

16 czerwca 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Stopy nisko na dłużej

- W rozpoczynającym się tygodniu uwaga rynków będzie koncentrować się zarówno na „aferze podsłuchowej” jak i danych o płacach oraz produkcji.
- Oczekujemy wzrostu nominalnych płac o 5,1% r/r oraz wzrostu zatrudnienia o 0,8% w maju. W przypadku produkcji przemysłowej prognozujemy przyspieszenie do 6,8% r/r przede wszystkim pod wpływem wzrostu zamówień krajowych. Co prawda ostatnie dane o wskaźniku PMI sugerują osłabienie aktywności, naszym zdaniem to w dużym stopniu efekt gorszych nastrojów, które niekoniecznie przełożyły się na twarde dane.
- Opublikowane już informacje o majowej inflacji pokazały spadek wskaźnika CPI do zaskakująco niskiego poziomu 0,2% r/r. Na tej podstawie oczekujemy, że w miesiącach letnich w Polsce zostanie odnotowana niewielka deflacja, a pod koniec roku wskaźnik CPI sięgnie około 0,4%. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że stopy procentowe nie wzrosną przed listopadem 2015 roku (poprzednio oczekiwaliśmy podwyżki w czerwcu 2015).
- Na posiedzeniu w tym tygodniu Fed najprawdopodobniej po raz kolejny zredukuje skalę skupu aktywów. Ponadto Fed opublikuje zestaw prognoz makroekonomicznych i mimo niższego tempa wzrostu PKB niższa ścieżka stopy bezrobocia może podwyższyć projekcje dotyczące stóp procentowych na lata 2015 i 2016. Zdaniem ekonomistów Citi coraz lepsze warunki na rynku pracy stwarzają ryzyko w górę dla sygnalizacji dotyczącej przyszłych stóp procentowych stosowanej 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

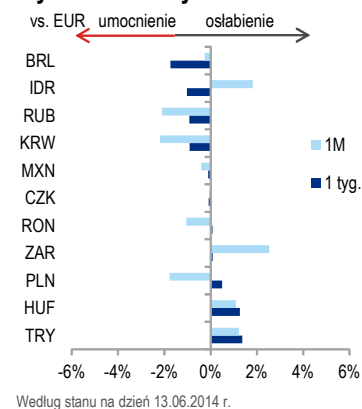
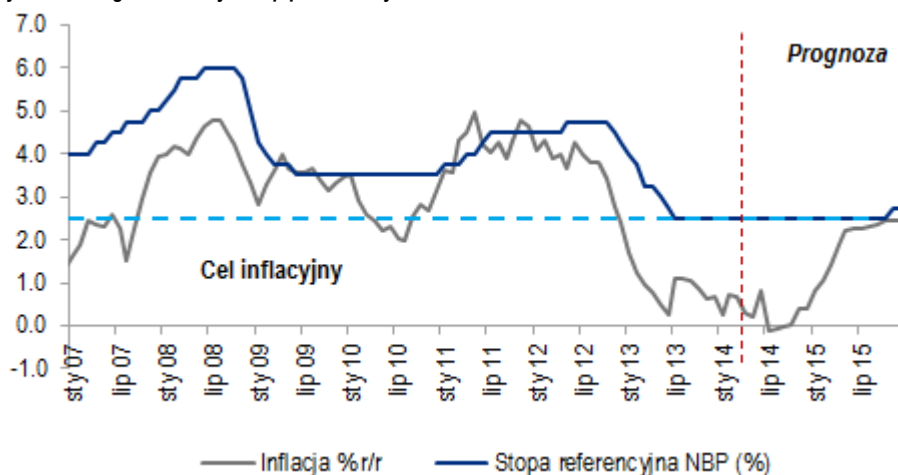


Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,24	3,07	5,30	1,38	2,50	0,10	2,72	4,05	1,60	2,95
III KW 15	4,15	3,01	5,19	1,38	3,00	0,10	3,25	4,75	1,80	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.5.2014 r.

Wykres 2. Prognoza inflacji i stóp procentowych.



Źródło: NBP, Bloomberg, Reuters Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 cze WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VI	38.1	35.0	33.1
14:00	PL	Płace	% r/r	V	0.8	0.8	3.8
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	V	5.1	4.4	0.7
14:30	USA	CPI	% m/m	V	0.2	0.2	0.3
16:00	USA	Liczba nowych budów	% m/m	V	1075.0	1034	1072
16:00	USA	Pozwolenia na budowę	% m/m	V	1085.0	1075	1080
18 cze ŚRODA							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	V	6.8	5.9	5.4
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	V	14.7		12.2
14:00	PL	PPI	% r/r	V	-0.7	-0.7	-0.7
20:30	USA	Decyzja Fed w sprawie stóp proc.	%	VI	0.25	0.25	0.25
19 cze CZWARTEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
	PL	Boże Ciało					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	%	VI	320,0		317
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	VI	0,7	0,5	0,4
16:00	USA	Indeks Philly Fed	%	VI	15,0	14,8	15,4
20 cze PIĄTEK							
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	VI		-6,5	-7,1

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

Zapowiedź tygodnia

Rynek pracy

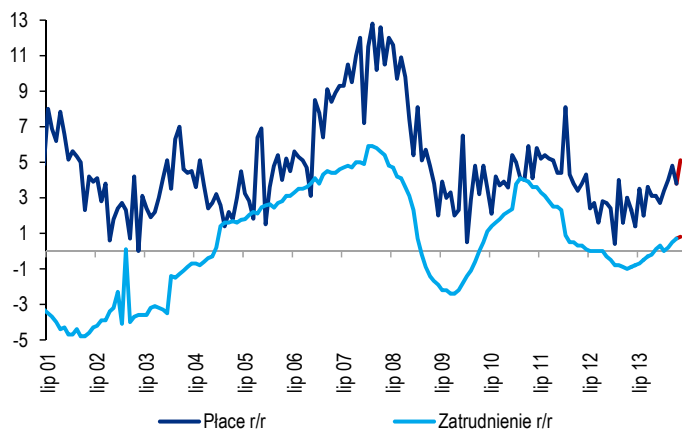
Po spowolnieniu w kwietniu nominalny wzrost płac najprawdopodobniej przyspieszył do 5,1% r/r, podczas gdy tempo wzrostu zatrudnienia wzrosło do 0,8% r/r. Ożywienie na rynku pracy – choć przejściowe – jest odzwierciedlone w szeregu wskaźników rynku pracy. Oczekujemy, że ten trend będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach, gdy wzrost PKB pozostanie powyżej potencjału, a polityka pieniężna będzie wciąż miała charakter akomodacyjny.

Produkcja

Choć ostatni odczyt wskaźnika PMI sugeruje spowolnienie w przemyśle sądzimy, że słabsze wskaźniki nastrojów niekoniecznie przełożą się na twarde dane z gospodarki. Według naszych szacunków wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył do 6,8% r/r w maju wobec 5,5% r/r w kwietniu. Oczekiwane przyspieszenie wynikało najprawdopodobniej z wyższej liczby

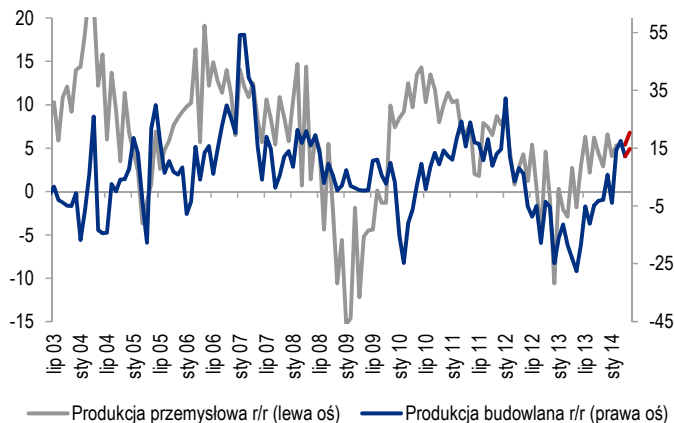
dni roboczych, ale także po eliminacji tego efektu wynik produkcji powinien pokazać stosunkowo dobrą sytuację w sektorze przetwórczym. Poza produkcją przemysłową oczekujemy przyspieszenia wzrostu produkcji budowlanej do 14,7% r/r w maju z 12,2% r/r w kwietniu wraz z ożywieniem aktywności inwestycyjnej.

Wykres 3. Zatrudnienie i płace



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

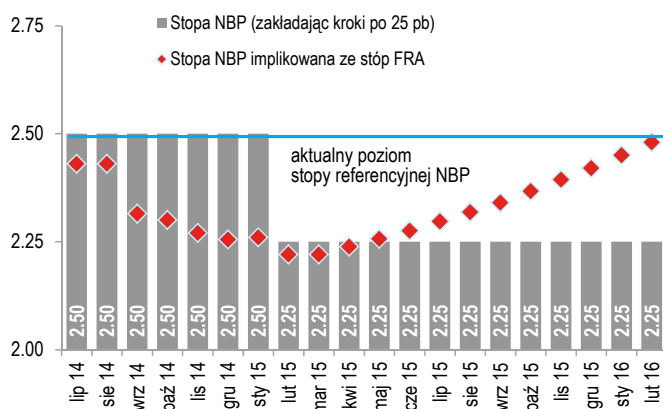
Miniony tydzień

Inflacja

Inflacja nieoczekiwanie spadła w maju do 0,2% r/r z 0,3% w kwietniu, a w kolejnych miesiącach możliwy jest jej przejściowy spadek poniżej zera. Wzrost cen konsumenckich był niższy od naszej prognozy oraz konsensusu rynkowego na poziomie 0,5% r/r. Niższy odczyt był wynikiem spadku cen żywności o 0,4% m/m oraz spadkiem cen usług w transporcie. Seria niespodzianek w postaci niższej od oczekiwań inflacji istotnie obniżyła oczekiwaną przez nas ścieżkę inflacji i w rezultacie oczekujemy obecnie niewielkiego spadku cen w ujęciu rocznym w miesiącach wakacyjnych. Choć inflacja zacznie później stopniowo rosnąć to będzie to proces bardzo powolny i długotrwały. Według naszych prognoz inflacja wzrośnie do 0,4% r/r w grudniu i przekroczy 2% dopiero w maju 2015 r.

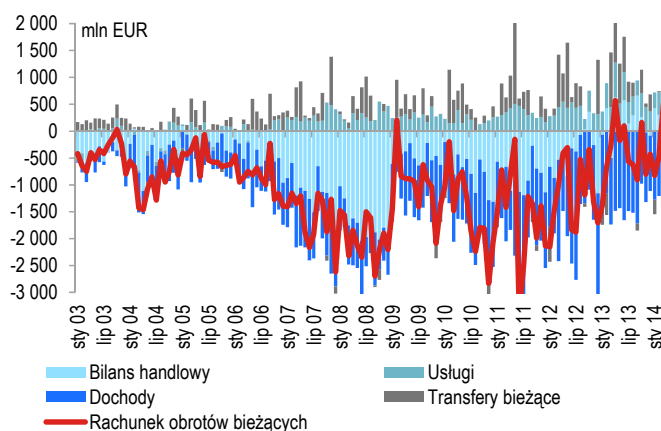
Stopy procentowe pozostaną niskie na dłużej. Choć dezinflacja jest napędzana przez czynniki przejściowe (ceny żywności) to bardzo niski tempo wzrostu CPI sugeruje, że RPP utrzyma swój gołębi ton w najbliższych miesiącach. Biorąc to pod uwagę sądzimy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przez dłuższy okres niż wcześniej oczekiwaliśmy – obecnie spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp procentowych w listopadzie 2015 r. (poprzednio w czerwcu 2015 r.). Choć niektórzy członkowie RPP mogą otwarcie rozmawiać na temat możliwości obniżek stóp procentowych wątpimy czy będzie w Radzie większość dla złagodzenia polityki pieniężnej tak długo jak wzrost gospodarczy jest silny. Nasza prognoza oraz projekcje NBP sugerują, że wzrost gospodarczy w 2014 r. i w 2015 r. będzie powyżej potencjału, co powinno zmniejszyć apetyt bankierów centralnych do obniżek stóp procentowych.

Wykres 5. Stopa referencyjna NBP implikowana z rynkowych stawek FRA



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 6. Bilans obrotów bieżących

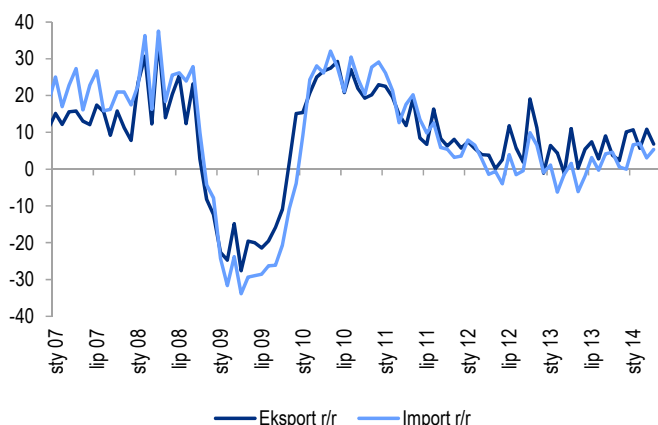


Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

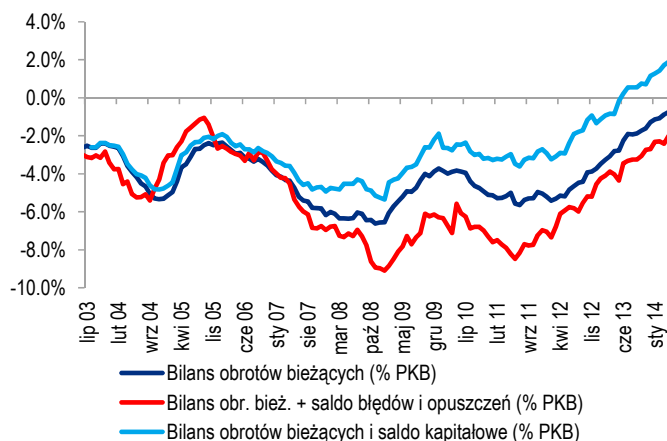
Bilans obrotów bieżących ponownie nieoczekiwanie się poprawił. Nadwyżka w obrotach bieżących zwiększyła się do ponad 1 mld € z ok. 0,5 mld € za sprawą większej od oczekiwań nadwyżki w bilansie handlowym oraz mniejszego deficytu na rachunku dochodów. To doprowadziło do spadku skumulowanego za dwanaście miesięcy deficytu w relacji do PKB do 0,8% oraz wzrostu sumy 12 miesięcznego bilansu obrotów bieżących i salda kapitałowego do rekordowo wysokiego poziomu 1,9% PKB. Dane o bilansie płatniczym są pozytywne dla złotego i ograniczają wrażliwość złotego na wahania nastrojów inwestorów portfelowych.

Wykres 7. Eksport i import (% r/r)



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Bilans obrotów bieżących (% PKB)



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	554
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 395
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	12.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	6.7
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	1.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.8
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	5.0
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.15
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.05
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.28
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	231.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-27.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	5.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	87.5
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.3	46.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.5
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.3

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.