

CitiWeekly

Stopy pozostaną nisko na długo

- W tym tygodniu głównym wydarzeniem w kraju będzie posiedzenie decyzyjne RPP. Oczekujemy, że RPP nie zmieni parametrów polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że pierwsza podwyżka stóp procentowych nastąpi we wrześniu przyszłego roku z asymetrycznym ryzykiem po stronie późniejszego rozpoczęcia cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.
- Takie ryzyko wzmacniane jest również przez planowane wprowadzenie rotacyjności RPP, w wyniku którego w przyszłym roku miałyby zostać powołanych troje nowych członków Rady, a najprawdopodobniej byłoby to raczej umiarkowani lub gołębi członkowie RPP.
- Dane o PKB za III kwartał pokazały, że choć wzrost gospodarczy w III kwartale był wciąż głównie napędzany przez eksport netto, to za przyspieszenie wzrostu PKB do 1,9% r/r z 0,8% w II kwartale odpowiadała przede wszystkim poprawa w popycie krajowym. Za dalszym przyspieszeniem wzrostu PKB przemawia znaczny wzrost indeksu PMI w listopadzie do najwyższego poziomu od kwietnia 2011.
- Wzrost sprzedaży detalicznej rozczarował i spowolnił w październiku do 3,2% r/r. Jednak w ujęciu realnym spadek tempa wzrostu był mniejszy, a powolna, ale konsekwentna poprawa sytuacji na rynku pracy powinna się przekładać na coraz lepsze wyniki konsumpcji w kolejnych kwartałach.
- Za granicą w tym tygodniu zaplanowano także decyzję EBC, ale analitycy Citi nie oczekują żadnych zmian polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Ponadto w piątek poznamy listopadowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

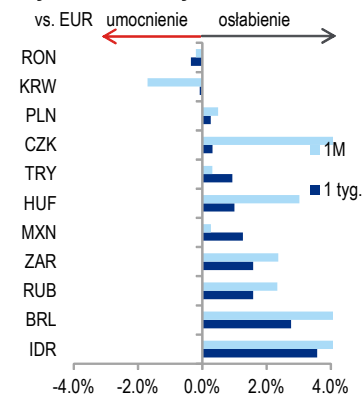
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



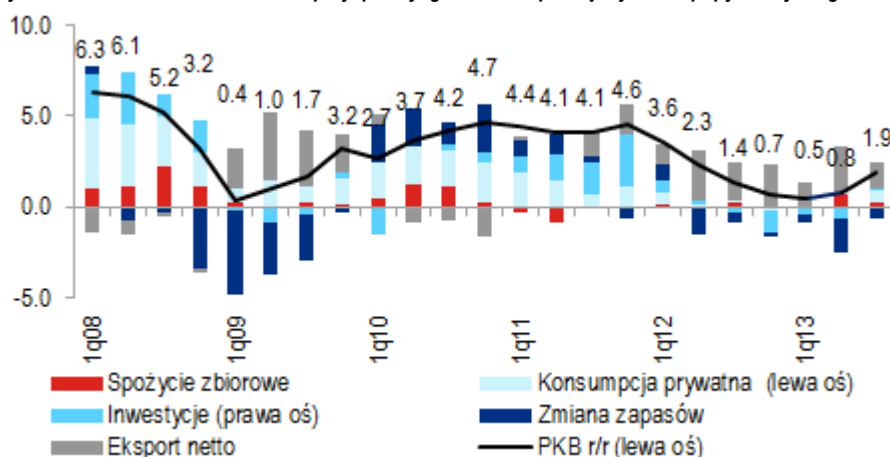
Według stanu na dzień 29.11.2013

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
IV KW 13	4,14	3,00	4,99	1,38	2,50	0,25	2,67	1,80	2,56
IV KW 14	4,06	2,90	5,01	1,40	3,25	0,25	3,71	1,90	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 23.10.2013 r.

Wykres 2. W III kwartale wzrost PKB przyspieszył głównie za sprawą ożywienia popytu krajowego.



Źródło: Reuters, GUS, Citi Research

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
2 gru PONIEDZIAŁEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XI	53.9	53.6	53.4
09:53	DE	PMI dla przemysłu	pkt	XI		52.5	52.5
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	XI	51.6	51.5	51.5
16:00	USA	ISM	pkt	XI	54.5	55.0	56.4
3 gru WTOREK							
11:00	EMU	PPI	% m/m	X		-1.1	-0.9
4 gru ŚRODA							
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	XI	50.9	50.9	50.9
11:00	EMU	Zrewidowany PKB	% r/r	III kw.	-0.4	-0.4	-0.4
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% r/r	X	1.1		0.3
14:00	USA	ADP - zatrudnienie w sekt. prywatnym	% r/r	X		170.0	130.0
14:00	PL	Spotkanie RPP	%	XII	2.5	2.5	2.5
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XI	54.0	55.0	55.4
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	X	0.430	0.435	
5 gru CZWARTEK							
13:00	UK	Decyzja Banku Anglii	%	XII	0.50	0.50	0.50
13:45	USA	Decyzja EBC	%	XII	0.25	0.25	0.25
14:30	USA	Wzrost PKB	% r/r	III kw.	3.3	3.1	2.8
14:30	USA	Liczba owych bezrobotnych	tys.	tyg.	320.0		316.0
14:30	USA	Zamówienia w przemyśle	%	X	-1.1	-1.0	1.7
6 gru PIĄTEK							
11:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	X	-0.5	0.5	3.3
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	%	XI	180.0	175.0	204.0
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	XII	76.0	0.0	75.1

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

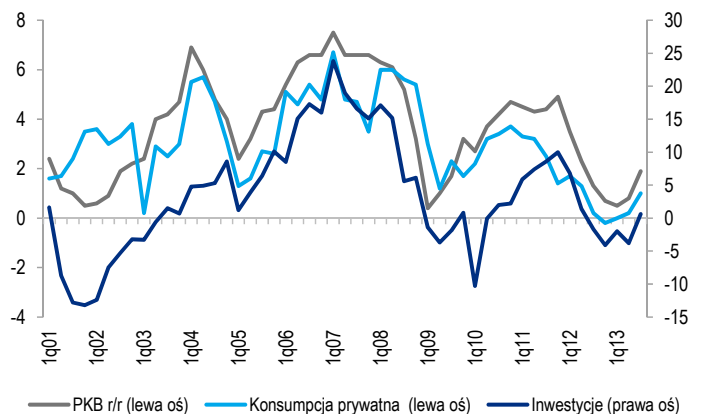
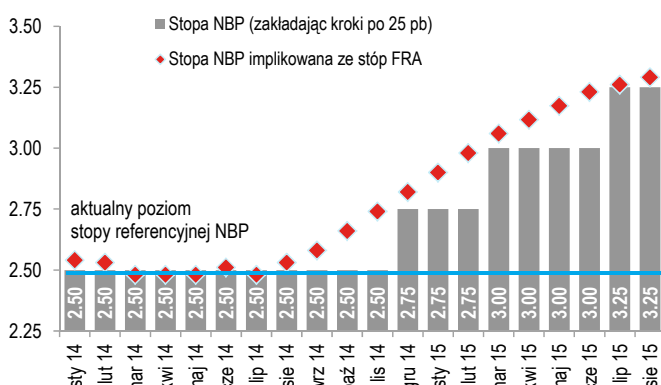
Zapowiedź tygodnia

RPP

Oczekujemy, że RPP nie zmieni parametrów polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Taka decyzja wydaje się zgodna z sygnałem zawartym w ostatnim komunikacie RPP, który mówił o tym, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy 2014 r. Taki scenariusz jest także zgodny z wypowiedziami niektórych członków Rady mówiących o tym, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian nawet dłużej. W odniesieniu do danych z gospodarki, dane o PKB za III kwartał zaskoczyły w górę, natomiast dane o produkcji i sprzedaży

rozczarowały, a dane z rynku pracy pokazały wciąż niewielki wzrost płac, ale przy powolnej poprawie popytu na pracę. Jednocześnie inflacja zaskoczyła w dół, co obniżyło oczekiwaną ścieżkę inflacji. W przyszłym roku oczekujemy wzrostu PKB o 3,1% r/r, tj. powyżej konsensusu oraz powolnego wzrostu inflacji, która jednak pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego w przyszłym roku. Biorąc to pod uwagę prognozujemy, że pierwsza podwyżka stóp jest możliwa najwcześniej we wrześniu 2014 r. a w sumie w przyszłym roku RPP zdecyduje się na dwie podwyżki stóp po 25 pb. Widzimy jednak ryzyko asymetryczne, że podwyżki mogą rozpocząć się później i może być ich mniej niż zakładamy w naszym podstawowym scenariuszu.

Wykres 3. Implikowana ze stóp FRA oczekiwana stopa referencyjna NBP Wykres 4. Wzrost PKB i główne składowe (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

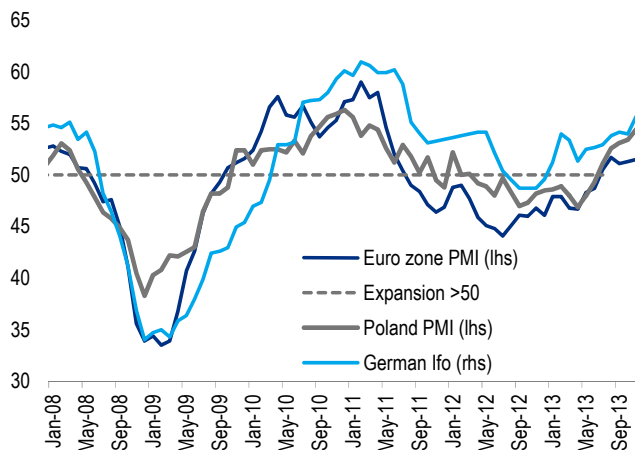
PKB

Według ubiegłotygodniowych danych GUS, polska gospodarka przyspieszyła do 1,9% r/r w III kwartale z 0,8% r/r w II kwartale, tj. zgodnie z przedwstępnym szacunkiem publikowanym w połowie listopada i zgodnie z konsensem rynkowym. W ujęciu kwartalnym PKB wzrósł o 0,6%, najszybciej od niemal dwóch lat. Dane potwierdziły, że obecnie motorem wzrostu jest nie tylko eksport netto, ale także popyt krajowy, który zanotował wzrost po raz pierwszy od I połowy 2012. Zarówno konsumpcja prywatna jak i inwestycje wzrosły w porównaniu do III kwartału ubiegłego roku, odpowiednio o 1% oraz 0,6% wobec naszych szacunków na poziomie 1,1% oraz -2,5%. Tak jak dotychczas sygnalizowaliśmy oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 3,1% r/r w 2014 r., tj. powyżej konsensusu rynkowego na poziomie 2,6% r/r.

PMI

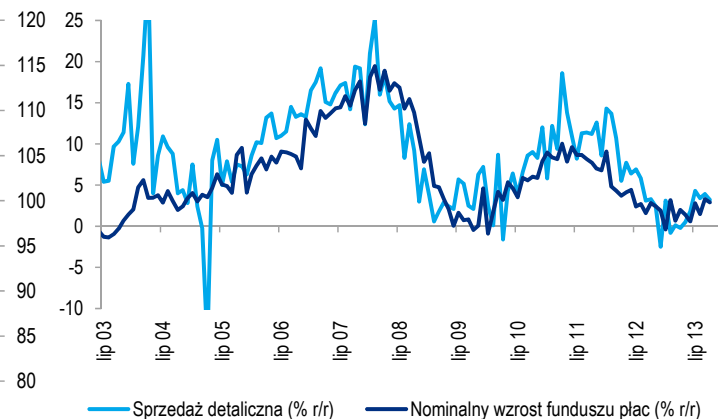
Indeks aktywności w przemyśle PMI wzrósł do 54,4 pkt (najwyżej od kwietnia 2011 r.) i był sporo powyżej konsensusu (53,6 pkt). Wzrost wynikał ze znaczącego przyspieszenia nowych zamówień, w tym szczególnie zamówień krajowych. Te dane stwarzają ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji przemysłowej na listopad (2,1% r/r), która jest powyżej konsensusu (1,4%).

Wykres 3. PMI dla Polski i strefy euro oraz niemiecki Ifo



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Sprzedaż detaliczna (% r/r)



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Sprzedaż słabsza od prognoz, ale trend poprawy konsumpcji trwa

Wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu nominalnym spowolnił w październiku do 3,2% r/r z 3,9% r/r. Mimo negatywnej niespodzianki dane są spójne z trwającym ożywieniem konsumpcji prywatnej. Dane okazały się niższe od prognoz głównie za sprawą słabego wyniku w sprzedaży odzieży i obuwniczej, co jednak naszym zdaniem jest jednorazowym zjawiskiem związanym z dobrymi warunkami pogodowymi w październiku tego roku. Oczekujemy, że ta sytuacja się odwróci w następnych miesiącach, pomagając utrzymać nominalny wzrost sprzedaży blisko 5% w listopadzie i grudniu.

Jeżeli chodzi o realny wzrost sprzedaży, według danych urzędu statystycznego spowolnił on do 3,7% r/r w październiku z 4,1% we wrześniu. Traktujemy to jako jeszcze jeden znak wzrostu wydatków w II połowie 2013 r. po znacznym osłabieniu w II połowie roku i oczekujemy wzrostu konsumpcji prywatnej o 1,5-1,8% r/r w IV kwartale.

Stabilizacja stopy bezrobocia

Rynek pracy pokazuje oznaki stabilizacji i stopniowego ożywienia. Stopa bezrobocia według danych GUS pozostała na poziomie 13% w październiku, podczas gdy dane sezonowo wyrównane pokazały niewielki spadek. Oczekujemy, że sytuacja na rynku pracy będzie się dalej poprawiać w najbliższych kwartałach zgodnie z przyspieszeniem wzrostu PKB, gdy gospodarka korzysta na ożywieniu PKB w Niemczech oraz mniej restrykcyjnej polityce fiskalnej. Jednak biorąc pod uwagę tempo tego procesu oczekujemy przekonujących oznak poprawy sytuacji na rynku pracy dopiero pod koniec przyszłego roku lub dopiero w roku 2015.

MinFin planuje wprowadzić rotacyjność kadencji RPP

Ministerstwo Finansów planuje zmiany w Ustawie o NBP, które wprowadzą rotacyjną kadencję RPP. Obecnie Rada składa się z 9 członków oraz prezesa NBP, którzy są niemal jednocześnie wybierani na 6-letnią kadencję. To prowadzi do powracającego problemu braku ciągłości w procesie prowadzenia polityki pieniężnej, gdy doświadczeni członkowie Rady odchodzą z banku centralnego i są zastępowani przez nowych bankierów centralnych o mniejszym doświadczeniu. Proponowana zmiana

zakłada, że następnych trzech członków RPP byłoby mianowanych (po jednym przez Sejm, Senat i Prezydenta), a cała Rada będzie się składać przejściowo z 13 członków. Ponadto, gdy upłynie kadencja obecnej Rady w 2016 r. zostanie mianowanych jedynie trzech nowych członków, a kolejnych trzech w 2018 r. To pozwoli Polsce na zastąpienie jednej trzeciej składu RPP co dwa lata.

Jednak wciąż nie jest pewne jak proponowane poprawki do Ustawy o banku centralnym rozwiążą kwestię rezygnacji Zyty Gilowskiej i tego, że nowy członek Rady zostanie wybrany w ciągu najbliższych tygodni. To może oznaczać, że rozkład kadencji członków Rady nie będzie równomiernie rozłożony w czasie. Nowelizacja ustawy prawdopodobnie poprawi przewidywalność polityki pieniężnej (a przynajmniej nie powinna jej zaszkodzić) i zapewni jej ciągłość w najbliższych latach. Z punktu widzenia rynków jedyną ważną implikacją jest to, że czworo nowych członków (jeden za Zytę Gilowską i trzech dodatkowych w 2014 r.) prawdopodobnie przechylił bilans sił na stronę bardziej gołębią, a to stwarza ryzyko, że pierwsza podwyżka stóp procentowych może nastąpić później niż zakłada obecnie nasz bazowy scenariusz (wrzesień 2014 r.).

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	517	590
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,638	1,727
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,405	15,315
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	12.2	12.2	12.2	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.3	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-3.8	4.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.1	4.0
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.3	2.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.4	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.2
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.25
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.62	3.57
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.40	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.00	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.94
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.14	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-10.9	-17.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.1	-3.0
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-0.7	-4.3
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	214.8
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	200.2	219.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-25.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.2	51.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.3	4.8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.6	7.4
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.6	47.7
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.5	31.0

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.