

15 września 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Znów niższa inflacja i słabsza produkcja oraz Fed

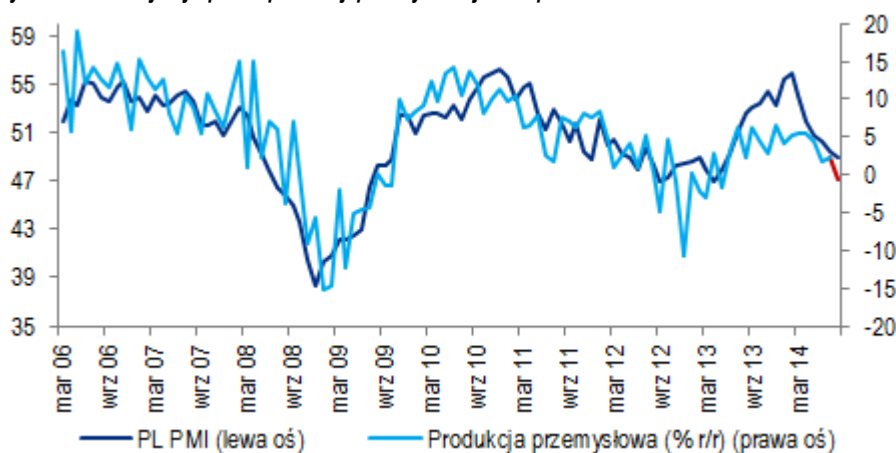
- Po tygodniu ubogim w dane z krajowej gospodarki, w najbliższych dniach harmonogram publikacji GUS i NBP jest bardzo napięty. Szczególnie istotne będą dane o inflacji oraz produkcji.
- Oczekujemy głębszego niż zakłada konsensus spadku cen konsumpcyjnych w sierpniu – o 0,5% r/r, wobec spadku o 0,2% r/r w lipcu. Głównym czynnikiem, który naszym zdaniem przyczynił się do tak znacznej obniżki indeksu CPI jest duży spadek cen żywności zaobserwowany w danych Ministerstwa Rolnictwa. Jednak z uwagi na to, że może on pojawić się w danych GUS z lekkim opóźnieniem, dostrzegamy ryzyko, że publikowane dane mogą okazać się wyższe od naszej prognozy.
- Kluczowe z punktu widzenia RPP będą także dane o produkcji przemysłowej, która według naszych oczekiwań spadła w sierpniu o 0,6% r/r, na co wskazują słabe dane o produkcji samochodów oraz o PMI. Oczekujemy, że w związku z dalszym spadkiem inflacji i coraz słabszymi danymi o produkcji Rada Polityki Pieniężnej może pokusić się o obniżkę stóp o 50 pb na październikowym posiedzeniu.
- Z kolei dane z rynku pracy powinny pokazać lekkie przyspieszenie wzrostu płac oraz niewielkie spowolnienie wzrostu zatrudnienia.
- Za granicą kluczowe będzie posiedzenie Fed, tym bardziej, że w ostatnim czasie rosły oczekiwania, iż ton FOMC może stać się nieco bardziej „jastrzębi”, co sygnalizowałoby wcześniejsze podwyżki stóp procentowych. Jednak obecnie ekonomiści Citi wciąż oczekują podwyżki stóp we wrześniu 2015 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,23	3,16	5,29	1,34	2,50	0,15	2,67	3,80	0,75	2,70
IV KW 15	4,15	3,05	5,25	1,36	2,75	0,15	2,95	4,40	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 20.8.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy spadku produkcji przemysłowej w sierpniu.



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

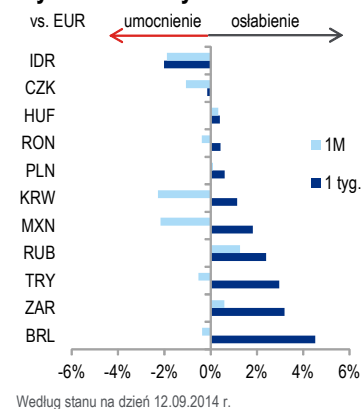
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 12.09.2014 r.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
15 wrz PONIEDZIAŁEK							
14:00	PL	CPI	% r/r	VIII	-0,5	-0,3	-0,2
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mln EUR	VII	-548	-445	-391
14:00	PL	Eksport	mln EUR	VII	14128	14063	13711
14:00	PL	Import	mln EUR	VII	14149	13850	13378
14:30	USA	Indeks aktywności Empire State	pkt	IX		15,0	14,7
15:00	PL	Wykonanie budżetu		VIII			
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VIII		0,3	0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	%	VIII		79,3	79,2
16 wrz WTOREK							
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	IX	12,6	8,0	8,6
14:00	PL	Bazowy CPI	% r/r	VIII	0,5	0,4	0,4
14:00	PL	Płace	% r/r	VIII	4,2	3,8	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VIII	0,7	0,8	0,8
14:30	USA	PPI	% r/r	VIII		0,1	0,1
17 wrz ŚRODA							
11:00	EMU	Inflacja HICP	% r/r	VIII	0,3		0,4
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII	-0,6	0,7	2,3
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VIII	1,2	1,6	1,1
14:00	PL	PPI	% r/r	VIII	-1,6	-1,6	-2,0
14:30	USA	CPI	% m/m	VIII		0,1	-0,7
20:00	USA	Decyzja Fed	%	IX		0,25	0,25
18 wrz CZWARTEK							
12:00	PL	Aukcja zamiany obligacji					
14:00	PL	Minutes z wrześniowego posiedzenia RPP					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			315
14:30	USA	Rozpoczęcie budowy domów	tys.	VIII		1,05	1,09
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	tyg.		1,06	1,06
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	IX		23,3	28,0

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

Zapowiedź tygodnia

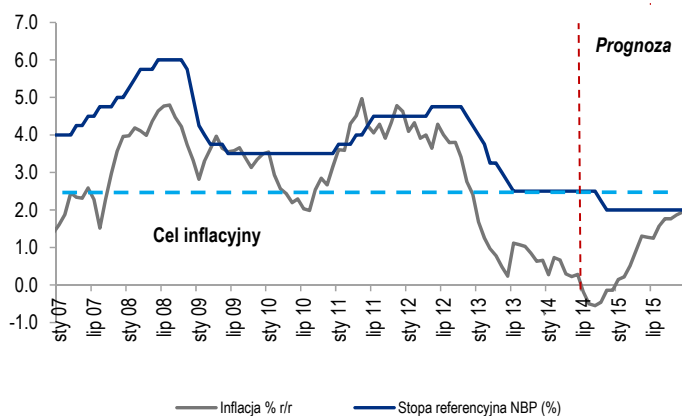
Inflacja

Według naszych szacunków spadek cen konsumentów pogłębił się w sierpniu do 0,5% r/r, wobec spadku o 0,2% r/r w lipcu. Większa deflacja w dużej mierze odzwierciedla znaczne obniżki cen żywności, gdyż analiza cen z targowisk wskazuje na znaczne obniżki cen warzyw i owoców w związku z korzystnymi warunkami pogodowymi oraz rosyjskim embargiem. Niemniej zaobserwowany w danych Ministerstwa Rolnictwa spadek cen żywności może przełożyć się na spadek CPI z pewnym opóźnieniem, co , stwarza ryzyko, że publikowane dane mogą okazać się wyższe od naszej prognozy dla naszej prognozy sierpniowej inflacji. Nie zmienia to jednak szacowanej przez nas ścieżki inflacyjnej, która przewiduje utrzymanie się inflacji poniżej 0% do końca roku, oraz jej stopniowy wzrost w 2015 r.

Wyższy deficyt obrotów bieżących

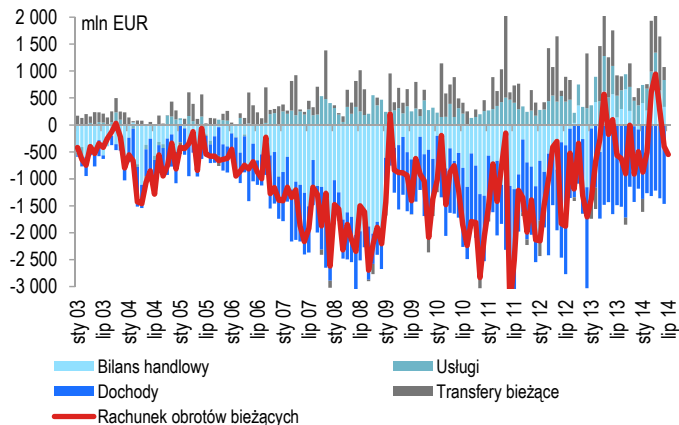
Oczekujemy wzrostu deficytu obrotów bieżących w lipcu do 0,55 mld € z 0,39 mld € w czerwcu. Najprawdopodobniej zarówno eksport jak i import spowolniły w sierpniu a bilans handlowy się pogorszył. Oczekujemy jednocześnie niewielkiej poprawy w transferach bieżących za sprawą większego napływu środków unijnych oraz mniejszych płatności do unijnego budżetu.

Wykres 3. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt obrotów bieżących i główne składowe



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

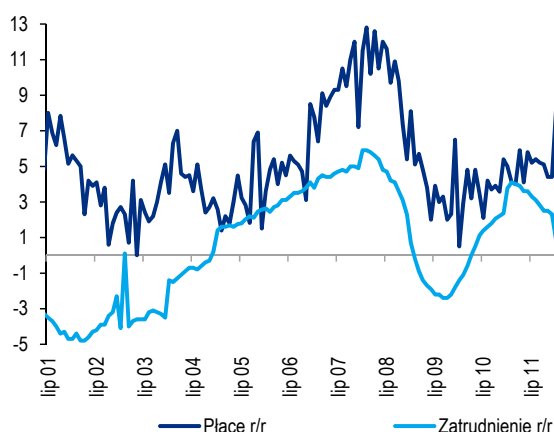
Szybszy wzrost płac

Po dwóch miesiącach, kiedy tempo wzrostu płac utrzymywało się na poziomie 3,5% r/r oczekujemy jego przyspieszenia w sierpniu do 4,2% r/r. Poprawa powinna być częściowo następstwem wypłaty dodatków w górnictwie (tzw. kredkowe) w związku z rozpoczęciem nowego roku szkolnego. Do szybszego wzrostu płac przyczyniała się również stosunkowo dobra sytuacja na rynku pracy. Biorąc pod uwagę bardzo niską inflację, umiarkowane nominalne tempo wzrostu płac wskazuje na silny wzrost relanych wynagrodzeń.

Niewielki spadek produkcji

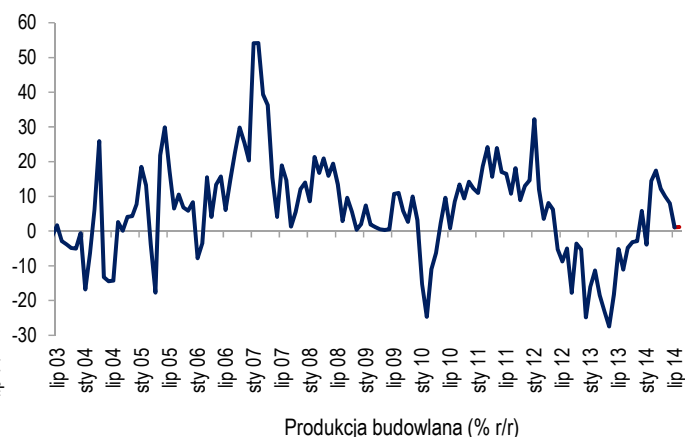
Niekorzystny efekt liczby dni roboczych prawdopodobnie wpłynął negatywnie na produkcję przemysłową w sierpniu, która według naszych oczekiwań spadła o 0,6% r/r (wobec wzrostu o 2,3% w lipcu). W naszej – niższej od konsensusu – prognozie utwierdza nas publikacja słabych danych o produkcji samochodów w sierpniu. Efekt kalendarzowy (relatywnie mniejsza liczba dni roboczych) wpłynął również na produkcję budowlaną, która najprawdopodobniej wzrosła w sierpniu o 1,2% r/r.

Wykres 3. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, NBP, prognozy Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana



Źródło: Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Rynek czeka na Fed

Biorąc pod uwagę napływające dobre dane z gospodarki amerykańskiej członkowie FOMC mogą zmienić ton komunikatu na bardziej „jastrzębi”. Fed może zmienić forward guidance, w sposób który rynek może zinterpretować jako sygnał zapowiadający wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Prezes J. Yellen wielokrotnie mówiła, że ścieżka stóp procentowych będzie uzależniona od ścieżki ożywienia gospodarczego. Jednak ekonomiści Citi nie spodziewają się istotnych zmian prognoz PKB Fedu. W związku z tym nie zmieniają też scenariusza bazowego zakładającego pierwszą podwyżkę stóp procentowych we wrześniu 2015 r., choć jednocześnie jednak dostrzegają ryzyko wcześniejszej podwyżki stóp.

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	548
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 694
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 226
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	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	9.1
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.6
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	6.3
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	7.8
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.05
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	3.16
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.07
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	4.18
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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowani w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.