

CitiWeekly

PKB ważniejszy od inflacji

- W tym tygodniu poznamy kolejne dane z gospodarki, które mogą mieć mieszany wydźwięk. Z jednej strony spodziewamy się wciąż stosunkowo dobrych danych z rynku pracy i podobnie jak rynek oczekujemy utrzymania wzrostu płac oraz wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw na poziomach zbliżonych do zanotowanych we wrześniu. Z drugiej strony oczekujemy ponownego osłabienia produkcji przemysłowej i budowlanej. Naszym zdaniem w październiku produkcja przemysłowa podobnie jak w sierpniu zanotowała spadek, chociaż również i tym razem w dużej mierze wynikało to z efektu liczby dni roboczych. Po eliminacji efektu dni roboczych dane o produkcji za październik były najprawdopodobniej lepsze, na co wskazuje wzrost indeksu PMI.
- Miniony tydzień przyniósł publikację dwóch kluczowych wskaźników, z których każdy niesie ze sobą zupełnie odmienne implikacje dla polityki pieniężnej. Inflacja nieoczekiwanie spadła do -0,6% r/r. Choć wynikało to głównie z niższej dynamiki cen żywności to tak znaczne odchylenie inflacji od celu i kształtowanie się jej znacznie poniżej ścieżki nakreślonej w ostatniej projekcji NBP mogłoby sugerować wzrost prawdopodobieństwa stosunkowo szybkiej kolejnej obniżki stóp procentowych.
- Znacznie lepszy od oczekiwań okazał się jednak wstępny odczyt danych o PKB za III kw. Mimo sporego osłabienia w miesięcznych danych o produkcji i sprzedaży wzrost PKB w III kw. wyniósł aż 3,3% r/r. Biorąc pod uwagę niską inflację i spodziewane osłabienie miesięcznych danych o produkcji, sądzimy, że do niewielkiego cięcia stóp procentowych o 25pb może dojść dopiero w styczniu.
- Deficyt obrotów bieżących zmniejszył się we wrześniu do 0,2 mld €, głównie za sprawą wyższego od oczekiwań eksportu, a skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy wyniósł 1,3% PKB.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,25	3,48	5,52	1,22	1,75	0,05	1,89	2,50	0,65	2,35
IV KW 15	4,23	3,74	5,57	1,13	1,75	0,05	1,95	3,20	1,25	3,05

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 31.10.2014 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

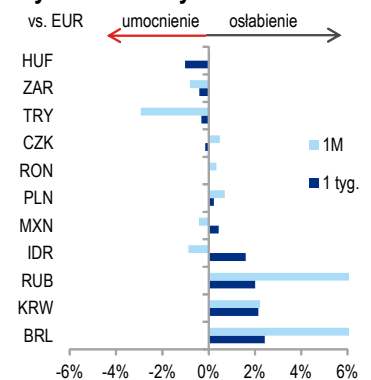
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

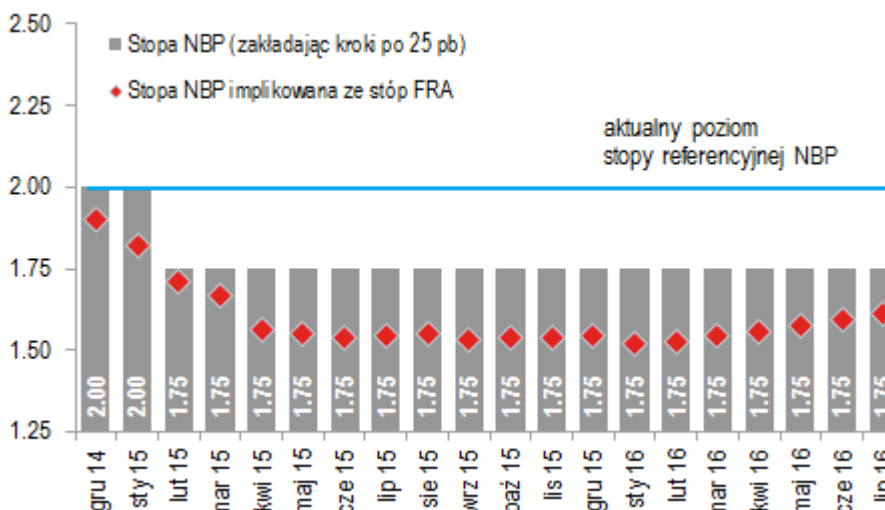
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 14.11.2014 r.
Źródło: Reuters.

Wykres 2. Ścieżka stóp procentowych wynikająca z notowań FRA.



Źródło: Citi Handlowy, Reuters.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
17 lis PONIEDZIAŁEK							
14:30	US	Indeks Empire (przetwórstwo)	pkt.	XI	-	12.0	6.2
15:15	US	Produkcja przemysłowa	m/m	X	0,3%	0.2%	1.0%
15:15	US	Wykorzystanie mocy produkcyjnych	%	X	79,4%	79.3%	79.3%
18 lis WTOREK							
11:00	GE	Indeks oczekiwań ZEW	pkt.	XI	1,4	0.5	-3.6
14:30	US	PPI	m/m	X	-0,1%	-0.1%	-0.1%
19 lis ŚRODA							
11:00	EMU	Produkcja budowlana	m/m	IX	-	-	1.5%
14:00	PL	Wynagrodzenie	r/r	X	3,4%	3.3%	3.4%
14:00	PL	Zatrudnienie	r/r	X	0,8%	0.8%	0.8%
14:30	US	Rozpoczęte budowy	tys.	X	1025	1025	1017
14:30	US	Pozwolenia na budowę	tys.	X	1035	1035	1018
20:00	US	"Minutes" z posiedzenia Fed	-	-	-	-	-
20 lis CZWARTEK							
09:30	GE	PMI dla sektora przetwórczego	pkt.	XI	-	51.5	51.4
09:30	GE	PMI dla sektora usług	pkt.	XI	-	54.5	54.4
09:30	GE	PMI Composite	pkt.	XI	-	54.0	53.9
10:00	EMU	PMI dla sektora przetwórczego	pkt.	XI	50,5	50.8	50.6
10:00	EMU	PMI dla sektora usług	pkt.	XI	51,8	52.4	52.3
10:00	EMU	PMI Composite	pkt.	XI	51,7	52.3	52.1
14:00	PL	Produkcja sprzedana przemysłu	r/r	X	-0,3%	1.4%	4.2%
14:00	PL	Produkcja budowlana	r/r	X	1,8%	2.2%	5.6%
14:00	PL	PPI	r/r	X	-1,0%	-1.2%	-1.6%
14:00	PL	"Minutes" z posiedzenia RPP	-	XI	-	-	-
14:30	US	CPI	m/m	X	0,0%	-0.1%	0.1%
14:30	US	CPI po wykluczeniu żywności i energii	m/m	X	0,2%	0.1%	0.1%
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg	270	280	290
15:45	US	PMI dla sektora przetwórczego	pkt.	XI	-	56.5	55.9
16:00	US	Indeks Philadelphia Fed	pkt.	XI	-	18.0	20.7
16:00	US	Sprzedaż domów	mln.	X	5,15	5.15	5.17
16:00	EMU	Nastroje konsumentów	pkt.	XI	-12,0	-10.7	-11.1
16:00	US	Indeks wyprzedzający	pkt.	X	0,7%	0.6%	0.8%

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

Zapowiedź tygodnia

Płace i zatrudnienie (19 listopada)

Rynek pracy pozostaje w fazie stopniowego ożywienia, co przekłada się na umiarkowany wzrost płac oraz zatrudnienia. Według naszych szacunków przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku nominalnie o 3,4% r/r. W ujęciu realnym wynik ten odpowiadałby wzrostowi o około 4%. Wzrost płac, jak również wzrost zatrudnienia (nasza prognoza: 0,8% r/r) powinny sprzyjać wzrostowi konsumpcji w IV kwartale.

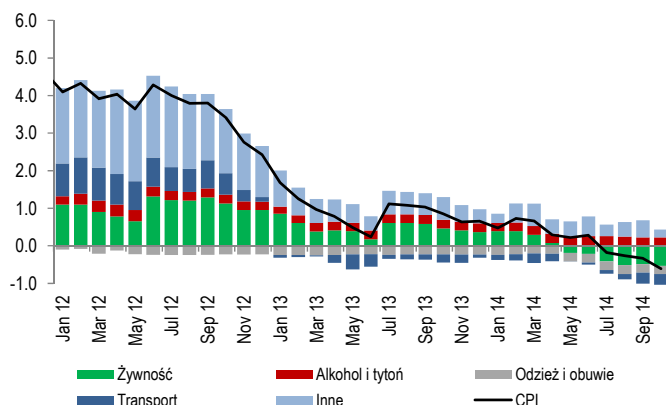
Produkcja przemysłowa (20 listopada)

Po relatywnie silnym wzroście we wrześniu, tym razem w październiku spodziewamy się spowolnienia dynamiki produkcji przemysłowej. Naszym zdaniem to różnice w liczbie dni roboczych były głównym powodem spowolnienia w ostatnim miesiącu i biorąc to pod uwagę oczekujemy spadku produkcji o 0,3% r/r. Z kolei w przypadku produkcji budowlanej oczekujemy wzrostu o 1,8% r/r, między innymi dzięki finalizacji projektów infrastrukturalnych przed wyborami samorządowymi.

Miniony tydzień

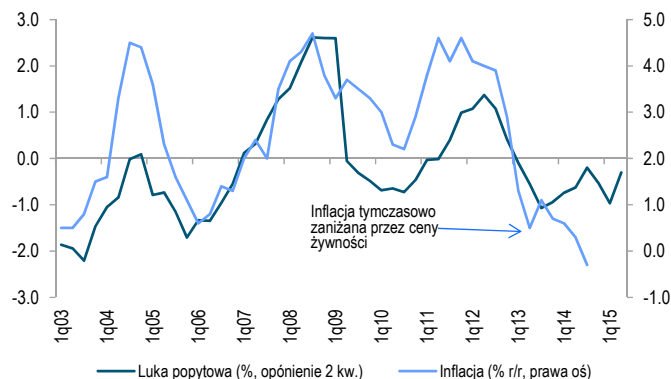
Miniony tydzień przyniósł publikację dwóch kluczowych wskaźników, z których każdy niesie ze sobą zupełnie odmienne implikacje dla polityki pieniężnej. Po pierwsze wskaźnik CPI spadł do poziomu -0,6% r/r, co oznacza pogłębienie i zarazem wydłużenie okresu deflacji w Polsce. Co prawda spadek wynikał z niskich cen żywności, ale również inflacja bazowa spadła bardziej niż można było się spodziewać, osiągając poziom 0,2% r/r. W naszej obecnej prognozie okres deflacji może potrwać aż do lutego, co stawia Radę Polityki Pieniężnej (RPP) w niekomfortowej sytuacji, biorąc pod uwagę, że cel inflacyjny jest wyznaczony na nieosiągalnym na razie poziomie 2,5%.

Wykres 3. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Inflacja oraz luka popytowa-



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Z drugiej jednak strony pomimo niskiej inflacji najnowsze dane o PKB zaskoczyły pozytywnie. W III kwartale wzrost gospodarczy wyhamował tylko nieznacznie i wyniósł 3,3% r/r, wobec prognoz na poziomie 2,7%. Dodatkowo GUS skorygował dane za poprzedni kwartał w górę (o 0,2 pp). Dokładne rozbięcie danych będzie dostępne w późniejszym terminie, ale przypuszczamy, że tak silny wynik mógł wynikać z pozytywnego wkładu eksportu netto.

Dane o PKB były wyższe niż nawet relatywnie optymistyczna projekcja NBP, która zakładała wzrost na poziomie 3%. Naszym zdaniem ten fakt może wzmocnić pozycję jastrzębi w RPP i utrudni dalsze obniżki stóp procentowych. Choć dotychczas spodziewaliśmy się niewielkiego cięcia w grudniu, obecnie uważamy taki scenariusz za mało prawdopodobny. Biorąc pod uwagę niską inflację i spodziewane osłabienie miesięcznych danych o produkcji, sądzimy, że do niewielkiego cięcia stóp procentowych o 25pb może dojść dopiero w styczniu. Ponadto, naszym zdaniem szanse na cięcie głębsze niż 25pb są bardzo małe.

Prognozy wybranych par walutowych (na koniec kwartału)

	Gru-14	Mar-15	Cze-15	Wrz-15	Gru-15
EUR/USD	1.22	1.19	1.16	1.14	1.13
EURPLN	4.25	4.27	4.29	4.27	4.23
USD/PLN	3.48	3.59	3.70	3.75	3.74
CHF/PLN	3.51	3.53	3.55	3.50	3.47
GBP/PLN	5.52	5.62	5.88	5.85	5.57

Źródło: Reuters, prognozy Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	533	433	470	517	490	516	523	474
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,632	1,678	1,749
PKB per capita (USD)	13,982	11,332	12,210	13,404	12,721	13,416	13,596	12,318
Populacja (mln)	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	9.5	11.9	12.4	12.5	13.4	13.4	11.8	11.3
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0	3.4
Inwestycje (% r/r)	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0	6.3
Spożycie ogółem (% r/r)	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5	2.8
Eksport (% r/r)	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5	4.7
Import (% r/r)	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.4	4.6
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	-0.1	2.0
Inflacja CPI (% średnia)	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1	1.2
Płace nominalne (% r/r)	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.8	4.8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	1.75	1.75
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	1.78	1.82
Rentowność obligacji 10-letnich	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	2.50	3.20
USD/PLN (Koniec okresu)	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.48	3.74
USD/PLN (Średnia)	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.15	3.66
EUR/PLN (Koniec okresu)	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.25	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18	4.27
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-25.5	-9.7	-24.1	-27.1	-17.6	-7.0	-10.7	-15.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.8	-2.2	-5.1	-5.2	-3.6	-1.4	-2.0	-3.4
Saldo handlu zagranicznego	-26.0	-4.3	-11.8	-17.4	-9.2	0.9	0.0	-4.6
Eksport	178.7	142.1	165.9	184.2	181.1	197.8	205.9	201.3
Import	204.7	146.4	177.7	201.6	190.3	196.9	206.0	205.8
Saldo usług	5.0	4.8	3.1	7.3	8.0	10.6	8.7	7.7
Saldo dochodów	-12.8	-16.6	-19.1	-18.0	-16.1	-18.0	-20.1	-20.1
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	10.3	8.8	6.9	-13.8	-6.6	-3.7	-12.0	-18.0
Rezerwy międzynarodowe	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	76.9	36.9
Amortyzacja	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2	51.0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3.7	-7.4	-7.9	-4.9	-3.7	-4.0	-3.0	-2.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1.4	-4.6	-5.2	-2.6	-1.2	-1.8	-0.9	-0.5
Dług publiczny (Polska metodologia)	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.1	48.0	48.5
Dług krajowy	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.0	30.1

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 r. 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 zaangażowany 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.