

14 lipca 2014 □ 7 stron

CitiWeekly

Oczekiwany dalszy spadek inflacji

- W tym tygodniu poznamy szereg danych z krajowej gospodarki za czerwiec. Inflacja najprawdopodobniej utrzymała się na bardzo niskim poziomie i według naszych szacunków wzrost CPI spowolnił po raz kolejny do 0,1% r/r za sprawą cen paliw oraz cen żywności.
- Na rynku pracy spodziewamy się kontynuacji pozytywnych trendów i oczekujemy wzrostu płac o 4,6% r/r oraz wzrostu zatrudnienia o 0,6% r/r.
- Oczekujemy również stabilizacji tempa wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu w pobliżu poziomu 4,4% r/r oraz spowolnienia wzrostu zatrudnienia do 0,6% r/r z 0,7% w maju.
- Najnowsze dane o handlu zagranicznym z GUS sugerują, że saldo w rachunku obrotów bieżących w maju najprawdopodobniej odnotowało deficyt w przeciwieństwie do prognoz rynkowych zakładających nadwyżkę.
- Ostatni tydzień przyniósł serię komentarzy członków RPP. Spośród dziesięciu członków zaledwie dwie osoby (E. Chojna Duch oraz J. Osiatyński) zasygnalizowali potrzebę cięcia stóp. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2014 roku oraz przez większość 2015.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

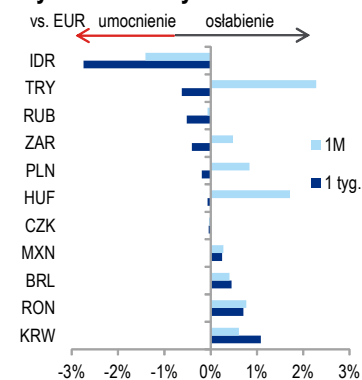
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



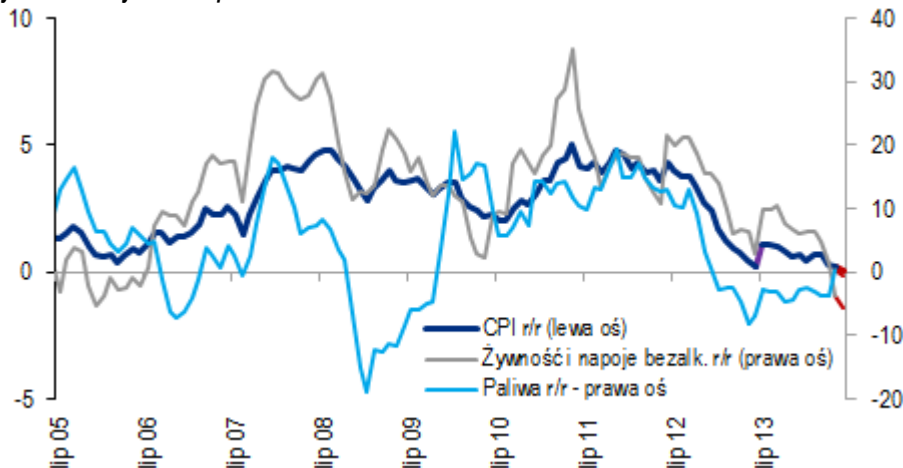
Według stanu na dzień 30.06.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,22	3,06	5,41	1,38	2,50	0,15	2,72	3,80	1,45	2,70
III KW 15	4,17	3,04	5,35	1,37	2,50	0,15	2,73	4,40	1,55	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 25.6.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy dalszego niewielkiego spadku inflacji do 0,1% r/r z 0,2% r/r za sprawą niskiej dynamiki cen żywności o paliw.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	3
- Miniony tydzień	4
- Tabela z prognozami	6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 lip PONIEDZIAŁEK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	V	-1.3	-1.2	0.8
14:00	PL	Saldo obrotów bieżących	mln EUR	V	-423	419	1028
14:00	PL	Eksport	mln EUR	V	13500	13682	14207
14:00	PL	Import	mln EUR	V	13858	13258	13351
14:00	PL	Podaż pieniądza	mln EUR	VI		5.3	5.0
15 lip WTOREK							
		Wystąpienie J. Yellen przed Senackim Komitetem Bankowym					
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VII	27.8	30.0	29.8
14:00	PL	Inflacja	% r/r	VII	0.1	0.2	0.2
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przemysłu	pkt	VII		18.0	19.3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	0.7	0.6	0.3
15:00	PL	Wynik budżetu	mln	VI			
16 lip ŚRODA							
		Wystąpienie J. Yellen przed Komisją Usług Finansowych Izby Reprezentantów					
14:00	PL	Inflacja bazowa	% r/r	VI	0.9	0.8	0.8
14:00	PL	Place	% r/r	VI	4.6	4.6	4.8
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	VI	0.6	0.7	0.7
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	0.3	0.4	0.6
17 lip CZWARTEK							
11:00	EMU	Inflacja	% r/r	VI	0.5	0.5	0.5
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI	4.4	4.0	4.4
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	VI	6.2		10.0
14:00	PL	PPI	% r/r	VI	-1.8	-1.8	-1.0
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	315		304
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	tyg.	1015	1.038	1.005
14:30	USA	Rozpoczęte inwestycje budowlane	tys.	tyg.	1025	1.005	1.001
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	VII	15.0	16.5	17.8
18 lip PIĄTEK							
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	VII	81.5	83.2	82.5
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające koniunktury	%	VI	0.5	0.5	0.5

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

Zapowiedź tygodnia

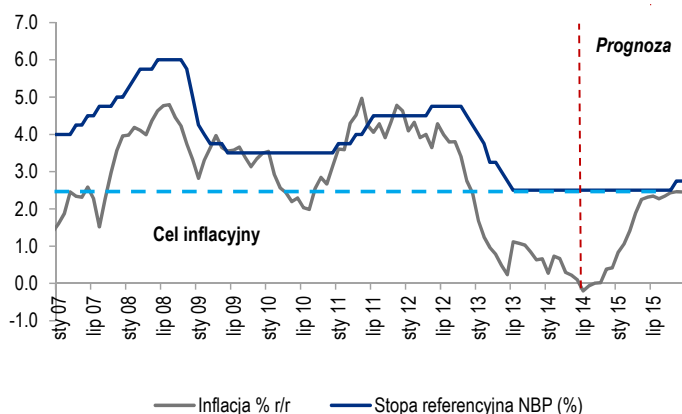
Inflacja

W czerwcu inflacja najprawdopodobniej ponownie utrzymała się na bardzo niskim poziomie. Według naszych szacunków wzrost CPI spowolnił po raz kolejny do 0,1% r/r za sprawą cen paliw oraz cen żywności. Oczekujemy, że to nie koniec procesu dezinflacji w Polsce i łagodna deflacja jest bardzo prawdopodobna zarówno w lipcu jak i w sierpniu i mogłaby się utrzymać nawet do października, jeśli zbiory i warunki pogodowe będą korzystne. Jednak, warto podkreślić, że deflacja żywności obniżała inflację przez długi czas i według naszych szacunków w tym roku średni miesięczny spadek cen żywności wyniósł 0,2% m/m (po wyrównaniu sezonowym), podczas gdy długoterminowa średnia historyczna pokazuje wzrost o 0,3% m/m.

To zjawisko jest związane z rosyjskim embargiem na import mięsa z Polski oraz korzystnymi warunkami pogodowymi. Jednak, zakładamy, że różnice między obecnymi i przeszłymi trendami najprawdopodobniej nie będą długo trwałe i uważamy, że ryzyko odbicia cen żywności w dalszej części roku jest dużo większe niż jest obecnie oczekiwane.

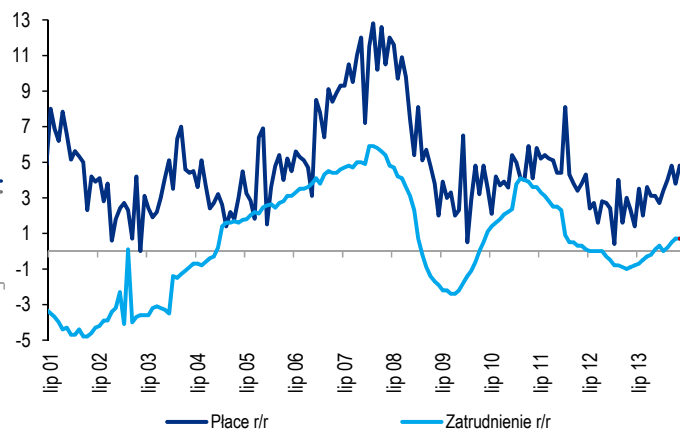
Tym samym, choć nasza prognoza CPI na grudzień jest bardzo niska (0,4% r/r), dostrzegamy asymetryczne ryzyko w górę. Dalszy wzrost inflacji w 2015 r. będzie wynikał ze stopniowej eliminacji niskich odczytów cen żywności z rocznego indeksu.

Wykres 3. Inflacja i stopy procentowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Zatrudnienie i płace



Źródło: szacunki Citi Handlowy.

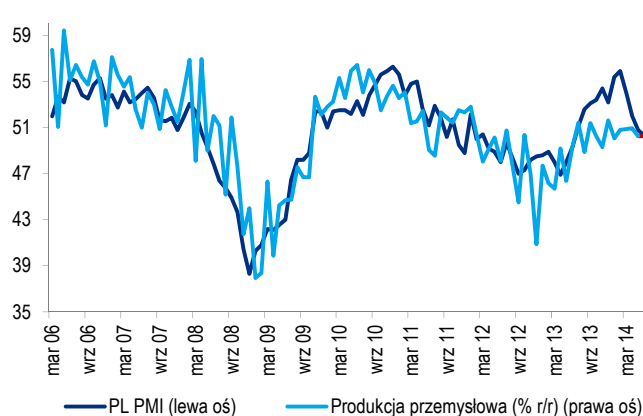
Rynek pracy

Na rynku pracy spodziewamy się kontynuacji pozytywnych trendów i oczekujemy wzrostu płac o 4,6% r/r oraz wzrostu zatrudnienia o 0,6% r/r. Dzięki bardzo niskiej inflacji, wysoki nominalny wzrost płac jest niemal równy wysokiemu realnemu wzrostowi płac, tym samym sugerując dalsze przyspieszenie konsumpcji prywatnej.

Produkcja przemysłowa

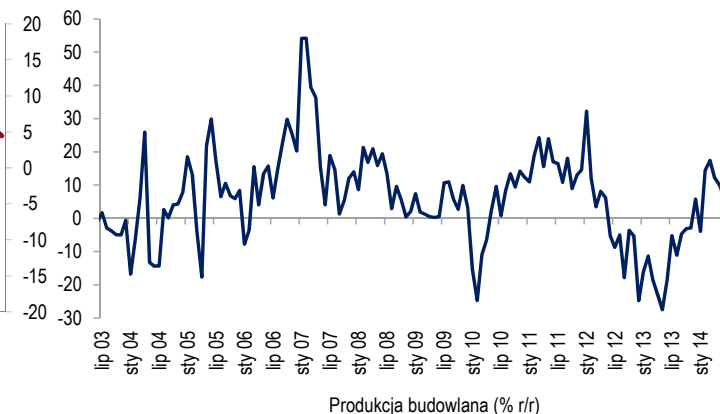
Oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu produkcji przemysłowej w czerwcu w pobliżu poziomu 4,4% r/r. Biorąc pod uwagę niekorzystny efekt kalendarzowy, stabilizacja dynamiki produkcji zakładałaby przyspieszenie wzrostu po korekcie o różnicę w liczbie dni roboczych. W rzeczywistości skala spowolnienia produkcji przemysłowej i budowlanej jak również sprzedaży detalicznej w maju, sugeruje, że słabość mogła być wynikiem pewnych przejściowych efektów statystycznych, które zostaną odwrócone w czerwcu.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana



Źródło: szacunki Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Komentarze z RPP

Ostatni tydzień przyniósł serię komentarzy członków RPP. Na uwagę zasługują między innymi wypowiedzi A. Bratkowskiego (wywiad dla Dow Jones), który zasygnalizował, że pomimo ostatnich zmian w komunikacie Rady, stopy procentowe najprawdopodobniej pozostaną bez zmian przez kilka miesięcy. Ponadto jego zdaniem bardziej prawdopodobne jest to, że najbliższa zmiana stóp będzie podwyżką, a nie obniżką. A. Bratkowski umniejsza znaczenie słabszych danych z gospodarki i uważa, że są one zaledwie argumentem dla Rady aby poczekać dłużej zanim podejmie ona jakiegokolwiek decyzje dotyczące polityki pieniężnej.

Niemniej bardziej zaskakujące jest to, że zdaniem Bratkowskiego ze względu na niski poziom inflacji „nawet niewielkie spowolnienie wzrostu w II kwartale może być silnym argumentem za obniżką”. Biorąc pod uwagę, że nasze prognozy zakładają umiarkowane (choć zaledwie przejściowe) spowolnienie w II kwartale, powyższa deklaracja zawiesza poprzeczkę dla obniżki stóp na zaskakująco niskim poziomie. Odnosząc się do możliwych sygnałów skłaniających do cięcia stóp Bratkowski stwierdził, że przemawiałoby za tym na przykład umocnienie złotego poniżej 4,00 wobec euro w bardzo krótkim czasie.

Podsumowując, komentarze A. Bratkowskiego wydają się częściowo ze sobą sprzeczne (z jednej strony: „bardziej prawdopodobna podwyżka niż obniżka”, a z drugiej: „nawet niewielkie spowolnienie (...) argumentem za

obniżką”), niemniej główne przesłanie sprowadza się do tego, że rynkowe nadzieje na obniżki stóp są przesadzone. W pewnym sensie ten komentarz odzwierciedla ton wypowiedzi innych członków Rady, w tym prezesa Belki oraz A. Zielińskiej-Głębockiej. Spośród dziesięciu członków zaledwie dwie osoby (E. Chojna-Duch oraz J. Osiatyński) zasygnalizowali potrzebę cięcia stóp. Biorąc to pod uwagę oczekujemy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca 2014 roku oraz przez większość 2015.

Spadek nadwyżki w handlu

Najnowsze dane o handlu zagranicznym z GUS sugerują, że saldo w rachunku obrotów bieżących w maju najprawdopodobniej odnotowało deficyt w przeciwieństwie do prognoz rynkowych zakładających nadwyżkę. Według GUS nadwyżka handlowa po pięciu miesiącach roku wyniosła 65 mln €, co wskazuje na około 640 mln € deficytu w samym maju. Eksport utrzymał się w dotychczasowym trendzie podczas gdy główny czynnikiem stojącym za pogorszeniem bilansu handlowego było przyspieszenie importu. Naszym zdaniem może to być traktowane jako kolejny sygnał potwierdzający, że popyt krajowy jest na ścieżce ożywienia, co powinno częściowo kompensować negatywny wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego. Podsumowując, na podstawie tych danych szacujemy, że deficyt w rachunku bieżącym w maju wyniósł około 423 mln €, wobec oczekiwań rynkowych zbliżonych do nadwyżki na poziomie 600 mln €.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	516	553
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	14 376
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	4.8
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	3.95
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.13
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.06
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.26
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.19
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	47.5
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 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.