentów	pkt	II	-7,5	-8	-7,9
20:00	USA	Minutes FOMC					
21 lut	CZWARTEK						
9:00	HU	Płace	% r/r	XII	--	--	10,4
10:00	EUR	PMI dla usług – wstępny	pkt	II	51,1	51,2	50,8
10:00	EUR	PMI dla przemysłu – wstępny	pkt	II	51	50,5	50,5
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna (realnie)	% r/r	I	6,6	5,5	3,9
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	--	225	239
15:45	USA	PMI dla przemysłu - wstępny	pkt	II	--	54,7	54,9
15:45	USA	PMI dla usług - wstępny	pkt	II	--	54,2	54,2
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	mln	I	5,03	5,03	4,99
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	% m/m	I	--	--	-0,1
22 lut	PIĄTEK						
11:00	EUR	Inflacja HICP	% r/r	I	--	1,4	1,6

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

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	524	546	477	471	526	585	611	698
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,657	1,720	1,799	1,858	1,982	2,111	2,236	2,363
PKB per capita (USD)	13,622	14,200	12,415	11,944	13,696	15,230	15,964	18,232
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	13,4	11,5	9,8	8,2	6,6	5,9	5,8	6,5
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	1,6	3,3	3,8	3,1	4,8	5,1	3,8	3,6
Inwestycje (% r/r)	-1,1	10,0	6,1	-8,2	3,9	7,3	5,4	6,9
Spożycie ogółem (% r/r)	0,8	2,8	2,8	3,5	4,5	4,3	4,1	3,4
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	0,3	2,6	3,0	3,9	4,9	4,5	4,2	3,4
Eksport (% r/r)	6,1	6,7	7,7	8,8	8,2	5,6	4,4	5,2
Import (% r/r)	1,7	10,0	6,6	7,6	8,7	6,3	5,8	5,8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	0,7	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	2,0	2,4
Inflacja CPI (% średnia)	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,7	1,5	2,4
Płace nominalne (% r/r)	2,6	3,7	3,5	3,8	5,9	7,2	7,2	6,5
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	4,47	7,58	7,40	4,90	5,40	7,00	7,90	0,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,71	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 10-letnich	4,34	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	3,05	3,30
USD/PLN (Koniec okresu)	3,01	3,52	3,95	4,19	3,48	3,77	3,55	3,27
USD/PLN (Średnia)	3,16	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,67	3,40
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,15	4,26	4,29	4,40	4,18	4,30	4,29	4,25
EUR/PLN (Średnia)	4,20	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-6,7	-11,4	-2,7	-2,5	0,8	-3,4	-7,0	-8,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-0,6	-1,1	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-0,4	-4,3	2,5	3,2	0,6	-5,2	-10,0	-13,5
Eksport	198,1	210,7	191,1	196,4	222,8	247,4	259,7	297,2
Import	198,5	215,0	188,6	193,1	222,2	252,7	269,7	310,6
Saldo usług	10,1	12,1	12,1	15,4	20,3	24,0	25,7	30,1
Saldo dochodów	-15,8	-18,6	-16,3	-18,7	-20,8	-21,9	-22,5	-25,1
Rezerwy międzynarodowe	99,3	94,1	89,4	109,5	108,0	112,0	119,0	128,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2	-1,4	-0,4	-0,9	-1,3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,6	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	1,1	0,6	0,3
Dług publiczny (Polska metodologia)	53,3	48,1	48,8	51,9	48,5	46,5	44,5	43,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

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 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, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. 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. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. 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. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.