12 listopada 2013 □ 7 stron

CitiWeekly

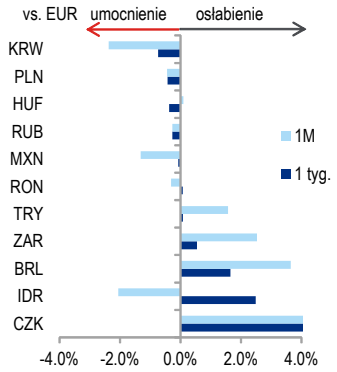
Czy inflacja ponownie spadnie?

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

- Spośród publikowanych w tym tygodniu danych na największą uwagę zasługuje inflacja oraz PKB. Oczekujemy, że w październiku doszło do głębszego niż zakłada konsensus spadku wskaźnika CPI - najprawdopodobniej do poziomu 0,9% r/r. W przypadku PKB, spodziewamy się wzrostu o 1,8% r/r w III kwartale, wobec 0,8% r/r trzy miesiące wcześniej.
- W minionym tygodniu RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, ale zdecydowała się na wydłużenie deklarowanego okresu stabilnych stóp do końca czerwca 2014. Ponieważ nasze prognozy wzrostu PKB są wyższe od konsensusu rynkowego, spodziewamy się, że do pierwszych podwyżek stóp może dojść w lipcu (ewentualnie sierpniu) 2014.
- Opublikowane w listopadzie prognozy Komisji Europejskiej wpisują się w scenariusz ożywienia gospodarczego, choć naszym zdaniem te przewidywania i tak są zbyt konserwatywne.
- Największym zaskoczeniem ostatnich dni okazała się decyzja Europejskiego Banku Centralnego, który postanowił obniżyć podstawową stopę o 25pb do poziomu 0,25%. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach stopy pozostaną bez zmian, a pierwszych podwyżek stóp można spodziewać się najwcześniej około IV kwartału 2016 roku lub później.
- Oprócz EBC, najsilniejszą reakcję rynkową wywołały dane z amerykańskiego rynku pracy, które pokazały wyraźny przyrost liczby etatów w sektorze pozarolniczym. Trudno jednak ocenić wiarygodność tych danych ze względu na zaburzenia związane z okresowym ograniczeniem aktywności rządu USA (*shutdown*) w październiku br.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



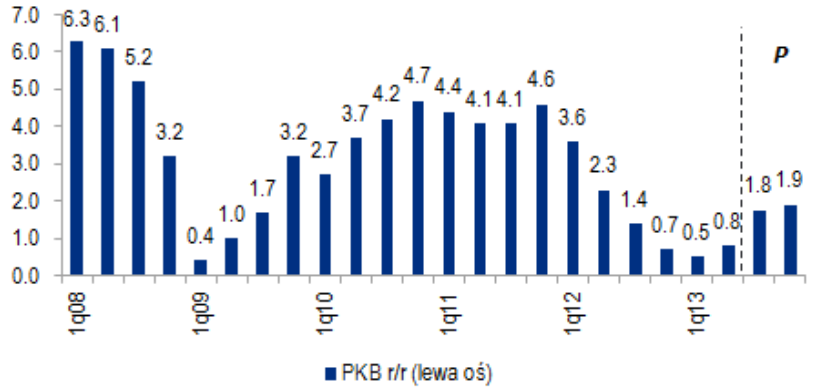
Według stanu na dzień 31.10.2013

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,00	4,99	1,38	2,50	0,25	2,67	1,80	2,56
IV KW 14	4,06	2,90	5,01	1,40	3,25	0,25	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 23.10.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB w III kw. do 1,8% r/r.



Źródło: GUS, Citi Research

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	7/11/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.20	0.3%	0.0%	3.1%	-8.8%
USD/PLN	3.13	1.4%	1.1%	1.3%	-10.3%
EUR/USD	1.34	-1.2%	-1.1%	1.7%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.66	0	-2	-147	-86
FRA1x4	2.65	-1	-2	-116	-113
FRA3x6	2.64	-4	-8	-76	-145
FRA6x9	2.66	-5	-14	-38	-168
FRA9x12	2.73	-6	-20	-19	-168
	$	%	%	%	%
Złoto	1307.6	-1.2%	-0.8%	-21.9%	7.0%
Ropa	103.1	-4.3%	-8.0%	-5.6%	-3.0%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2527.7	-0.1%	6.5%	-2.1%	20.4%
S&P	1747.2	-0.5%	5.5%	22.5%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.69	1	-13	38	-52
10Y Treasuries	2.60	5	-4	85	-12

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
12 lis		**WTOREK**					
14:30	**PL**	**Bilans obrotów bieżących**	**mln EUR**	**IX**	**-831.7**	**-822.9**	**-719.0**
14:30	**PL**	**Eksport**	**mln EUR**	**IX**	**13974.8**	**13719.0**	**13975.0**
14:30	**PL**	**Import**	**mln EUR**	**IX**	**13327.8**	**13266.0**	**13328.0**
13 lis		**ŚRODA**					
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	-0.4		1.0
12:00	**PL**	**Odkup obligacji 100 mln USD**					
14 lis		**CZWARTEK**					
10:00	**PL**	**PKB**	**% r/r**	**X**	**1.8**	**1.7**	**0.8**
11:00	EUR	Wstępny PKB	%	III kw.	-0.2		-0.5
14:30	**PL**	**CPI**	**% r/r**	**X**	**0.9**	**1.0**	**1.0**
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	350	330	336
14:30	USA	Bilans handlowy	mld $	IX	-40.0	-39.0	-38.8
	EUR	Spotkanie Eurogrupy					
15 lis		**PIĄTEK**					
	EUR	Spotkanie Ecofinu					
11:00	EUR	Finalny HICP	% r/r	X	0.7		1.1
14:30	USA	Indeks Empire State	%	XI		5.0	1.5
14:30	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	X	0.1	0.2	0.6

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

Zapowiedź tygodnia

Bilans płatniczy

Spodziewamy się wzrostu deficytu w rachunku obrotów bieżących do 0,83 mld euro we wrześniu z 0,72 mld w sierpniu. Bilans handlowy prawdopodobnie pozostał w nadwyżce, która mogła powiększyć się nawet do 0,65 mld euro. Niemniej ta poprawa została w pełni skompensowana przez pogorszenie salda transferów bieżących z powodu mniejszego napływu funduszy unijnych. Naszym zdaniem we wrześniu odnotowano przyspieszenie eksportu, o czym świadczą opublikowane już dane o produkcji przemysłowej oraz wskaźniku PMI i indeksie nowych zamówień eksportowych.

PKB

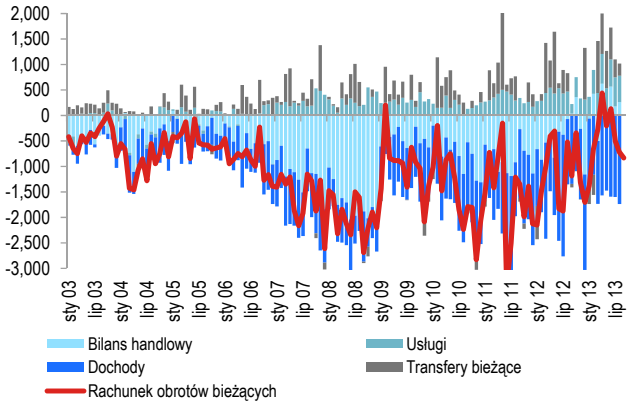
W tym tygodniu GUS opublikuje wstępne, cząstkowe dane o wzroście gospodarczym w III kwartale. Oczekujemy, że wzrost PKB sięgnął 1,8% r/r w III kw., wobec zaledwie 0,8% w II kwartale. Ta prognoza jest spójna z już opublikowanymi wcześniej miesięcznymi danymi, które wskazują na wyraźne przyspieszenie produkcji przemysłowej, produkcji budowlanej oraz

sprzedaży detalicznej. Chociaż wstępne dane nie będą zawierały szczegółowego rozbicia na poszczególne komponenty, naszym zdaniem przyspieszenie PKB było związane z poprawą w popycie krajowym, częściowo dzięki silniejszemu wzrostowi konsumpcji indywidualnej.

CPI

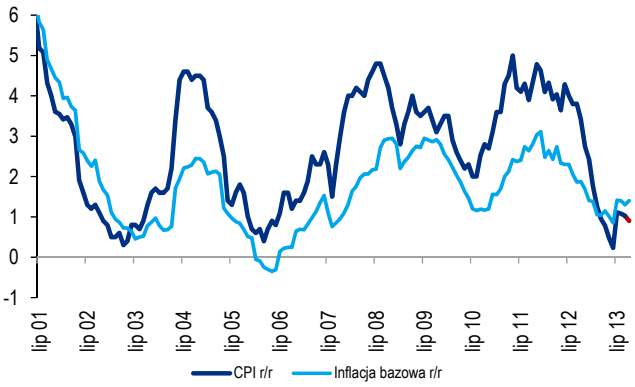
Według naszych szacunków inflacja CPI ponownie obniżyła się w październiku, tym razem do poziomu 0,9% r/r, wobec 1% we wrześniu. Nasza prognoza jest nieco niższa niż konsensus według ankiety agencji Bloomberg (1%), a nasze relatywnie niskie szacunki odzwierciedlają – oprócz spadających cen paliw – również niższą niż wcześniej oczekiwaliśmy dynamikę cen żywności. Popytowa presja inflacyjna wciąż nie wydaje się najmniejszym problemem i oczekujemy, że inflacja bazowa po wyeliminowaniu cen żywności oraz energii prawdopodobnie wyniosła w październiku 1,4% r/r.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących (mln EUR)



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Inflacja i inflacja netto (% r/r)



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

RPP pozostawi stopy procentowe na niskim poziomie na dłużej

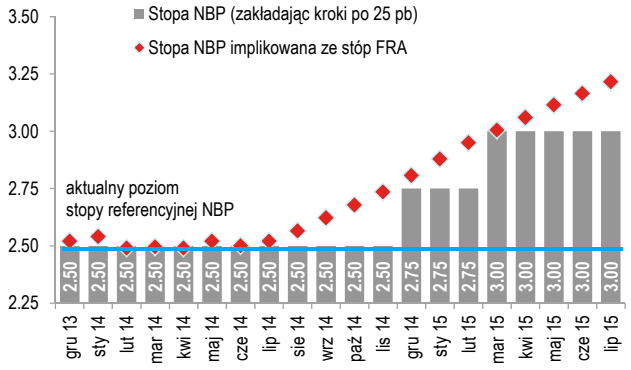
Zgodnie z naszymi oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie 2,5%. Komunikat po posiedzeniu podkreślał powolne ożywienie gospodarcze oraz utrzymująca się niską inflację. Najważniejsze sformułowanie w komunikacie mówi o tym, że RPP ocenia, iż stopy NBP pozostaną na niezmienionym poziomie przynajmniej do końca I połowy 2014 r., co oznacza wydłużenie okresu stabilnych stóp procentowych o 6 miesięcy wobec wcześniejszych zapowiedzi. Biorąc pod uwagę reakcję rynku (spadek stóp FRA) wydaje się, że rynki nie spodziewały się tak wyraźnego sygnału od RPP.

NBP podwyższył prognozy PKB i inflacji w najnowszej projekcji. Mimo rewizji projekcji w górę, inflacja ma pozostać niska w najbliższych latach na poziomie 1,7% r/r w 2014 r. oraz 1,9% r/r w 2015 r., pozostając poniżej celu na poziomie 2,5%. Z kolei prognozy wzrostu gospodarczego według NBP wynoszą odpowiednio 3% w 2014 r. i 3,3% w 2015 r., co niemal pokrywa się z naszą prognozą i jest powyżej konsensusu rynkowego (2,6% r/r na 2014 r.)

Choć rynek najprawdopodobniej był zaskoczony wydłużeniem "forward guidance" do końca I połowy 2014 r., naszym zdaniem taki ruch nie powinien być zaskoczeniem (taką możliwość sygnalizowaliśmy wcześniej w naszych raportach). Naszym zdaniem RPP wydłużyła sygnalizację, co do terminu zmian stóp procentowych, po raz ostatni i wciąż uważamy, że Rada rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej w III kwartale 2014 r. wraz z przyspieszającym wzrostem gospodarczym oraz rosnącą inflacją. W bazowym scenariuszu zakładamy, że do pierwszej podwyżki stóp może dojść w lipcu, ale widzimy asymetryczne ryzyko, że taka decyzja mogłaby się opóźnić do września. Niemniej oczekujemy również, że ton wypowiedzi członków RPP będzie się zaostrzać już w II kwartale.

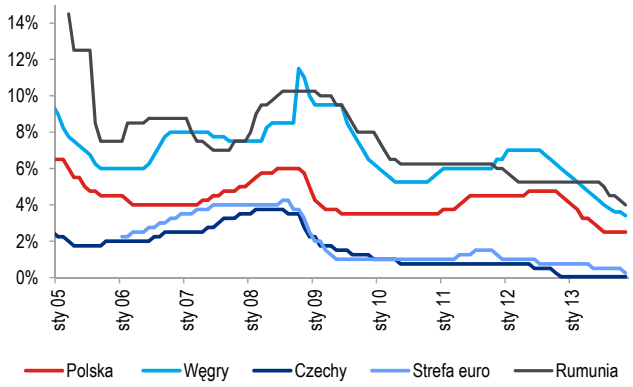
W trakcie konferencji prasowej prezes M. Belka powiedział, że największym potencjalnym zagrożeniem dla polskiej gospodarki jest brak wprowadzenia zmian w systemie emerytalnym, gdyż oznaczałoby potrzebę zacieśnienia polityki fiskalnej o 2,8% PKB. Zgadzamy się z oceną, że zmiany w systemie emerytalnym byłyby pozytywne dla (krótkoterminowych) perspektyw wzrostu gospodarczego i jeśli plany zostałyby porzucone tempo wzrostu PKB byłoby znacznie niższe niż obecnie szacujemy. W takim scenariuszu RPP prawdopodobnie utrzymałaby stopy procentowe bez zmian przez dłuższy czas.

Wykres 5. Stopa referencyjna NBP implikowana ze stawek FRA (%)



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Stopy procentowe w regionie



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Nowe prognozy Komisji Europejskiej

W minionym tygodniu Komisja Europejska (KE) opublikowała swoje cykliczne prognozy dla krajów Unii Europejskiej. W przypadku Polski KE oczekuje, że tegoroczny wzrost wyniesie 1,3% r/r, a w kolejnym latach wyniesie on odpowiednio 2,5% oraz 2,9% (2014 i 2015). Naszym zdaniem te szacunki są dosyć konserwatywne, ponieważ na skutek zmian w systemie emerytalnym rząd pozyska dodatkową „przestrzeń fiskalną", która będzie mogła zostać wykorzystana w celu pobudzenia wzrostu. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że w 2014 roku wzrost gospodarczy wyniesie 3,1%, a w 2015 roku sięgnie około 3,3%. KE (podobnie jak my) oczekuje, że przyspieszenie wzrostu będzie wynikało z przyspieszenia popytu krajowego, dzięki zarówno silniejszemu wzrostowi konsumpcji oraz niewielkiemu ożywieniu w inwestycjach.

Na uwagę zasługują również prognozy KE dotyczące sytuacji budżetowej w Polsce. Komisja oczekuje, że po wzroście deficytu do 4,8% w 2013, saldo sektora rządowego i samorządowego odnotuje około 4,6% PKB nadwyżkę, przede wszystkim na skutek transferu aktywów z OFE do ZUS. Niemniej naszym zdaniem to nie wystarczy, aby uzasadnić zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu, gdyż Komisja Europejska w tych sprawach zazwyczaj ignoruje przejściowe wahania deficytu.

EBC

W minionym tygodniu Europejski Bank Centralny (EBC) zaskoczył uczestników rynków, obniżając podstawową stopę procentową o 25pb do poziomu 0,25%. Prezes Draghi podtrzymał dotychczasowe *forward guidance*, w którym EBC stwierdza, że stopy pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres. Głównym powodem obniżki stóp w listopadzie był dalszy spadek inflacji oraz kolejne sygnały świadczące o braku jakiegokolwiek zagrożenia presją inflacyjną. Biorąc pod uwagę ton wypowiedzi prezesa Draghiego spodziewamy się, że najnowsza projekcja EBC, która zostanie opublikowana za miesiąc, pokaże niższy przebieg ścieżki CPI. Nie wykluczamy, że gdyby w przyszłości doszło do dalszych niespodzianek inflacyjnych EBC mógłby zareagować, ale w chwili obecnej nasz bazowy scenariusz zakłada pozostawienie stóp bez zmian w grudniu, a także w kolejnych miesiącach (przynajmniej do IV kw. 2016).

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. 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	517	590
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,638	1,727
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,405	15,315
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	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	3.1
Inwestycje (%, r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-3.8	4.0
Spożycie ogółem (%, r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.3
Eksport (%, r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (%, r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.4	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.1
Płace nominalne (%, r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.00	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.2	51.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	47.7
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.5	31.0

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 jakiejkolwiek 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.