

CitiWeekly

Podwyższyliśmy prognozę PKB na 2014 r.

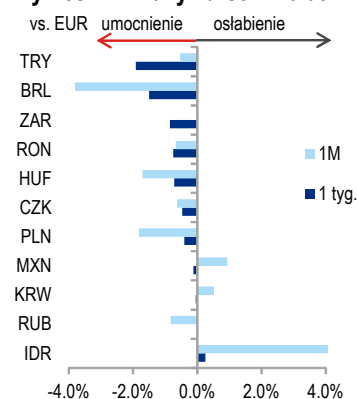
- W minionym tygodniu podwyższyliśmy prognozy PKB na 2014 r. do 3,1% r/r biorąc pod uwagę poprawiające się perspektywy wzrostu w strefie euro, a także prawdopodobne poluzowanie polityki fiskalnej w Polsce w związku z brakiem redukcji progów ostrożnościowych dla długu publicznego oraz bogatym kalendarzem wyborczym.
- Wsparciem dla scenariusza ożywienia gospodarczego w tym roku były publikowane w ostatnich dniach dane o PMI dla przemysłu, które mocno zaskoczyły w górę (indeks wzrósł do 53,1 pkt). Dane o PMI wspierają scenariusz poprawy aktywności w przemyśle i stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy.
- Mimo obserwowanego przyspieszenia, wzrost gospodarczy najprawdopodobniej pozostanie poniżej potencjalnego tempa wzrostu w kolejnych kwartałach. W związku z czym oczekujemy utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy przyszłego roku. Sprzyjać temu będzie zmiana w składzie RPP. Po rezygnacji Z. Gilowskiej ze stanowiska w Radzie w ubiegłym tygodniu prezydent B. Komorowski nominuje nowego członka Rady w ciągu trzech miesięcy. Zakładamy, że nowy członek RPP będzie prezentował bardziej gołębie poglądy od Z. Gilowskiej, co nieco zmieni bilans sił w Radzie.
- W tym tygodniu poznamy dane o bilansie płatniczym za sierpień, które według naszych prognoz pokażą pogorszenie salda obrotów bieżących w większym stopniu niż oczekuje tego rynek. Jednocześnie za granicą wciąż uwagę inwestorów będzie skupiał trwający konflikt w amerykańskim Kongresie wokół budżetu oraz limitu zadłużenia (ostateczny termin 17 października). Z kolei dane z USA o sprzedaży detalicznej i tygodniowe dane z rynku pracy mogą nieco rozczarować.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,18	3,05	5,04	1,37	2,50	0,50	2,67	1,80	2,70
IV KW 14	4,14	3,00	5,11	1,38	3,25	0,50	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 27.09.2013 r.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 13.09.2013

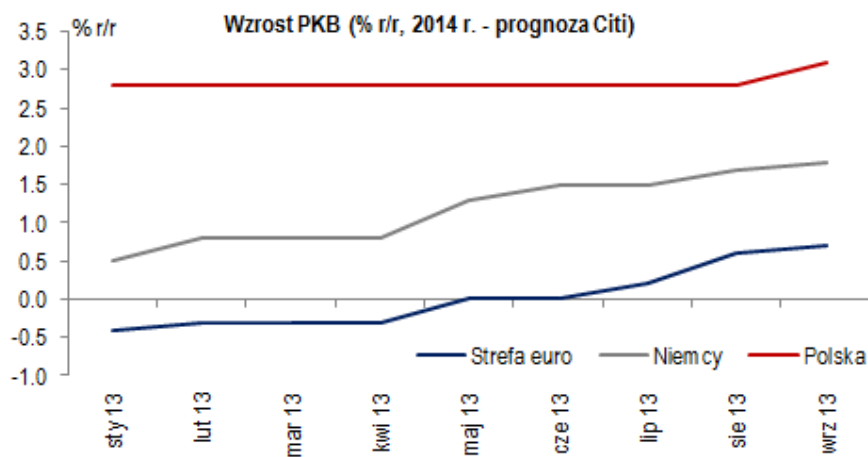
Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	4/10/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.20	-0.5%	-1.8%	3.2%	-8.8%
USD/PLN	3.10	-0.8%	-4.3%	0.4%	-10.3%
EUR/USD	1.36	0.3%	2.6%	2.8%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.68	1	-2	-145	-86
FRA1x4	2.69	2	0	-113	-113
FRA3x6	2.72	-1	-2	-69	-145
FRA6x9	2.83	0	-3	-21	-168
FRA9x12	2.93	-3	-14	1	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1310.8	-1.9%	-5.8%	-21.7%	7.0%
Ropa	110.9	-0.3%	-5.7%	1.5%	1.0%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2394.6	-1.2%	3.7%	-7.3%	20.4%
S&P	1690.5	-0.1%	2.3%	18.5%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.83	4	-11	52	-52
10Y Treasuries	2.64	2	-25	89	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	5

Wykres 2. Podwyższyliśmy prognozy wzrostu PKB na 2014 r.



Źródło: prognoza Citi

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
7 paź PONIEDZIAŁEK							
12:00	EMU	PKB	%	II kw.	3.0		6.5
8 paź WTOREK							
08:00	DE	Eksport		VIII		1.5	-1.1
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% m/m	VIII	0.7	1.2	-2.7
9 paź ŚRODA							
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII	1.7	1.0	-1.7
16:00	USA	Zamówienia hurtowe		VIII		0.3	0.1
10 paź CZWARTEK							
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	X	0.5	0.5	0.5
14:30	USA	Ceny importowe	%	X	0.2	0.2	0.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	320	310	308
11 paź PIĄTEK							
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	VIII	-372	-230	-178
14:00	PL	Eksport	mln EUR	VIII	12461	12478	12461
14:00	PL	Import	mln EUR	VIII	12111	12150	12111
14:30	USA	PPI	% m/m	IX	0.1	0.2	0.3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	-0.2	0.1	0.2
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	X	77.0	76.0	77.5

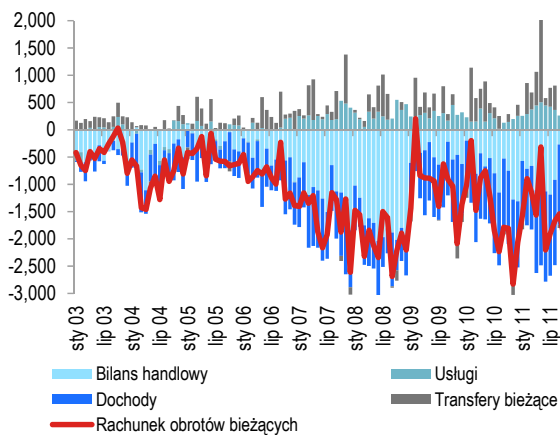
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

Mimo możliwego wzrostu w VIII deficyt obrotów bieżących wciąż niski

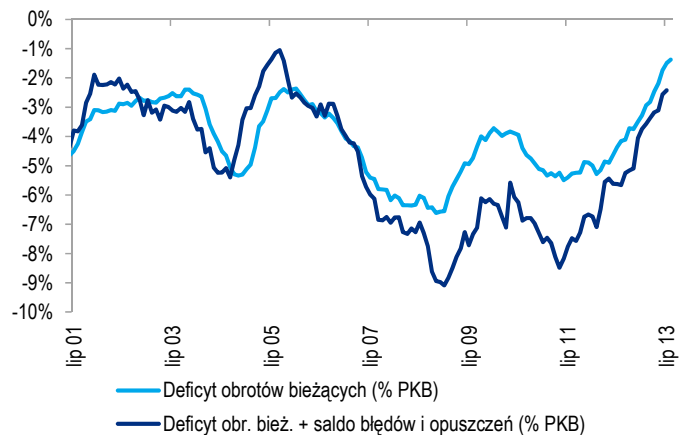
Oczekujemy powiększenia deficytu obrotów bieżących do 0,4 mld EUR w sierpniu z 0,2 mld zł w lipcu. Mimo wzrostu, byłby to znacznie niższy deficyt niż w odpowiednim miesiącu ubiegłego roku (5-letnia średnia dla sierpnia do deficyt 1,4 mld EUR). Według naszych szacunków wzrost eksportu spowolnił do 3,1% r/r z 6%, podczas gdy import spadł o 0,7% r/r, co byłoby zgodne z umiarkowaną nadwyżką w handlu zagranicznym w sierpniu. Zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej wynika ze znacznego osłabienia popytu krajowego, który ogranicza import, podczas gdy eksport jest wspierany przez stosunkowo słabego złotego.

Wykres 3. Bilans obrotów bieżących – składowe (mln EUR)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Pozytywna niespodzianka w PMI

Indeks aktywności w przemyśle za wrzesień wzrósł nieoczekiwanie aż do 53,1 pkt, najwyższego poziomu od 2,5 roku. Szczegółowe rozbięcie pokazało spadek indeksów produkcji oraz nowych zamówień, za to bardzo duży wzrost zanotował indeks zatrudnienia, który zrównoważył słabsze zachowanie tych poprzednich. Poza tym dosyć wysokie odczyty zanotowały także indeksy PMI dla Węgier i Czech. Dane w regionie są zgodne z trendem ożywienia w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

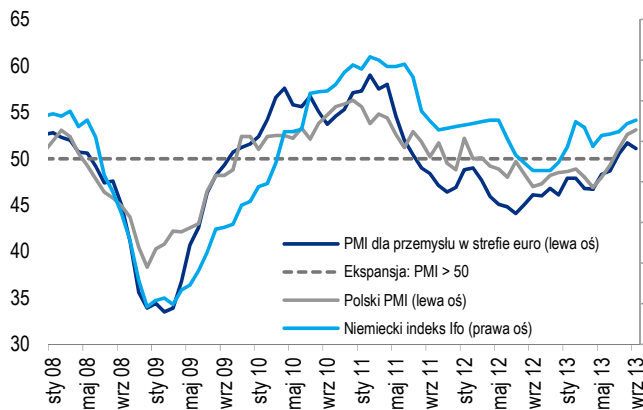
Podwyższyliśmy prognozy wzrostu PKB

Ostatnia seria pozytywnych danych z polskiej gospodarki oraz z Niemiec wpisuje się w scenariusz wyraźnego ożywienia w kraju. W szczególności na uwagę zasługują znaczne wzrosty wskaźnika PMI, będącego barometrem koniunktury w sektorze przetwórczym, a także lepsze dane z rynku pracy. Nasze prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego na 2014 roku utrzymywały się w ostatnich miesiącach powyżej konsensusu rynkowego, który wynosi 2,5% (ankieta Reuters).

Mimo to, biorąc pod uwagę serię ostatnich danych oraz zmiany zachodzące w polskiej polityce fiskalnej, w minionym tygodniu zdecydowaliśmy się podnieść prognozę wzrostu PKB w 2014 roku do 3,1% r/r. Oprócz serii pozytywnych danych makroekonomicznych, za rewizją prognoz w górę przemawiają również prawdopodobne zmiany w polityce budżetowej. Dotychczas poważnym ograniczeniem dla tempa wzrostu gospodarczego w kraju było istnienie progów ostrożnościowych dla długu publicznego na poziomie 55% oraz 60% PKB. Ostatnio zapowiadane zmiany w systemie OFE doprowadzą jednak do obniżenia długu o około 7% PKB, podczas gdy – zgodnie z deklaracjami przedstawicieli MF z ubiegłego tygodnia – progi ostrożnościowe nie zostaną zmienione (obniżeniu ulegną tylko progi dotyczące tzw. reguły wydatkowej, które mają w tym przypadku mniejsze znaczenie). Dzięki temu, w naszej ocenie Polska będzie dysponowała większą elastycznością w prowadzeniu polityki fiskalnej, która powinna pomóc wesprzeć wzrost

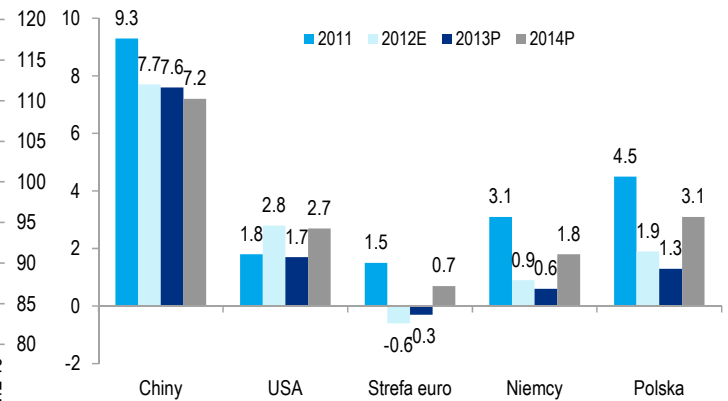
gospodarczy. Zakładając, że z tego tytułu impuls fiskalny wyniesie około 0,5% PKB, pozwoliłoby to osiągnąć wzrost gospodarczy w 2014 na poziomie około 3,1%, a więc szybszy niż się wciąż powszechnie zakłada.

Wykres 5. Indeksy PMI



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Prognoza wzrostu PKB (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Pierwsze podwyżki stóp w połowie 2014 r.

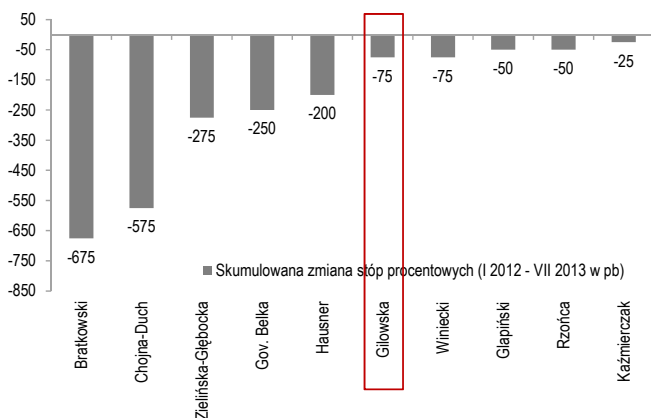
W minionym tygodniu, zgodnie z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian – stopa referencyjna wciąż wynosi 2,5%. Rada opublikowała również komentarz, który nie różni się zbytnio od wrześniowego komunikatu, a jego kluczowa sekcja opisująca perspektywy stóp procentowych w kraju została praktycznie niezmienniona. W tym paragrafie RPP stwierdziła, że „Biorąc pod uwagę niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca br., co będzie wspierać powrót inflacji do celu w średnim okresie”. Podczas sesji pytań konferencji prasowej prezes Belka przyznał, że RPP uczestniczyła w edukacyjnym seminarium na temat „forward guidance” (praktyka sygnalizowania przez banki możliwej przyszłej ścieżki stóp procentowych). Ponadto, jego zdaniem w listopadzie lub grudniu RPP powinna zastanowić się nad tym jak bardzo wydłużyć okres obowiązywania specyficznej formy „forward guidance” w Polsce. Naszym zdaniem horyzont ten może zostać wydłużony do końca I kwartału 2014. Niemniej na uwagę zasługuje również to, że prezes Belka wyraźnie zasignalizował, że obecnie stosowane rozwiązania w Polsce istotnie różnią się od „forward guidance” stosowanego w innych krajach.

Po październikowym posiedzeniu podtrzymujemy nasz pogląd, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian w pierwszej połowie 2014 roku, a cykl podwyżek rozpocznie się około lipca 2014. O ile jednak w przeszłości uważaliśmy, że bilans zagrożeń jest przechylony w kierunku późniejszych a nie wcześniejszych podwyżek, teraz uważamy, że jest on symetryczny. Ta zmiana jest związana między innymi z zasignalizowaną powyżej rewizją prognoz PKB.

Zmiana w składzie RPP

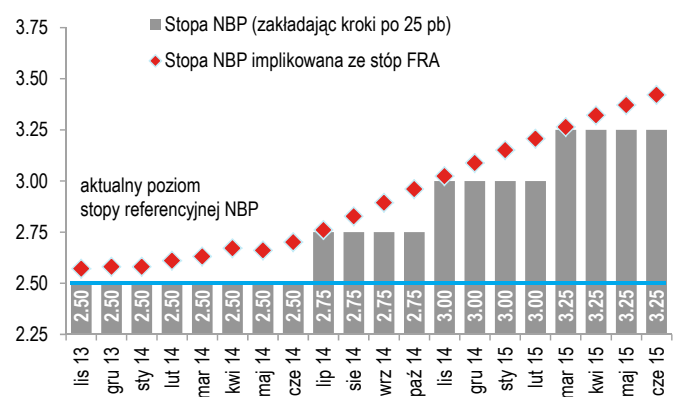
Po rezygnacji Zyty Gilowskiej ze stanowiska w RPP Prezydent ma trzy miesiące na wybranie następcy. Prawdopodobnym powodem rezygnacji Z. Gilowskiej był stan zdrowia, który uniemożliwił jej uczestnictwo w kilku spotkaniach Rady w 2012 r. oraz w 2013 r. Gilowska znalazła się w grupie członków RPP mianowanych przez prezydenta L. Kaczyńskiego w 2010 r. i należała do bardziej jastrzębiej części Rady. Po przyjęciu rezygnacji prezydent B. Komorowski ma 3 miesiące na nominację nowego członka RPP. Sądzymy, że nowy kandydat będzie zwolennikiem prowadzenia nieco łagodniejszej polityki pieniężnej niż Z. Gilowska, co zmieni układ sił w Radzie. Dotychczas podział w RPP był równy na 5 jastrzębi oraz na 5 gołębi i umiarkowanych członków. Po zmianach jastrzębie będą najprawdopodobniej w mniejszości. To wspiera zakładany przez nas scenariusz, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez kilkanaście miesięcy do III kw. 2014 r. Jednocześnie nie oczekujemy, aby zmiana w Radzie doprowadziła do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, gdyż obecnie nawet najbardziej gołębi członkowie Rady nie są zwolennikami dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Naszym zdaniem rezygnacja Z. Gilowskiej ze stanowiska w RPP będzie miała ograniczony wpływ na rynek.

Wykres 7. Skumulowana zmiana stóp procentowych według wniosków popartych przez poszczególnych członków RPP.



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Implikowana ze stawek FRA stopa referencyjna NBP.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

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	432	470	517	490	516	561
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,342	1,417	1,528	1,595	1,638	1,723
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,314	12,210	13,404	12,722	13,378	14,575
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	1.7	3.9	4.5	1.9	1.3	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.1	9.3	11.2	-3.3	-3.8	3.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.0	5.9	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.2
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)	4.0	3.3	3.5	3.2	4.6	2.4	1.6	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.5	3.5	2.6	4.3	3.7	1.1	2.2
Płace nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	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
	6.11	5.34	5.91	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	3.05	3.00
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.08
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.18	4.14
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.20
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	-3.2
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	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.2	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.2	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	47.0	49.9	52.8	53.4	52.7	54.6	48.0
Dług krajowy	34.3	34.9	36.9	38.4	36.5	36.1	37.3	30.8

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

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.