

CitiWeekly

Zapowiada się znaczny wzrost deficytu CA

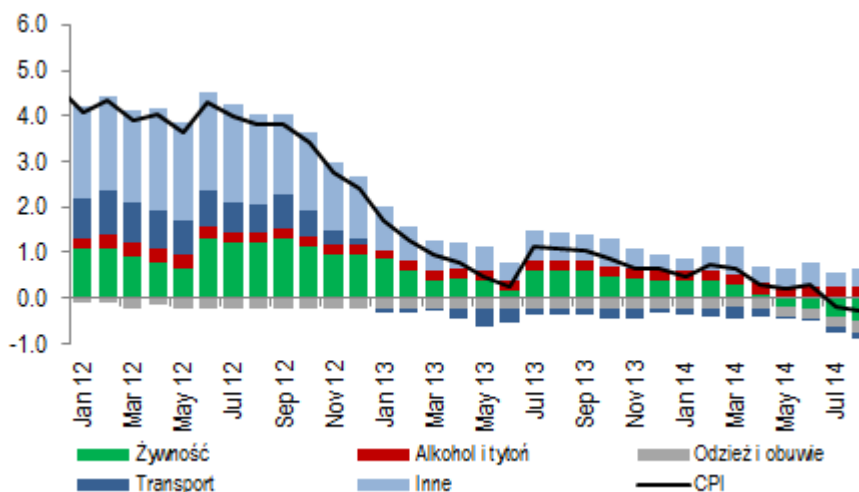
- RPP obniżyła w ubiegłym tygodniu stopę referencyjną o 50 pb, a więc głębiej niż zakładał konsensus rynkowy. Większym zaskoczeniem okazało się jednocześnie obniżenie stopy lombardowej aż o 100 pb. Spodziewamy się, że w listopadzie może dojść do jeszcze jednej obniżki wszystkich stóp procentowych o 25pb.
- Wstępne dane za sierpień wskazują na załamanie eksportu do Rosji oraz wyraźne spowolnienie eksportu do Niemiec. Biorąc to pod uwagę podnieśliśmy naszą prognozę sierpniowego deficytu w rachunku bieżącym z 0,5 mld euro do 1,5 mld euro (najwyższy deficyt od dwóch lat).
- Oczekujemy dalszego i głębszego niż zakłada rynek spadku inflacji we wrześniu do -0,5% r/r z -0,3% w sierpniu za sprawą dalszego spadku cen żywności oraz cen paliw. Według naszych szacunków inflacja może pozostać poniżej zera do końca bieżącego roku.
- Po bardzo słabym sierpniu produkcja przemysłowa prawdopodobnie odbiła we wrześniu, zarówno dzięki bardziej korzystnemu efektowi dni roboczych oraz poprawie aktywności w firmach produkujących samochody. Biorąc to pod uwagę oczekujemy wzrostu produkcji przemysłowej o około 5% r/r we wrześniu.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,27	3,53	5,62	1,21	2,00	0,10	2,14	3,55	0,75	2,70
IV KW 15	4,20	3,59	5,68	1,17	2,00	0,10	2,28	4,00	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.26.09.2014 r.

Wykres 2. Wskaźnik inflacji CPI oraz kontrybucja głównych składowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

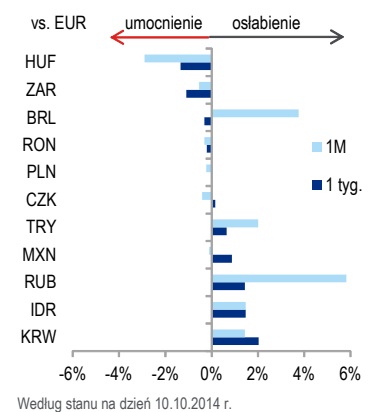
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.10.2014 r.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
13 paź PONIEDZIAŁEK							
	USA	Dzień Kolumba					
14 paź WTOREK							
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% r/r	VIII		-1,6	1,0
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VIII		1,0	6,9
14:00	PL	Bilans obrotów bieżących	mIn EUR	VIII	-1428	-340	-173
14:00	PL	Podaż pieniądza	% r/r	IX		7,7	7,4
15 paź ŚRODA							
14:00	PL	CPI	% r/r	IX	-0,5	-0,4	-0,3
14:30	USA	Indeks aktywności Empire State	%	X		0,1	0,0
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX		-0,2	0,6
16 paź CZWARTEK							
11:00	EMU	Inflacja HICP	% r/r	IX		0,3	0,3
14:00	PL	Inflacja netto	% r/r	IX	0,8	0,6	0,5
14:00	PL	Płace	% r/r	IX	4,2	3,5	3,5
14:00	PL	Zatrudnienie	% r/r	IX	0,8	0,8	0,7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.		290	287
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	%		0,4	-0,1
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	%	IX		79,0	78,8
16:00	USA	Indeks Philly Fed	pkt	X		20,0	22,5
17 paź PIĄTEK							
14:00	PL	Produkcja przemysłowa	% r/r	IX	5,0	3,1	-1,9
14:00	PL	Produkcja budowlana	% r/r	IX	0,4	0,5	-3,6
14:00	PL	PPI	% r/r	IX	-1,3	-1,5	-1,5
14:30	USA	Rozpoczęta budowa domów	tys.	IX		1010	956
14:30	USA	Wydane pozwolenia na budowę	tys.	IX		1027	1003
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	X		84,0	84,6

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

Zapowiedź tygodnia

Inflacja

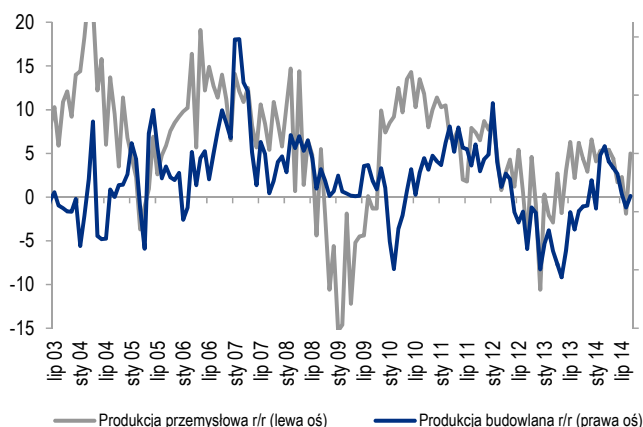
We wrześniu inflacja najprawdopodobniej ponownie spadła. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ceny konsumentów obniżyły się we wrześniu o ok. 0,5% r/r (wobec spadku o 0,3% r/r w sierpniu). Taki spadek był najprawdopodobniej wynikiem elementów niebazowych, gdyż obniżka cen żywności była kontynuowana za sprawą bardzo dobrych zbiorów jak również rosyjskiego embarga. Ponadto, ceny paliw spadły w związku z

niższymi cenami ropy, podczas gdy inflacja bazowa najprawdopodobniej wzrosła do 0,8% r/r. Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach inflacja zacznie rosnąć, przekraczając 0% w styczniu oraz osiągając niemal 2% do końca 2015 r.

Produkcja

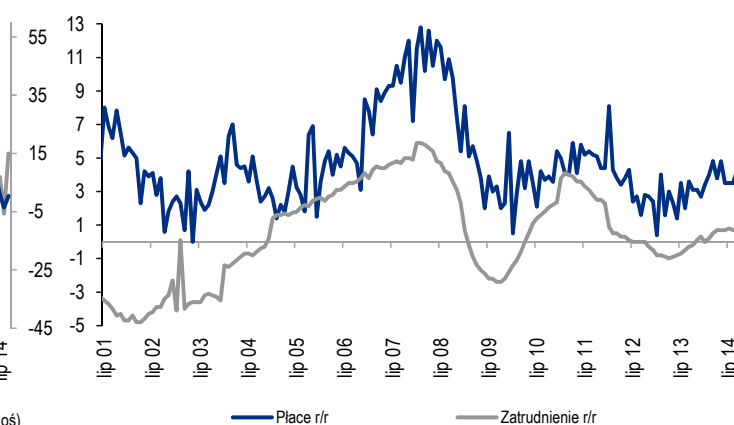
Wyższa liczba dni roboczych prawdopodobnie wsparła produkcję przemysłową i budowlaną we wrześniu. Według naszych prognoz, produkcja przemysłowa wzrosła o 5% r/r po spadku o 1,9% r/r w sierpniu. Naszym zdaniem istnieje spora niepewność co do możliwości utrzymania spadku w produkcji samochodów w sierpniu i oczekujemy, że duża część słabego wyniku produkcji może być wyjaśniona przez dłuższe niż zazwyczaj urlopy i przerwy w produkcji w firmach zajmujących się produkcją samochodów. W nadchodzących miesiącach, z powodu wysokiej bazy, wzrost produkcji przemysłowej prawdopodobnie będzie oscylował nieznacznie powyżej zera i prawdopodobnie wyraźniej przyspieszy dopiero w 2015 r. Niemniej dalsze osłabienie złotego mogłoby wesprzeć produkcję przemysłową już wcześniej.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

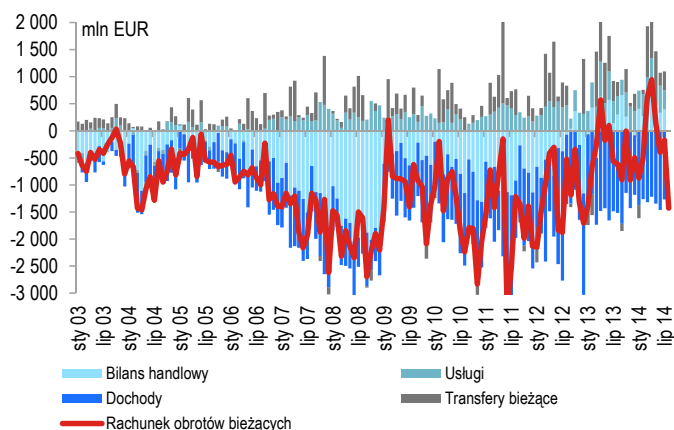
Rynek pracy

Pomimo osłabienia aktywności w ostatnich miesiącach oczekujemy publikacji kolejnych dobrych danych z rynku pracy. Według naszych szacunków, nominalny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 4,2% r/r we wrześniu, podczas gdy zatrudnienie wzrosło o 0,8% r/r. Poprawa w porównaniu do sierpniowych danych wynikała częściowo z efektu kalendarzowego, ale nawet korygując o różnicę w liczbie dni roboczych, rynek pracy wydaje się być w fazie lekkiego ożywienia. To z kolei dobrze wróży konsumpcji prywatnej w najbliższych kwartałach.

Bilans płatniczy

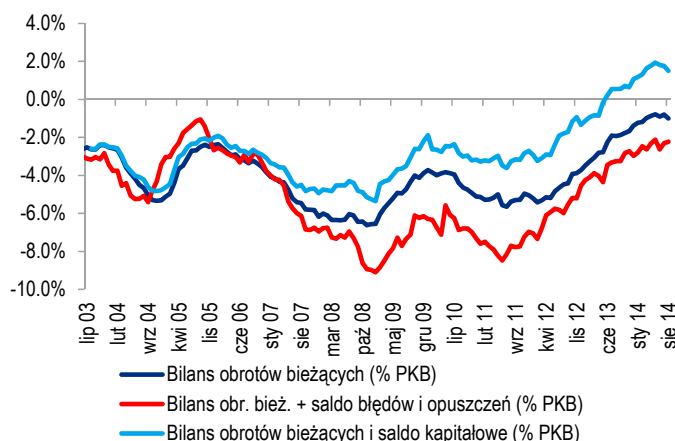
Deficyt obrotów bieżących prawdopodobnie wzrósł w sierpniu do 1,4 mld € z 0,17 mld € w lipcu. Pogorszenie wynika zarówno z niższego napływu środków unijnych do kraju, jak i z załamania eksportu na wschód oraz spowolnienia eksportu do Niemiec. Nasza prognoza jest wyraźnie wyższa od konsensusu rynkowego (-0,36 mld euro).

Wykres 5. Bilans obrotów bieżących i główne składowe



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Bilans obrotów bieżących w relacji do PKB



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

RPP

Na październikowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej nie obyło się bez niespodzianek. RPP postanowiła obniżyć stopę referencyjną o 50 pb do poziomu 2%, a więc głębiej niż zakładał konsensus rynkowy oraz nasza prognoza. Ponadto Rada pozostawiła stopę depozytową na niezmiennym poziomie wynoszącym 1%, a jednocześnie obniżyła stopę lombardową o 100 pb do poziomu 3%. Dzięki temu korytarz wyznaczany przez te dwie stopy procentowe pozostał symetryczny wokół stopy referencyjnej.

Kluczowe pytanie nasuwające się po ostatniej decyzji władz monetarnych dotyczy tego, czy była to jednorazowa obniżka, czy początek dłuższego cyklu. W naszej ocenie komunikat RPP nie zawierał w sobie nic, co w sposób przekonujący mogłoby świadczyć o tym, że Rada zrobiła tylko jeden ruch. W rzeczywistości Rada nie wykluczyła dalszego dostosowania stóp procentowych jeżeli nowe dane lub projekcja potwierdzą istotne zagrożenie niską inflacją w średnim terminie. Prezes Belka zapowiedział jednak, że chciałby skoncentrować proces luzowania polityki pieniężnej w krótkim czasie, co sugeruje, że RPP może chcieć skończyć obniżki już w listopadzie.

Biorąc to pod uwagę spodziewamy się jeszcze jednej obniżki stóp procentowych o 25pb w listopadzie (tym razem cięcie dotyczyłoby wszystkich stóp w tej samej skali). Publikowana za miesiąc projekcja najprawdopodobniej pokaże niższą ścieżkę wzrostu w 2014 r. i 2015 r., a także niższą inflację. Z drugiej strony oczekujemy, że dane z polskiej gospodarki, które ukażą się w najbliższych dniach mogą pokazać szybsze niż dotychczas tempo wzrostu. Takie pozytywne sygnały zapewne działałyby ograniczająco na skłonność RPP do wyraźnego luzowania polityki pieniężnej. Powyższe czynniki wpływają na naszą prognozę, zakładającą jeszcze tylko jedną obniżkę o 25pb (do 1,75%), z ryzykiem nieco większego poluzowania polityki pieniężnej jeżeli dane gospodarcze rozczarują.

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	526
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 692
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	13 650
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	12.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.0
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1
Plące 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	3.55
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	-4.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-0.8
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	4.5
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	222.6
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	218.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	7.0
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-21.5
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	97.3
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	-3.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	-1.2
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	29.7

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.