

CitiWeekly

Inflacja może zaskoczyć w dół, a PKB w górę

- W tym tygodniu GUS opublikuje wstępne dane o PKB za IV kw. ubiegłego roku. Oczekujemy, że gospodarka wzrosła o 3% r/r, przyspieszając wyraźnie i nieco bardziej niż zakłada rynek z 1,9% r/r w III kwartale. Ponadto poznamy też dane o inflacji za styczeń. Według naszych szacunków tempo wzrostu cen konsumpcyjnych utrzymało się na grudniowym poziomie 0,7% r/r, a nasza prognoza jest poniżej konsensusu rynkowego. Z kolei dane o bilansie płatniczym pokażą naszym zdaniem większy niż wskazuje mediana prognoz rynkowych wzrost deficytu obrotów bieżących, głównie za sprawą sezonowego przyspieszenia importu.
- W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy bez zmian, oszczędzając tym samym rynek finansowy niespodzianek. Prezes banku centralnego wyraźnie zasygnalizował, że NBP nie zamierza pochopnie reagować na wyprzedaż na rynkach finansowych. W bazowym scenariuszu biorąc pod uwagę przyspieszających wzrost PKB i stopniowy wzrost inflacji wciąż spodziewamy się, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi w tym roku, ale nie wcześniej niż we wrześniu bieżącego roku i oczekujemy, że do końca 2014 stopa referencyjna może wzrosnąć z 2,5% do 2,75-3,00%, a w 2014 roku do 4%.
- Na pierwszej aukcji po wprowadzeniu zmian w systemie emerytalnym i eliminacji OFE z rynku długu skarbowego Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku 4,8 mld zł obligacji i zrealizowało tym samym ok. 56% potrzeb pożyczkowych. Po aukcji w tym tygodniu stopień realizacji potrzeb może wzrosnąć do ok. 60%.
- Zgodnie z oczekiwaniami Citi EBC nie zmienił parametrów polityki pieniężnej, co rozczarowało część inwestorów oczekujących ich dalszego złagodzenia. Jednak ton EBC był dosyć gołębi, w związku z czym analitycy Citi spodziewają się obecnie obniżki stóp procentowych o ok. 15 pb już w marcu. Poza tym w ubiegłym tygodniu drugi raz z rzędu rozczarowały dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA. Jednak ekonomiści Citi nie spodziewają się aby to wpłynęło na proces redukcji skupu aktywów przez Fed.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

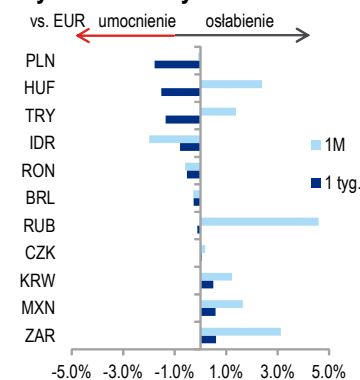
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



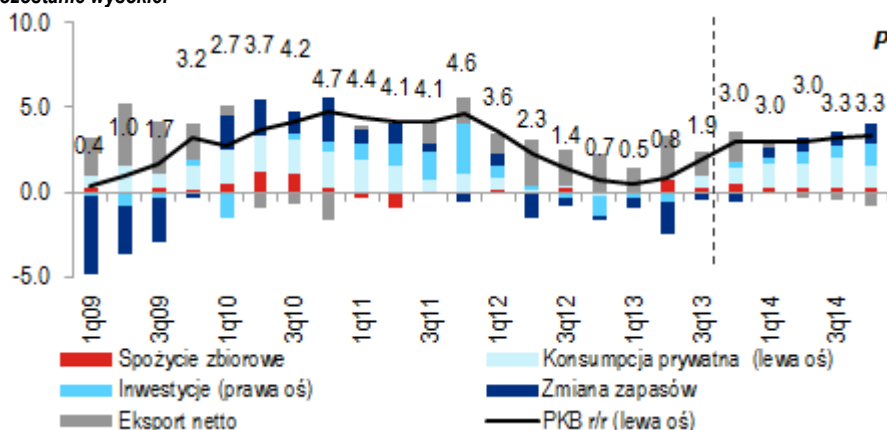
Według stanu na dzień 7.2.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
I KW 13	4,10	2,99	5,13	1,37	2,50	0,25	2,66	4,50	1,75	2,85
IV KW 14	4,05	2,89	5,06	1,40	3,00	0,00	3,52	4,80	1,80	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.1.2014 r.

Wykres 2. Sądymy, że PKB wzrósł w IV kwartale o 3% i naszym zdaniem tempo wzrostu gospodarczego pozostanie wysokie.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

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
10 lut PONIEDZIAŁEK							
09:30	EMU	Indeks nastrojów Sentix	pkt	II		10.7	11.9
11 lut WTOREK							
16:00	USA	Zapasy hurtowe	%	XII		0.5	0.5
16:00	USA	Wystąpienie J. Yellen przed Komitetem Usług Finansowych					
12 lut ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	XII	-0.4	-0.3	1.8
14:00	PL	Deficyt obrotów bieżących	mld EUR	XII	1764	1279	984
14:00	PL	Eksport	mld EUR	XII	11751	11550	13594
14:00	PL	Import	mld EUR	XII	12619	12091	13587
13 lut CZWARTEK							
	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	330	330	331
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	I	-0.1	0.0	0.2
16:30	USA	Wystąpienie J. Yellen przed Senackim Komitetem Bankowym					
14 lut PIĄTEK							
08:00	DE	Wstępny PKB	% r/r	IV kw	1.3	1.3	1.1
10:00	PL	Wstępny PKB	% r/r	IV kw	3.0	2.9	1.9
11:00	EMU	Wstępny PKB	% r/r	IV kw	0.5	0.4	-0.3
14:00	PL	CPI	% r/r	I	0.7	0.9	0.7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	I	0.4	0.3	0.3
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	II	79.0	80.4	81.2

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

Zapowiedź tygodnia

PKB

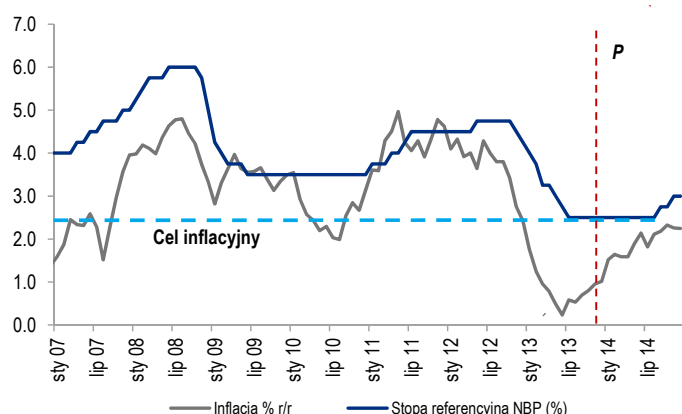
W tym tygodniu GUS opublikuje wstępne dane o PKB za IV kw. ubiegłego roku. Oczekujemy, że gospodarka wzrosła o 3% r/r, przyspieszając wyraźnie do 1,9% r/r w III kwartale. Szczegółowe rozbitcie danych o PKB zostanie opublikowane w ciągu trzech tygodni, ale zgodnie z naszymi szacunkami w IV kwartale doszło do wyraźnego wzrostu konsumpcji prywatnej i umiarkowanej poprawy w inwestycjach. Jednak biorąc pod uwagę dostępne dane sądzimy, że eksport netto pozostał głównym czynnikiem wzrostu.

CPI

Styczeń był prawdopodobnie kolejnym miesiącem, gdy inflacja utrzymała się na niskim poziomie – według naszych szacunków wzrost

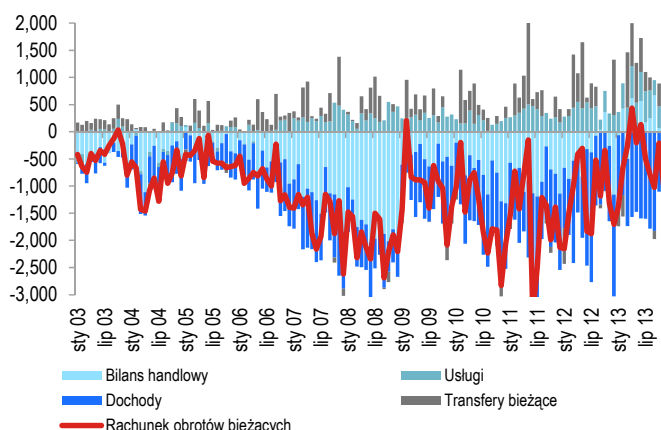
CPI ustabilizował się na poziomie 0,7% r/r i w związku z tym był niższy niż konsensus wynoszący 0,9%. Dwa czynniki, które mają istotny wpływ na nasze prognozy to obniżki cen energii elektrycznej (uwzględniające obniżki cen energii i wzrost opłat za dystrybucję) jak również stosunkowo niski wzrost cen żywności. Oczekujemy, że inflacja wzrośnie w kolejnych miesiącach, ale ten proces będzie bardzo stopniowy i według naszych prognoz wzrost CPI przekroczy poziom 2% dopiero pod koniec roku. Biorąc pod uwagę dynamikę popytu krajowego sądzymy, że presja popytowa zacznie wywierać presję na inflację netto w większym stopniu dopiero w 2015 r.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: NBP, prognoza Citi Handlowy.

Deficyt obrotów bieżących

W grudniu deficyt obrotów bieżących prawdopodobnie powiększył się do 1,8 mld € z ok. 1 mld € w listopadzie. Wzrost deficytu obrotów bieżących wynikał głównie z efektu sezonowego i pogorszenia salda handlowego za sprawą przyspieszenia importu. Naszym zdaniem, poprawa popytu krajowego będzie prowadzić do stopniowego pogorszenia bilansu handlowego i bilansu obrotów bieżących w najbliższych miesiącach, ale całkowity deficyt powinien zostać pod kontrolą za sprawą słabego złotego i wzmocnienia niemieckiej gospodarki.

Miniony tydzień

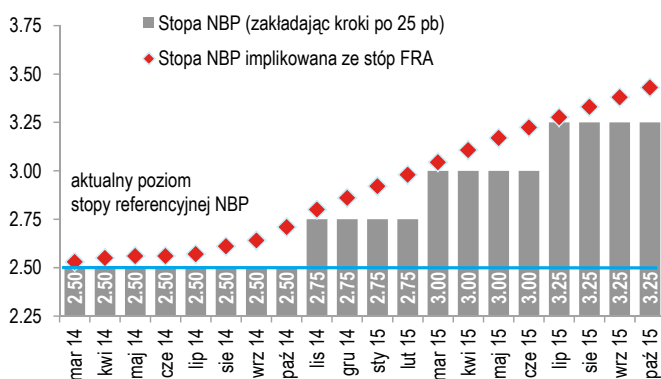
RPP

W minionym tygodniu Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny pozostawiła stopy bez zmian (stopa referencyjna: 2,50%), oszczędzając tym samym rynkom finansowym niespodzianek. Co więcej, w komunikacie podtrzymano kluczowe zdanie zapowiadające stabilizację stóp przynajmniej do końca czerwca. W porównaniu z poprzednim miesiącem komunikat RPP zawierał tylko nieco bardziej optymistyczne wzmianki dotyczące ożywienia na rynku pracy oraz ożywienia akcji kredytowej. Poza tymi dwoma niewielkimi modyfikacjami komunikat został praktycznie niezmienny, co zresztą podkreślił sam prezes Belka.

Podczas sesji pytań po decyzji RPP prezes banku centralnego wyraźnie zasygnalizował, że NBP nie zamierza pochopnie reagować

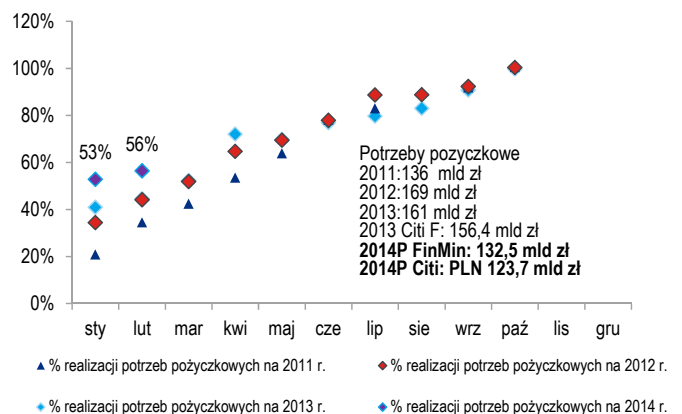
na wyprzedz na rynkach finansowych. Ten komentarz utwierdza nas w przekonaniu, że NBP mógłby zdecydować się na interwencje walutowe tylko w sytuacji znacznej zmienności na rynku walutowym i relatywnie głębszego osłabienia złotego niż innych walut regionu. Motywem przewodnim konferencji prasowej RPP było umiarkowane tempo ożywienia w kraju i związana z tym strategia RPP polegająca na unikaniu gwałtownych zmian w polityce pieniężnej. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach stopy procentowe pozostaną bez zmian, a RPP będzie tylko stopniowo zmieniać swoją retorykę. Pierwszej podwyżki stóp procentowych spodziewamy się nie wcześniej niż we wrześniu bieżącego roku i oczekujemy, że do końca 2014 stopa referencyjna może wzrosnąć z 2,5% do 2,75-3,00%, a w 2014 roku do 4%.

Wykres 5. Stopa referencyjna implikowana ze stawek FRA



Źródło: GUS, Citi prognoza Handlowy.

Wykres 6. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunek Citi Handlowy.

Realizacja potrzeb pożyczkowych

Na pierwszej aukcji po wprowadzeniu zmian w systemie emerytalnym i eliminacji OFE z rynku długu skarbowego Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku 4,8 mld zł obligacji. Na aukcji podstawowej resort finansów sprzedał ok. 4,0 mld zł obligacji, a ponieważ współczynnik popytu-do-sprzedazy przekroczył 2 Ministerstwo Finansów zdecydowało się zorganizować przetarg uzupełniający, na którym sprzedano obligacje za ok. 800 mln zł. W sumie MinFin sprzedał ok. 1,4 mld zł 2-letnich obligacji zerokuponowych OK0716 oraz 3,4 mld zł obligacji zmiennokuponowych WZ0119. Biorąc pod uwagę, że inwestorzy zagraniczni zwykle preferują obligacje stałokuponowe i o dłuższym terminie zapadalności prawdopodobnie większość emisji trafiła do inwestorów krajowych. Według naszych szacunków po ubiegłotygodniowej aukcji resort finansów sfinansował ok. 56-57% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Wciąż spodziewamy się, że resort finansów będzie kontynuował dosyć intensywną emisję obligacji próbując sfinansować najprawdopodobniej 100% potrzeb do lipca-sierpnia z uwagi na kumulację zapadalności obligacji (90% całorocznych zapadalności przypada na okres do końca lipca) oraz potrzeb pożyczkowych netto w I połowie roku. Szacujemy, że do końca kwietnia resort finansów będzie chciał wyemitować kolejne 30 mld zł obligacji, przy czym spora część z tej kwoty będzie najprawdopodobniej pozyskana na przetargu 23 kwietnia, gdyż inwestorzy otrzymają wówczas ok. 19 mld zł z obligacji PS0414 oraz ok. 5

mld zł z płatności kuponowych. Sądzymy, że w drugiej połowie roku podaż obligacji może być mniejsza.

EBC wstrzymał się z decyzjami

Zgodnie z oczekiwaniami Citi EBC nie zmienił stóp procentowych na lutowym posiedzeniu. Jednak rozczarował nadzieje rynku na jakąkolwiek formę złagodzenia polityki pieniężnej i komunikacji. To doprowadziło do umocnienia euro wobec dolara. Z drugiej strony jednak prezes M. Draghi pozostawił drzwi otwarte do działania w marcu i nieco wzmocnił *forward guidance* dodając, że EBC jest „mocno” zdeterminowany do utrzymania wysoce akomodacyjnej polityki pieniężnej. Prezes Draghi powiedział, że w marcu EBC będzie dysponował większym zestawem informacji, w tym nową rozszerzoną projekcją PKB i inflacji oraz będzie wiedział więcej na temat sytuacji na rynkach wschodzących. Obecnie analitycy Citi spodziewają się wcześniejszej niż dotychczas obniżki stóp procentowych, tj. w marcu, o 15 pb i wciąż oczekują obniżenia stopy depozytowej do -10 pb w II kwartale. Jednak gdyby inflacja zaskoczyła w dół, a zawirowania na rynkach wschodzących przybrały na sile wówczas EBC mógłby obniżyć stopę depozytową poniżej zera już w marcu. Z drugiej strony wyższa inflacja i mocniejsze dane o aktywności kredytowej mogłyby nieco opóźnić działania ze strony EBC.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	581
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,630	1,707
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,384	15,103
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	12.4	12.5	13.4	13.4	13.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.5	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.6	6.7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.7	2.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.4
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M. (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.40	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.42	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.95
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.05
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-9.4	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.8	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.3	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	205.9	233.4
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.6	231.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.7	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-23.6	-27.9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.2	5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.5	46.9
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.3	30.0

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

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.