18 sierpnia 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

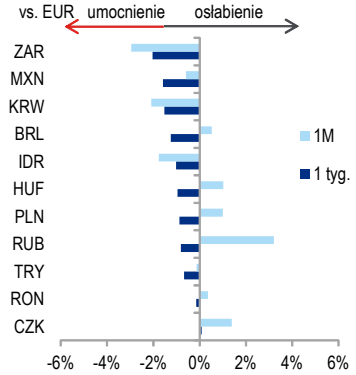
Mieszane dane z gospodarki

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

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

- W tym tygodniu poznamy kolejne dane z krajowej gospodarki. Dane na temat płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw najprawdopodobniej potwierdzą, że sytuacja na rynku pracy nadal stopniowo się poprawia. Tempo wzrostu płac pozostaje wciąż umiarkowane, a popyt na pracę przekłada się na coraz szybszy wzrost zatrudnienia. Z kolei spadek inflacji prowadzi do przyspieszenia wzrostu realnego funduszu płac.
- Istotne z punktu widzenia przyszły ruchów w polityce pieniężnej mogą być dane o produkcji, które w ostatnich miesiącach okazały się słabsze od oczekiwań, głównie za sprawą spadku zamówień eksportowych. Nasz szacunek wskazuje na stabilizację wzrostu produkcji przemysłowej na niskim poziomie. Jednocześnie oczekujemy dalszego i głębszego niż zakłada rynek spowolnienia wzrostu produkcji budowlanej. W przypadku kolejnych negatywnych niespodzianek w danych o aktywności gospodarczej skłonność RPP do obniżek stóp procentowych najprawdopodobniej wzrośnie.
- Przybliżyły do tego publikowane w ubiegłym tygodniu dane o inflacji, która spadła w lipcu do -0,2% r/r i może się utrzymać poniżej zera do końca roku. Radzie Polityki Pieniężnej może być trudno opierać się presji na cięcie stóp, o ile nie pojawią się oznaki ponownego odbicia aktywności gospodarczej. Choć wzrost PKB w II kw. spowolnił jedynie nieznacznie do 3,2% r/r z 3,4% r/r w I kw. to kluczowe będą miesięczne dane z III kwartału oraz perspektywy wzrostu na kolejne kwartały.
- Bilans obrotów bieżących pogorszył się w czerwcu głównie za sprawą mniejszego napływu środków unijnych, choć jednocześnie bilans handlowy uległ poprawie. Deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy nieznacznie wzrósł w relacji do PKB do 0,9% z 0,8% w maju i choć oczekujemy jego dalszego powolnego wzrostu w kolejnych miesiącach to wciąż będzie on w pełni finansowany przez napływ kapitału długoterminowego.

Wykres 1. Zmiany kursów walut



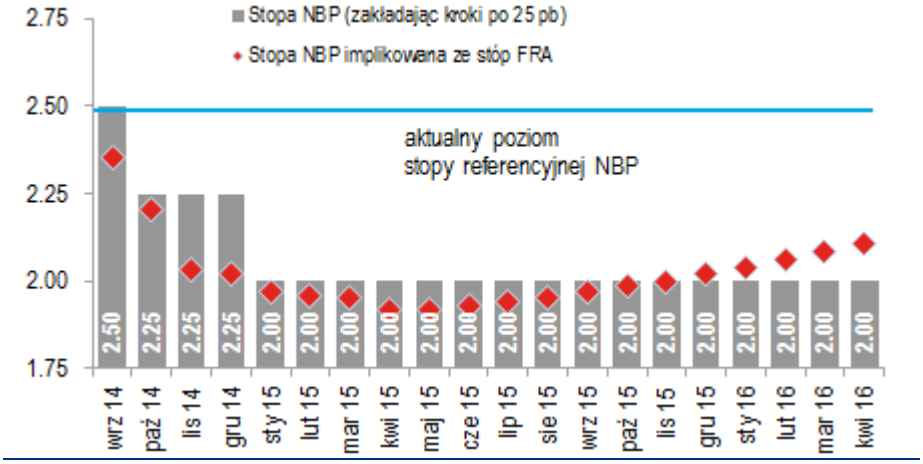
Według stanu na dzień 15.08.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,17	3,14	5,35	1,33	2,50	0,15	2,72	3,25	1,25	2,60
III KW 15	4,20	3,09	5,38	1,36	2,50	0,15	2,78	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 31.7.2014 r.

Wykres 2. Jeśli dane z gospodarki będą zaskakiwać negatywnie to przy bardzo niskiej inflacji RPP może zdecydować się na obniżkę stóp o 50 pb, choć rynek może zacząć wyceniać nawet głębszy ruch.



Źródło: 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
18 sie		**PONIEDZIAŁEK**					
	PL	**Wyniki budżetu**		**VII**			
19 sie		**WTOREK**					
14:00	**PL**	**Płace**	**% r/r**	**VII**	**4.3**	**3.9**	**3.5**
14:00	**PL**	**Zatrudnienie**	**% r/r**	**VII**	**0.8**	**0.8**	**0.7**
14:30	USA	CPI	% r/r	VII	0.1	0.1	0.3
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	mln	VII	1000	1000	0.963
14:30	USA	Rozpoczęte inwestycje mieszkaniowe	mln	VII	950	970	0.893
20 sie		**ŚRODA**					
14:00	**PL**	**Produkcja przemysłowa**	**% r/r**	**VII**	**1.8**	**2.2**	**1.7**
14:00	**PL**	**Produkcja budowlana**	**% r/r**	**VII**	**4.1**	**5.3**	**8.0**
14:00	**PL**	**PPI**	**% r/r**	**VII**	**-2.0**	**-1.9**	**-1.7**
20:00	USA	Minutes Fed					
21 sie		**CZWARTEK**					
03:45	CN	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VIII			51.7
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	VIII	51.3		51.8
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	VIII	53.8		54.2
14:00	**PL**	**Minutes RPP**					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	290	300	311
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	VII	5.00	5.00	5.04
16:00	USA	Indeks Philly Fed	%	VII	15.0	20.0	23.9
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	-8.5		-8.4
	USA	Sympozjum w Jackson Hole					
22 sie		**PIĄTEK**					
	PL	**Wskaźniki koniunktury GUS**					
	USA	Sympozjum w Jackson Hole					

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

Zapowiedź tygodnia

Dane z rynku pracy wciąż dobre

Po niewielkim spowolnieniu wzrostu płac w czerwcu, oczekujemy ich przyspieszenia do 4,3% r/r w lipcu. Wzrost zatrudnienia prawdopodobnie również nieznacznie przyspieszył do 0,8% r/r, gdyż popyt na pracę stopniowo rośnie wraz z ożywieniem gospodarki. Nasza prognoza wzrostu płac i zatrudnienia składa się na realny wzrost funduszu płac o ponad 5% r/r, co powinno wesprzeć dalsze ożywienie konsumpcji prywatnej.

Spadek zamówień eksportowych osłabia produkcję

Ponadto według naszych oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej najprawdopodobniej wyniósł w lipcu 1,8% r/r, więc porównywalnie do odczytu z czerwca. Stabilizacja tempa wzrostu w ujęciu rocznym na stosunkowo niskim poziomie częściowo wynika z efektu bazy statystycznej, gdyż w lipcu ubiegłego roku wynik produkcji były wyjątkowo silny w porównaniu z historycznymi tendencjami. Jednak ostatnio publikowane wskaźniki zaufania przedsiębiorstw sugerują, że produkcja wciąż rośnie, mimo osłabienia w zamówieniach eksportowych, głównie za sprawą ożywienia zamówieniach krajowych. Ponadto, oczekujemy nieco głębszego niż rynek spowolnienia wzrostu produkcji budowlanej.

Miniony tydzień

Inflacja poniżej zera

Z punktu widzenia polityki pieniężnej najważniejszymi wydarzeniami minionego tygodnia były publikacje danych o inflacji oraz PKB. Ceny konsumentów spadły w lipcu o 0,2% w porównaniu z analogicznym miesiącem 2013 roku i tym samym był to pierwszy przypadek „deflacji" zanotowany od 1989 roku, a więc od kiedy GUS udostępnia swoje miesięczne szacunki CPI. Statystyki średnioroczne pokazują, że ostatni raz deflacja (w całym roku, a nie konkretnym miesiącu) została odnotowana czterdzieści trzy lata temu - w 1971 roku.

Tym razem spadek cen był zgodny z oczekiwaniami rynkowymi i nie powinien być zbyt dużą niespodzianką dla RPP. Deflacja wydaje się w przypadku Polski tylko przejściowym zjawiskiem i wskaźnik CPI powinien wyraźnie wzrosnąć w 2015 roku nawet w przypadku pasywnej polityki pieniężnej. Niemniej naszym zdaniem bardzo niski bieżący poziom CPI oraz perspektywa dodatkowej presji deflacyjnej w związku z embargiem na eksport polskiej żywności do Rosji zwiększają szanse obniżek stóp procentowych. Radzie Polityki Pieniężnej może być trudno opierać się tej presji, o ile nie pojawią się oznaki ponownego odbicia aktywności gospodarczej.

Wzrost PKB spowolnił nieznacznie

Opublikowane w minionym tygodniu dane wskazują, że polska gospodarka wyhamowała w II kwartale tylko nieznacznie. Wzrost wyniósł bowiem 3,2% r/r (0,6% kw/kw), wobec 3,4% w I kwartale. Dokładne rozbicie tych danych nie zostało jeszcze opublikowane ale spodziewamy się wciąż silnego wzrostu popytu krajowego, przy mniejszej kontrybucji eksportu netto. Uwagę zwraca przede wszystkim to, że skala spowolnienia była znacznie mniejsza niż wskazywałyby na przykład dane o indeksie PMI. Nie zmienia to jednak faktu, że według naszych szacunków III kwartał zapewne przyniesie dalsze spowolnienie wzrostu, a gospodarka zacznie przyspieszać dopiero począwszy od IV kwartału.

Biorąc pod uwagę niezły wynik dynamiki PKB w II kwartale, naszym zdaniem Rada będzie chciała poczekać z jakimikolwiek decyzjami w sprawie stóp procentowych na miesięczne dane z III kwartału. Jeżeli dane okażą się słabsze od oczekiwań, Rada mogłaby zdecydować się na cięcie stóp (maksymalnie o 50 pb), najprawdopodobniej dopiero w

październiku lub listopadzie. Gdyby jednak produkcja i sprzedaż zaskoczyły pozytywnie, dałoby to Radzie pretekst aby dłużej zwlekać z dostosowaniem stóp procentowych.

Pogorszenie bilansu obrotów bieżących

Bilans obrotów bieżących pogorszył się do -391 mln € ze 124 mln w maju, co było poniżej rynkowego konsensusu (-280 mln € oraz powyżej naszych oczekiwań -664 mln). Pogorszenie bilansu wobec nadwyżki osiągniętej w maju na poziomie 124 mln € wynikało w głównej mierze ze znacznego spadku napływu środków unijnych i zmniejszenia nadwyżki na rachunku transferów do 239 mln € z ok. 1 mld € w maju. Zgodnie z tym na co wskazywały wcześniej publikowane dane GUS o obrotach w handlu zagranicznym poprawa bilansu handlowego do 333 mln € była nieco mniejsza niż oczekiwaliśmy, ze spowolnieniem wzrostu eksportu do 7,3% r/r z 11,5% r/r oraz importu do 9,6% r/r z 11,6% r/r. Najbardziej zaskoczył wynik na rachunku dochodów, gdzie oczekiwaliśmy dużego odpływu dywidend. Tymczase, deficyt w dochodach okazał się mniejszy niż zakłądaliśmy i wzrósł jedynie do ok. 1,5 mld € z 1,4 mld € w maju. 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł w czerwcu do 0,9% PKB z 0,8% PKB w maju i oczekujemy jego dalszego powolnego wzrostu za sprawą oczekiwanego dalszego ożywienia popytu krajowego. Deficyt obrotów bieżących jest wciąż w pełni finansowany przez napływ środków z UE, co ogranicza wrażliwość złotego na wahania apetytu na ryzyko w porównaniu do lat poprzednich.

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	549
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	14 255
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	8.4
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	2.8
Eksport (%, r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.6
Import (%, r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.5
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.3
Płace nominalne (%, r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.7
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	3.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.18
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	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.17
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-9.2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-1.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	3.0
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.5
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	230.4
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.3
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-24.6
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	92.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2
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	47.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.4

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.