

## CitiWeekly

### Spadek inflacji może być głębszy

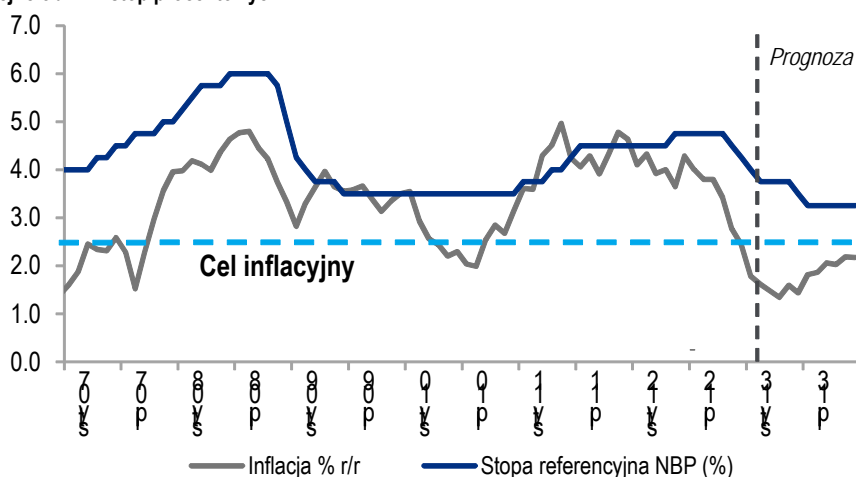
- Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie publikacja danych o inflacji za styczeń. Naszym zdaniem wzrost CPI spowolni do 1,8% r/r i okaże się niższy od rynkowego konsensusu. Dalszy spadek inflacji w kolejnych miesiącach będzie argumentem za kontynuacją obniżek stóp procentowych. Poza tym poznamy także dane o bilansie płatniczym za grudzień, które naszym zdaniem pokażą dosyć wyraźny spadek deficytu obrotów bieżących. Za granicą poznamy dane o PKB w strefie euro, w tym w Niemczech. Dane o sprzedaży detalicznej w USA najprawdopodobniej zaskoczą pozytywnie mimo wciąż negatywnego wpływu klifu fiskalnego na nastroje konsumentów. Z kolei dane o produkcji w USA również mogą pokazać większy od oczekiwań wzrost za sprawą korzystnej warunków pogodowych.
- W minionym tygodniu RPP obniżyła stopy procentowe po raz czwarty z rzędu o 25 pb i utrzymała łagodne nastawienie, ale oficjalny komunikat władz monetarnych był utrzymany w ostrożniejszym niż dotychczas tonie. Rada zasugerowała potrzebę oceny wpływu dotychczasowych obniżek stóp na gospodarkę oraz to, że kolejne decyzje będą uzależnione od napływających danych i wyniku projekcji inflacyjnej. Podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz zakładający, że w marcu stopy pozostaną bez zmian. Spodziewamy się jednak, że w horyzoncie najbliższych miesięcy stopy procentowe zostaną obniżone o kolejne 50 pb.
- EBC utrzymał stopy procentowe bez zmian, ale dostrzegł ryzyka po stronie niższego wzrostu gospodarczego oraz niższej inflacji wynikające z umocnienia euro, co odwróciło trend aprecjacyjny euro na rynkach finansowych. Indeksy aktywności w sektorze usług zostały zrewidowane w górę dla strefy euro.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/§	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
I KW 13	4,22	3,13	5,02	1,35	3,75	0,75	3,83	4,00	1,55	1,80
I KW 14	4,16	3,18	5,14	1,31	3,25	0,25	3,51	4,70	1,25	2,65

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 21.01.2013

Wykres 2. Oczekujemy dalszego spadku inflacji znacznie poniżej celu inflacyjnego, co powinno wspierać kolejne obniżki stóp procentowych.



Źródło: GUS, NBP.

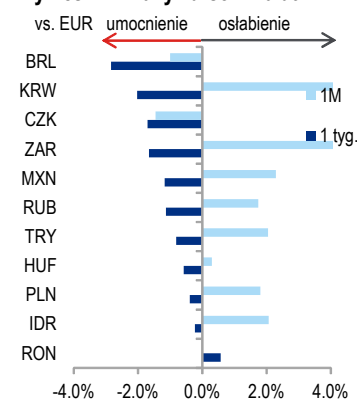
#### Piotr Kalisz, CFA

+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 1.02.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	8/2/13	1 tyg.	1M	YTD	2011
EUR/PLN	4.15	-0.5%	1.8%	1.9%	-8.8%
USD/PLN	3.11	1.5%	-0.5%	0.7%	-10.3%
EUR/USD	1.34	-2.0%	2.3%	1.3%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.75	-25	-25	-50	-25
WBOR 3M	3.82	-12	-23	-31	-86
FRA1x4	3.68	-8	-21	-13	-113
FRA3x6	3.49	0	-4	9	-145
FRA6x9	3.33	12	7	29	-168
FRA9x12	3.25	10	6	33	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1666.9	0.0%	0.6%	-0.4%	7.0%
Ropa	120.1	1.1%	5.0%	10.0%	10.0%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2495.4	-0.2%	-2.8%	-3.4%	20.4%
S&P	1517.9	0.3%	3.9%	6.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.61	-7	13	30	-52
10Y Treasuries	1.95	-7	9	19	-12
Rentowność 2Y	3.39	13	20	24	-171
Rentowność 5Y	3.56	15	17	34	-211
Rentowność 10Y	3.99	9	18	25	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	91.2	2	15	12	-199

#### Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

## Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
<b>11 lut</b>		<b>PONIEDZIAŁEK</b>					
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
<b>12 lut</b>		<b>WTOREK</b>					
	EMU	Spotkanie Ecofinu					
<b>14:00</b>	PL	<b>Deficyt obrotów bieżących</b>	<b>mIn EUR</b>	<b>XII</b>	<b>-833.6</b>	<b>-851.0</b>	<b>-1490.0</b>
<b>14:00</b>	PL	<b>Eksport</b>	<b>mIn EUR</b>	<b>XII</b>	<b>11179</b>	<b>10884</b>	<b>13023</b>
<b>14:00</b>	PL	<b>Import</b>	<b>mIn EUR</b>	<b>XII</b>	<b>11753</b>	<b>11470</b>	<b>13417</b>
<b>13 lut</b>		<b>ŚRODA</b>				<b>4.0</b>	
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII	-2.4	-2.3	-3.7
<b>12:00</b>	PL	<b>Aukcja obligacji</b>					
<b>14:00</b>	PL	<b>Podaż pieniądza</b>	<b>% r/r</b>	<b>I</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>
14:30	USA	Ceny importu	%	I	<b>0.6</b>	0.8	-0.1
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	<b>0.2</b>	0.1	0.5
<b>14 lut</b>		<b>CZWARTEK</b>					
00:50	JP	PKB	% kw/kw	IV kw.		0.1	-0.9
08:00	DE	Wstępny PKB	% kw/kw	IV kw.	-0.5	0.5	0.4
11:00	EMU	Wstępny PKB	% kw/kw	IV kw.	-0.6		-0.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	360.0	360.0	366.0
<b>15 lut</b>		<b>PIĄTEK</b>					
<b>14:00</b>	PL	<b>CPI</b>	<b>% r/r</b>	<b>I</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>
14:30	USA	Indeks NY Empire State	pkt	II		-2.0	-7.8
15:00	USA	Napływ kapitału netto	mld \$	XII			52.3
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0.4	0.2	0.3
15:15	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	II	75.0	74.6	73.8

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

## Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy spadku inflacji do 1,8% r/r w grudniu ...

... i do 1,3% w kwietniu...

... z ryzykiem w dół dla prognozowanej ścieżki

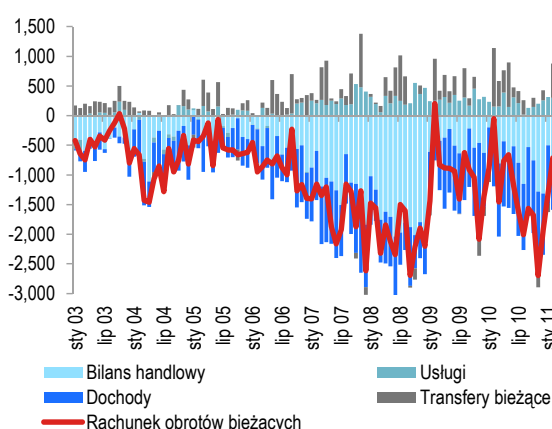
Prognozujemy spadek inflacji w styczniu do 1,8% r/r z 2,4% w grudniu oraz oczekujemy kontynuacji spadkowego trendu inflacji w kolejnych miesiącach i zwiększenia odchylenia CPI poniżej celu inflacyjnego. Ponadto dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej ścieżki inflacji w bazowym scenariuszu. Trend dezinflacji jest wynikiem zarówno słabego popytu krajowego jak również czynników niebazowych jak niższe ceny gazu oraz paliw oraz wolniejszy wzrost cen żywności. Nasze prognozy również sygnalizują dalszy spadek inflacji w kolejnych miesiącach do 1,3% r/r w kwietniu, tj. poniżej dolnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego (2,5% +/- 1pkt proc.). Rewizja koszyka inflacyjnego mogłaby obniżyć styczniową inflację o ok. 0,1-0,2 pkt proc., co zwiększyłoby szanse na niższą od oczekiwań ścieżkę inflacji w II kwartale 2013 r.

Spodziewamy się spadku deficytu obrotów bieżących do 0,8 mld € ...

... za sprawą napływu środków z UE

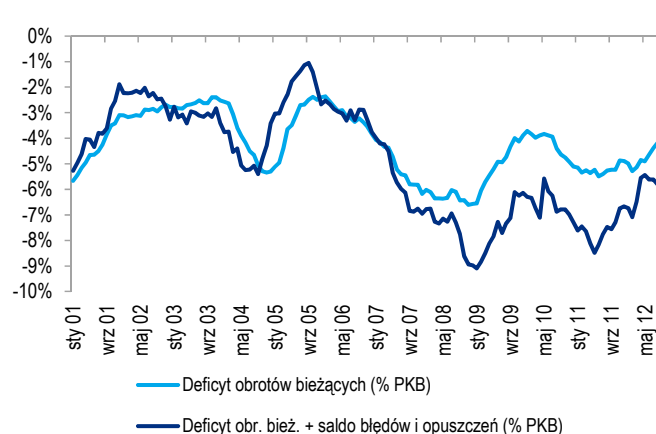
Oczekujemy zmniejszenia deficytu obrotów bieżących w grudniu do ok. 0,8 mld € po znacznym wzroście deficytu obrotów bieżących w listopadzie do 1,5 mld €. Sądzymy, że oczekiwana przez nas poprawa była wynikiem przede wszystkim większego napływu funduszy strukturalnych i funduszy spójności z UE oraz nieco mniejszego odpływu z tytułu dywidend. Oczekujemy dalszego spowolnienia wzrostu eksportu (do 4,8% r/r z 7,8% w listopadzie) zgodnie z rozczarującymi danymi o produkcji przemysłowej za grudzień (spadek o 10,6% r/r). Jednak jednocześnie powinien temu towarzyszyć spadek importu w ujęciu rocznym (-0,4% r/r wobec 4,4% w listopadzie), z związku z tym że popyt na import jest pod wpływem załamania konsumpcji oraz słabych inwestycji.

Wykres 3. Prognozy inflacji oraz stopy referencyjnej



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt obrotów bieżących



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

## Miniony Tydzień

RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb

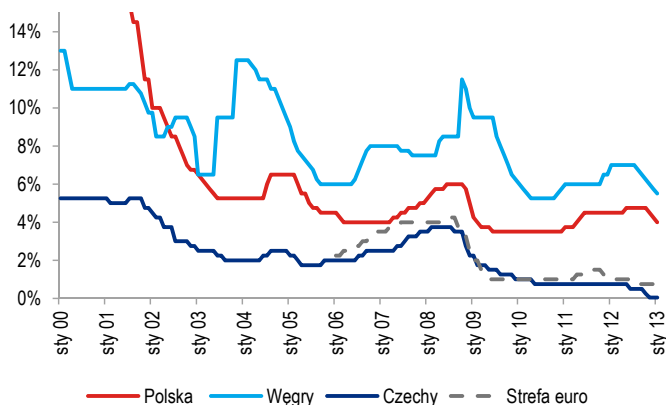
Choć Rada utrzymała nastawienie łagodne ton komunikatu zmienił się na znacznie mniej gołęb

Kolejne decyzje będą zależeć od danych

Bez wątpienia najważniejszym wydarzeniem minionego tygodnia w kraju było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Zgodnie z oczekiwaniami RPP obniżyła stopy procentowe o 25pb, a stopa referencyjna osiągnęła 3,75%. Była to już czwarta z rzędu obniżka, dzięki czemu stopa referencyjna zbliżyła się do historycznego minimum (3,5%). Choć stopy procentowe spadły, komunikat władz monetarnych był utrzymany w ostrożniejszym niż dotychczas tonie. W szczególności usunięto z niego zdanie stwierdzające, że „Rada nie wyklucza dalszego złagodzenia polityki pieniężnej”, które wcześniej praktycznie zapowiadało cięcie stóp na kolejnym posiedzeniu.

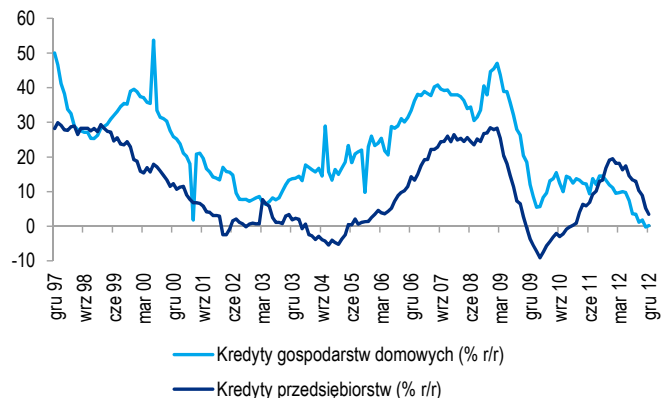
Niemniej podczas konferencji prasowej prezes Belka stwierdził, że Rada na razie nie zrezygnowała z łagodnego nastawienia w polityce monetarnej. W jego ocenie RPP nie może po obniżeniu stóp o 100 pb bezrefleksyjnie i automatycznie kontynuować cyklu łagodzenia polityki monetarnej na każdym posiedzeniu. Zamiast tego Rada powinna spróbować ocenić wpływ dotychczasowych obniżek, a kolejne decyzje zapewne będą uzależnione od napływających danych i wyniku projekcji inflacyjnej.

Wykres 3. Kontrybucja do wzrostu PKB



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (% r/r)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

W marcu Rada może utrzymać stopy bez zmian

**Co powyższe komentarze oznaczają dla stóp procentowych?** Choć w naszej ocenie głębsze obniżki stóp procentowych byłyby mile widzianym wsparciem dla gospodarki, lutowy komunikat RPP sugeruje, że większość w Radzie nie podziela naszej oceny. Dlatego pomimo perspektyw słabego wzrostu oraz niskiej inflacji, podtrzymujemy nasz dotychczasowy scenariusz zakładający, że w marcu stopy pozostaną bez zmian. Spodziewamy się jednak, że w horyzoncie najbliższych miesięcy stopa referencyjna ostatecznie spadnie o dodatkowe 50 pb do poziomu 3,25%. O tempie obniżek zdecydują jednak między innymi napływające dane makroekonomiczne.

Projekcja NBP może pokazać niższą ścieżkę inflacji, ale wyższą PKB

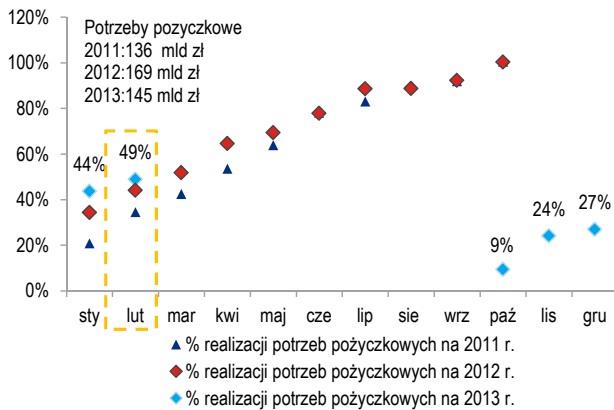
**Czy wynik nowej projekcji stóp może być argumentem za obniżkami?** Ostatnia projekcja, która ukazała się w listopadzie ubiegłego roku zakładała, że wzrost gospodarczy w 4Q 2013 sięgnie około 1,7%. Od momentu jej publikacji punkt startowy dla PKB został nieco obniżony przez słabsze dane o PKB w 2012 roku, jednak z kolei obniżka stóp procentowych o 100 pb dokonana w ostatnich miesiącach powinna dodać do wzrostu 0,4 punktu procentowego. Tym samym efekt niższego punktu startowego powinien być z nawiązką skompensowany przez luźniejszą politykę pieniężną. Co do inflacji, projekcja najprawdopodobniej pokaże niższą ścieżkę w 2013 roku, podczas gdy oczekiwania na 2014 zapewne zostaną skorygowane w górę. Podsumowując, marcowa projekcja zapewne pozostawi pewną przestrzeń dla dalszych obniżek stóp procentowych, choć będzie ona mniejsza i mniej oczywista niż miało to miejsce w listopadzie, gdy poprzedni Raport o Inflacji został opublikowany..

Ankieta NBP wskazuje na zacieśnienie dalsze warunków kredytowych przez banki

**Wyniki najnowszej przeprowadzonej wśród banków ankiety NBP o Sytuacji na rynku kredytowym pokazały zacieśnienie warunków kredytowych dla przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych.** Taka sytuacja miała miejsce w IV kw., ale dotyczy także oczekiwań na I kwartał zwłaszcza w przypadku kredytów mieszkaniowych, pożyczek dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz kredytów długoterminowych dla dużych przedsiębiorstw. Jest to odpowiedź na bardziej pesymistyczne prognozy wzrostu gospodarczego oraz rosnące ryzyko kredytowe w wybranych sektorach. Wyniki ankiety stwarzają ryzyko w dół dla naszego szacunku wzrostu PKB w I kw. na poziomie 0,5% r/r. Z kolei stosunkowo restrykcyjna polityka fiskalna, zacieśniania warunków kredytowych, relatywnie mocny

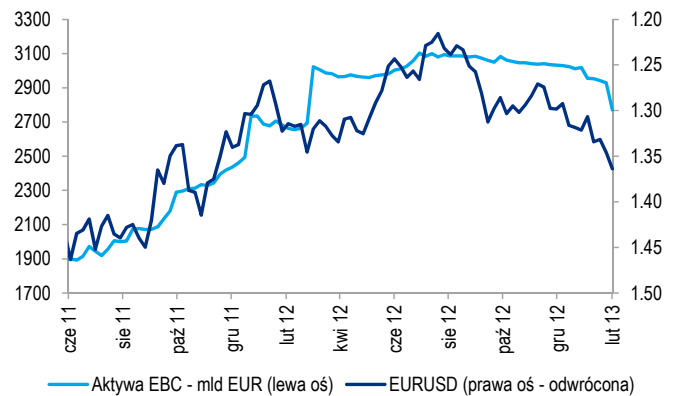
złoty i relatywnie wysokie realny stopy procentowe wspierają scenariusz dalszego łagodzenia polityki pieniężnej.

**Wykres 3. Szacunkowa realizacja potrzeb pożyczkowych w Polsce**



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunek Citi Handlowy.

**Wykres 4. Aktywa EBC vs. kurs EUR/USD**

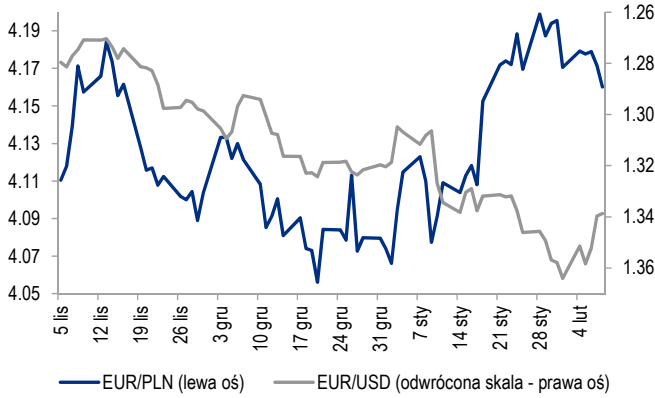


Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy.

**EBC utrzymał stopy bez zmian, ale złagodził ton komunikatu, dostrzegając ryzyko dla wzrostu i inflacji z powodu mocnego euro**

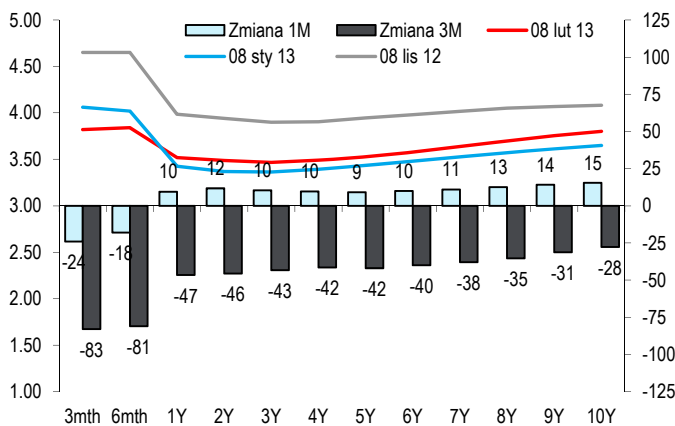
**EBC pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa refinansowa: 0,75%).** EBC nie zmienił prognoz inflacji ani PKB i oczekuje niewielkiego ożywienia gospodarczego w dalszej części roku. Jednak według EBC wzrosło ryzyko w dół dla wyniku eksportu oraz dla inflacji w związku z umocnieniem euro. EBC oceniło spłaty pożyczek LTRO przez banki jako przejaw poprawy zaufania na rynkach finansowych, ale prezes M. Draghi nie obawia się, że mogły by one doprowadzić do wzrostu stóp rynkowych, gdyż nadpłynność na rynkach wciąż jest bardzo duża (powyżej 200 mld €). Jednak jednocześnie komunikat zawierał sformułowanie, że EBC będzie monitorował sytuację na rynku pieniężnym i jej wpływ na politykę pieniężną. Zgodnie z oczekiwaniami Citi EBC zasignalizowała, że nie chciałaby przedwczesnego zacieśnienia warunków monetarnych. Ekonomści Citi wciąż oczekują obniżki stóp procentowych o 25 pb w II kwartale oraz jeszcze jednej w II połowie roku.

Wykres 5. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



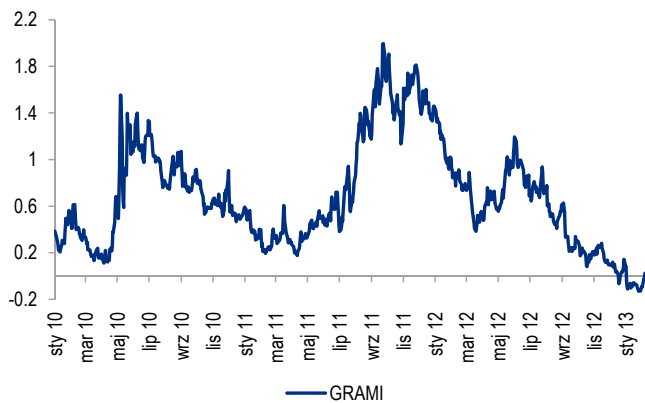
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 7. Krzywa swap



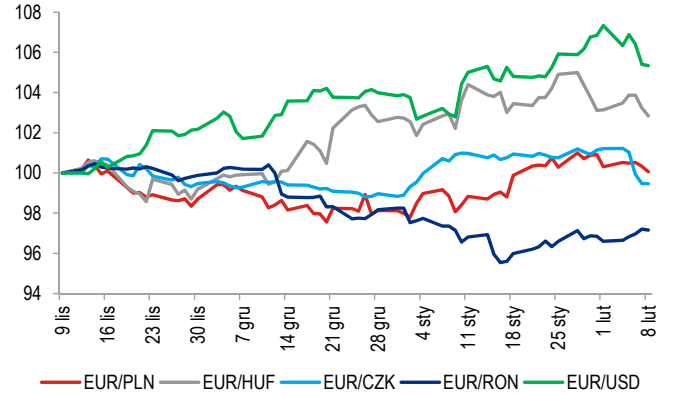
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



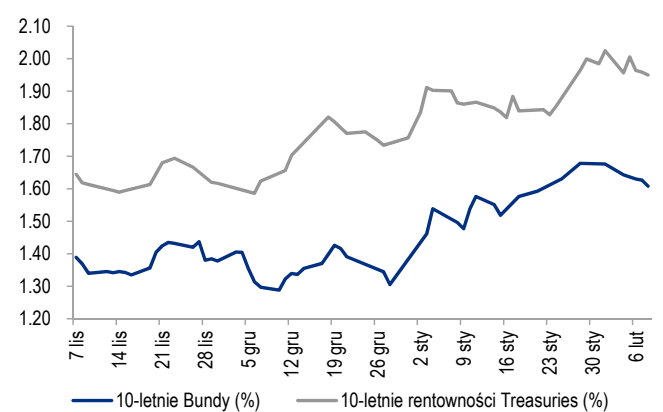
Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 6. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



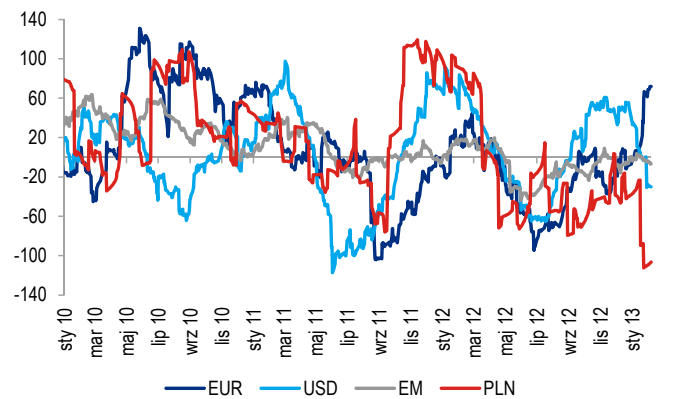
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI - Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

## Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 5. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
<b>Najważniejsze wskaźniki</b>								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	495	526	573
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,612	1,676	1,768
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,209	13,362	12,854	13,640	14,871
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	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
<b>Aktywność ekonomiczna</b>								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	-1.1	-3.1	2.7
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.7	1.1	3.0
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.9	1.1	3.1
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.5	2.2	8.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	-0.1	9.0
<b>Ceny, pieniądź i kredyt</b>								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	2.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	2.1	2.4
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	1.8	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.25	3.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.47	3.97
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	4.55	5.00
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.21	3.02
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.18	3.12
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	3.92
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.23	4.08
<b>Bilans płatniczy (mld USD)</b>								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-21.9	-22.1	-16.5	-15.6	-20.5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-4.7	-4.3	-3.3	-3.0	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-5.5	-1.4	-3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	166.3	193.4	188.7	207.2	216.0
Import	162.4	204.7	146.4	178.1	207.5	194.2	208.7	219.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	6.0	6.4	7.7	8.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-17.0	-20.1	-21.6	-25.6	-28.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	3.6	9.1	4.2	8.0	10.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	94.0	102.0	106.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3
<b>Finanse publiczne (% PKB)</b>								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.5	-3.5	-2.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-0.8	-0.8	-0.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.5	52.3	52.6	51.3
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.6	36.5	36.0	35.8

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](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto: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.*