

CitiWeekly

Dane z kraju nieco słabsze od prognoz, uwaga rynku na Fed

- Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie posiedzenie Fed, na którym według analityków Citi amerykański bank centralny zredukuje program skupu aktywów o kolejne 10 mld \$ do 65 mld \$ miesięcznie. Jednocześnie podtrzyma sygnalizację „forward guidance”, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie przez długi czas. Poza tym w USA poznamy też dane o PKB za IV kw., które potwierdzą, że ożywienie gospodarcze jest mocne umożliwiając redukcję skupu aktywów.
- W kraju poznamy dane o PKB za 2013 r., które według naszych szacunków pokażą wzrost gospodarczy na poziomie 1,5% r/r wobec 1,9% r/r w 2014 r. Na podstawie rocznych danych będzie można oszacować wzrost gospodarczy w IV kwartale. Według naszych szacunków wzrost PKB przyspieszył w ostatnim kwartale ub.r. do 2,8% r/r, choć biorąc pod uwagę dane z gospodarki za grudzień widzimy ryzyko w dół dla naszej prognozy.
- Opublikowane dane z gospodarki za grudzień okazały się w większości lepsze niż w listopadzie, ale były niższe od oczekiwań. Produkcja przemysłowa przyspieszyła jedynie do 6,6% r/r, a produkcja budowlana wzrosła o 5,8% r/r, podobnie jak sprzedaż detaliczna. Z kolei płace w sektorze przedsiębiorstw spowolniły do 2,7% r/r przy dalszym ożywieniu popytu na pracę i przyspieszeniu wzrostu zatrudnienia do 0,3% r/r. Mimo nieco rozczarowujących danych w grudniu podtrzymujemy nasze prognozy dalszego stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej.
- Mimo słabszych danych w wypowiedziach członków RPP można było usłyszeć stosunkowo jastrzębie stwierdzenia (wobec oczekiwań rynkowych) sugerujące przestrzeń do podwyżek stóp procentowych w tym roku, co jest zgodne z naszym scenariuszem.
- Na rynkach finansowych doszło do przeceny wielu walut gospodarek wschodzących i spadków indeksów akcyjnych w obawie o światowy wzrost gospodarczy, a szczególnie sytuację w krajach rozwijających się, m.in. w kontekście rozczarowujących danych z przemysłu chińskiego, dewaluacji argentyńskiego peso i zamieszania politycznego w Turcji i Tajlandii. Na tym tle osłabienie złotego było stosunkowo niewielkie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

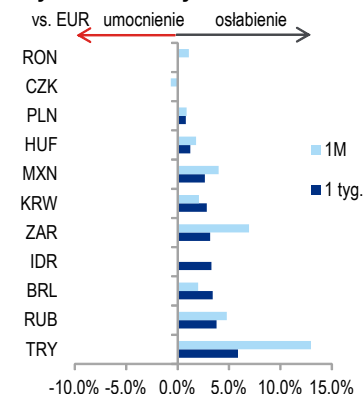
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



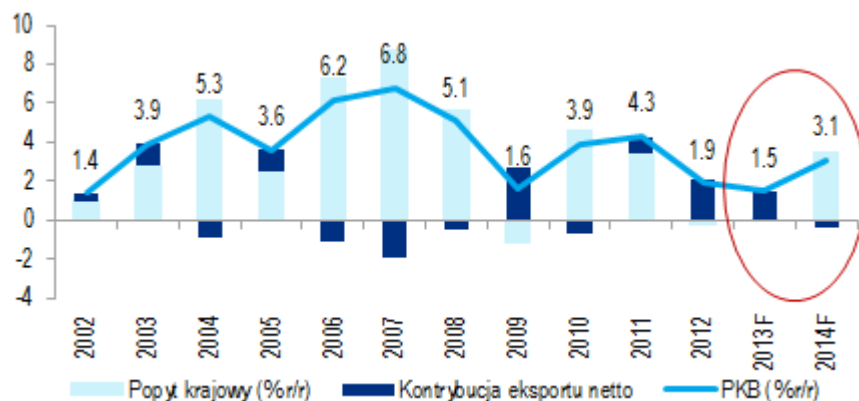
Według stanu na dzień 24.1.2014

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
24.01.14	4,19	3,02	5,06	1,37	2,50	0,25	2,70	4,40	1,66	2,74
I KW 13	4,10	2,99	5,13	1,37	2,50	0,25	2,66	4,50	1,75	2,85
IV KW 14	4,05	2,89	5,06	1,40	3,00	0,00	3,52	4,80	1,80	3,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 22.1.2014 r.

Wykres 2. Według naszych szacunków wzrost PKB wyniósł w 2013 r. 1,5% r/r, a w tym roku przyspieszy do 3,1% r/r, głównie za sprawą ożywienia popytu krajowego.



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
27 sty PONIEDZIAŁEK							
	EMU	Spotkanie Eurogrupy					
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	I	108.3	110.0	109.5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	XII	0.460	0.455	0.464
28 sty WTOREK							
10:30	GB	PKB	% r/r	IV kw.			1.9
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% r/r	XII	1.3	1.7	3.4
15:00	USA	Indeks S&P Case-Shiller	% r/r	XI		13.4	13.6
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	I	80.0	78.2	78.1
29 sty ŚRODA							
08:00	DE	Indeks zaufania konsumentów Gfk	pkt	II		7.6	7.6
20:00	USA	Decyzja Fed	%	I	0.25	0.25	0.25
30 sty CZWARTEK							
02:45	CN	Indeks PMI	pkt	I		50,5	51.0
10:00	PL	PKB	% r/r	2013	1.5	1.5	1.9
10:00	PL	Konsumpcja prywatna	% r/r	2013	1.0		0,8
10:00	PL	Inwestycje	% r/r	2013	-0,1		-0,8
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	I	100.8	101.0	100.0
14:30	USA	PKB	% r/r	IV kw.	3.5	3.1	4.1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	315	330	326
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	% m/m	XII		0.3	0.2
31 sty PIĄTEK							
11:00	EMU	Wstępny HICP	% r/r	I		0.9	0.8
14:30	USA	Wydatki konsumentów	% m/m	I	0.3	0.2	0.5
14:30	USA	Dochody konsumentów	% m/m	I	0.2	0.2	0.2
15:45	USA	Chicago PMI	pkt	I	58.0	59.2	59.1
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	I	82.5	81.0	80.4

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

Zapowiedź tygodnia

Za granicą oczy inwestorów zwrócone na Fed

Głównym wydarzeniem tego tygodnia za granicą będzie posiedzenie decyzyjne Fed. Według analityków Citi Fed zdecyduje się na ograniczenie programu skupu aktywów o kolejne 10 mld \$ do 65 mld \$ miesięcznie, jednocześnie podkreślając, że do podwyżek stóp procentowych nie dojdzie dopóki stopa bezrobocia nie spadnie istotnie poniżej 6,5% a zwłaszcza dopóki inflacja pozostanie poniżej 2%. Mocniejszy wzrost w USA uwiarygodnił proces redukcji programu skupu aktywów i jego zakończenie

w tym roku, z kolei sygnalizacja forward guidance utrzymuje oczekiwania co do podwyżek stóp procentowych w odległym terminie.

Poza tym w USA zostaną opublikowane dane o PKB za IV kw., które najprawdopodobniej będą znacznie lepsze niż pierwotnie oczekiwano i potwierdzą wyraźne ożywienie popytu prywatnego. Jednocześnie jednak dane te będą pod negatywnym wpływem (niższy wzrost o ok ¼ pkt proc.) cięć wydatków na poziomie federalnym związanych z przejściowym zamknięciem rządu.

W strefie euro poznamy jedynie dane o nastrojach gospodarczych za styczeń, które powinny poprawić się po raz kolejny, choć nieco mniej niż oczekuje tego rynek.

Wzrost PKB w 2013 słaby, ale gospodarka się rozpędza

Według naszych szacunków PKB wzrósł w 2013 r. o 1,5% r/r wobec 1,9% r/r w 2012 r. Nasza prognoza jest zgodna z rynkowym konsensusem. Według naszych szacunków na taki wynik złożyło się niewielkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji do 1,0% z 0,8% w 2012 r., przyspieszenie wzrostu inwestycji do -0,1% r/r z -0,8% oraz spadek kontrybucji eksportu netto do 1,5 pkt proc. z 2 pkt proc. Na podstawie danych za cały ubiegły rok będzie można oszacować wynik PKB w IV kwartale ubiegłego roku. Naszym zdaniem gospodarka przyspieszyła w ostatnim kwartale 2013 r. do 2,8% r/r z 1,9% r/r w III kw., przy ożywieniu konsumpcji prywatnej do 1,8% r/r z 1% w III kw. oraz inwestycji do 1% r/r z 0,6%. Jednak opublikowane w minionym tygodniu dane stwarzają ryzyko w dół dla naszej prognozy na IV kwartał. Mimo to podtrzymujemy prognozę przyspieszenia wzrostu PKB w tm roku do 3,1% r/r, głównie za sprawą ożywienia popytu krajowego.

Miniony tydzień

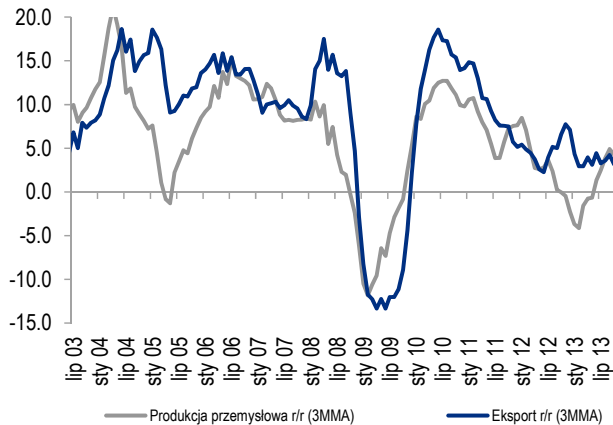
Produkcja rozczarowała ...

Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w grudniu do 6,6% r/r z 2,9% r/r w listopadzie. Taki wynik był niższy od konsensusu rynkowego powyżej 10% r/r jak również od naszej prognozy na poziomie 9,5% r/r, którą zrewidowaliśmy w dół po rozczarującym indeksie PMI oraz słabych danych Samar o produkcji samochodów. Największa niespodzianka nastąpiła w produkcji energii elektrycznej, gazu i zaopatrzenia w wodę (ok. -10% r/r), ale wzrost produkcji w przetwórstwie przemysłowym również był umiarkowany (8,3% r/r). Z kolei odbicie w górnictwie do ponad 20% r/r nie zdołało podwyższyć całkowitego wyniku produkcji w większym stopniu. Choć dane były słabsze od oczekiwań to wciąż spodziewamy się dalszej poprawy aktywności w przemyśle wraz ze stopniowym wzrostem zamówień krajowych i eksportowych.

Jednocześnie produkcja budowlana wzrosła w grudniu o 5,8% r/r wobec spadku o 2,9% r/r w listopadzie i był to pierwszy wzrost produkcji budowlanej w ujęciu rocznym od maja 2012 r. Wynik jednak był niższy od konsensusu na poziomie ponad 15% r/r oraz poniżej naszej prognozy na poziomie 9% r/r, mimo stosunkowo dobrej pogody. Choć spodziewamy się ożywienia w produkcji budowlanej w tym roku, to sądzimy, że ożywienie będzie ograniczone przez znaczny spadek liczby

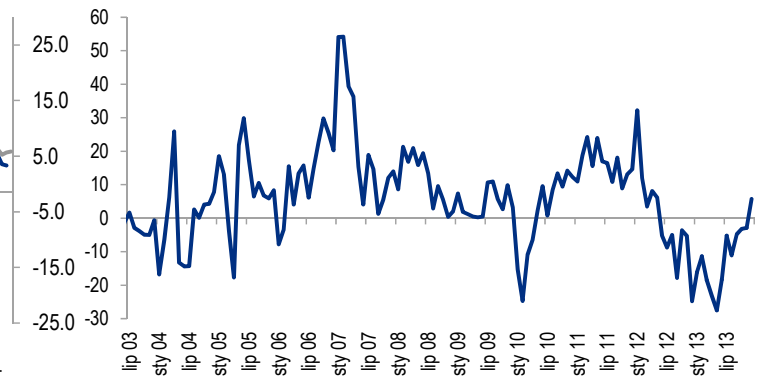
wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych inwestycji budowlanych w 2013 r.

Wykres 3. Produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Produkcja budowlana

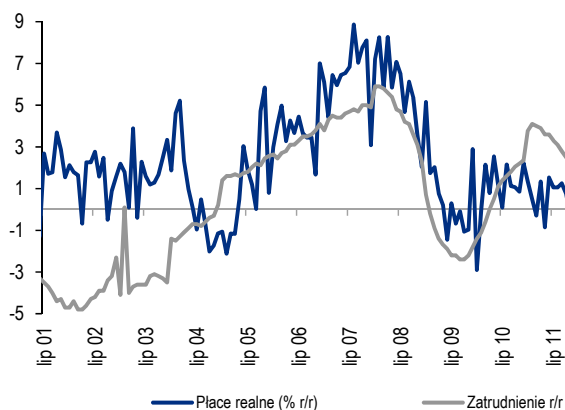


Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

... podobnie jak dane o płacach ...

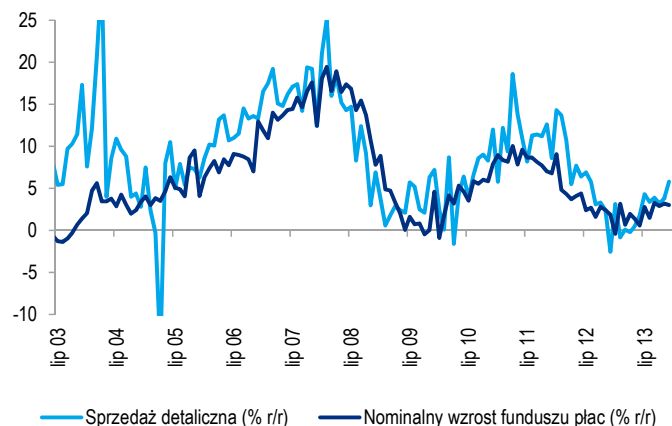
Grudniowe dane z rynku pracy okazały się nieco gorsze od naszych oraz rynkowych oczekiwań, jednak wciąż wskazują na postępujące ożywienie. Przeciętna nominalna płaca wzrosła o 2,7% r/r (konsensus: 3,2%; Citi: 3,5%), podczas gdy zatrudnienie rosło najszybciej od niemal dwóch lat (0,3% r/r, zgodnie z prognozami). Co prawda dane te trudno uznać za spektakularnie dobre, ale wpisują się one w scenariusz zauważalnej i długo oczekiwanej poprawy na rynku pracy. Również stopa bezrobocia, która zazwyczaj wyraźnie rośnie w grudniu na skutek czynników sezonowych, tym razem wzrosła o zaledwie 0,2 punktu do poziomu 13,4%.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 6. Sprzedaż detaliczna i nominalny fundusz płac



Źródło: NBP, prognoza Citi Handlowy.

... i sprzedaży detalicznej

Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w grudniu do 5,8% r/r z 3,8% r/r w listopadzie. Taki wynik był poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 7% r/r oraz poniżej naszej prognozy 8,3% r/r. Wynik sprzedaży okazał się słabszy od prognoz mimo znacznego przyspieszenia sprzedaży

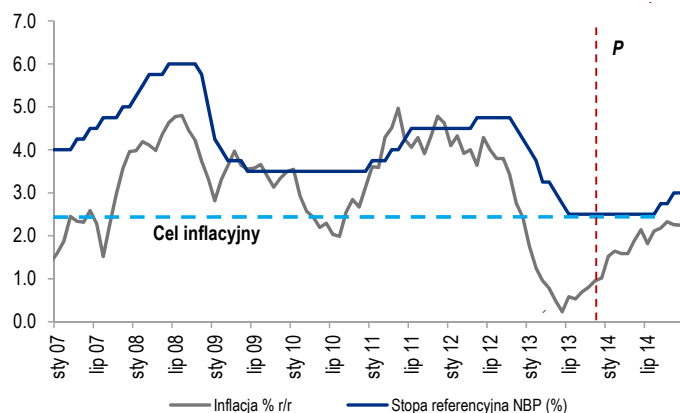
samochodów do 28,8% r/r z 15,1%. Słabsze niż w listopadzie i nieco rozczarowujące było tempo wzrostu sprzedaży żywności (3% wobec 5,2% w listopadzie) i pozostałej sprzedaży detalicznej w niewyspecjalizowanych sklepach (7,1% r/r wobec 10% w listopadzie). Jednocześnie wyraźnie spowolnił wzrost sprzedaży w kategorii odzież i obuwie (do 8,5% r/r z 18,9% w listopadzie), co mogło wynikać z dość dobrej pogody. W dalszym ciągu oczekujemy, że stopniowe ożywienie na rynku pracy przyczyni się do dalszego odreagowania konsumpcji.

Jastrzębie głosy z RPP

Członkowie RPP dostrzegają przestrzeń do podwyżek stóp procentowych w tym roku. W minionym tygodniu pojawiły się pierwsze jastrzębie wypowiedzi członków RPP wskazujące na rosnące prawdopodobieństwo podwyżek stóp pod koniec roku. W szczególności J. Hausner (PAP, 20.01.), którego głos często okazywał się decydujący w poprzednich głosowaniach, zasygnalizował, że skłania się ku scenariuszowi pierwszej podwyżki w 2014 roku. W podobnym, choć nawet mocniejszym tonie, wypowiadał się A. Bratkowski, który wręcz dopuścił możliwość dwóch podwyżek pod koniec roku.

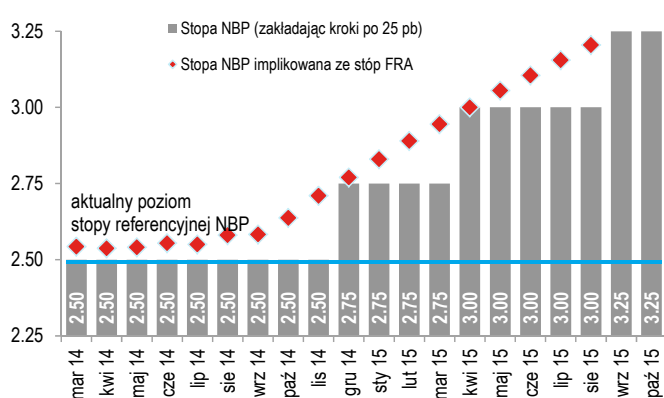
Sądzimy, że do podwyżek stóp procentowych może dojść szybciej niż spodziewa się tego rynek. Jak na razie ożywienie było na tyle powolne, że koszty pracy pozostają pod kontrolą i wciąż nie pojawiają się oznaki presji inflacyjnej. Ponieważ oczekujemy pozostania inflacji poniżej 2% przez większą część roku, naszym zdaniem ułatwi to w najbliższych miesiącach RPP trzymanie się strategii polegającej na stabilizacji stóp procentowych. Jednak w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że do pierwszej podwyżki może dojść we wrześniu lub październiku wraz ze stopniowym wzrostem inflacji oraz przyspieszeniem wzrostu PKB powyżej tempa potencjalnego. Biorąc to pod uwagę różnimy się od scenariusza wycenianego przez rynek FRA, który sugeruje pierwszą podwyżkę dopiero około grudnia.

Wykres 7. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 8. Implikowana ze stawek FRA stopa NBP



Źródło: NBP, prognoza Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. 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	516	581
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,630	1,707
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,384	15,103
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	13.0
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.5	3.1
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-3.3	-4.0	7.8
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	0.6	1.2	2.3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	1.0	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.6	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	0.7	2.1
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	1.4
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	3.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	2.40	3.32
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.42	4.80
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	2.89
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.95
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.05
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-9.4	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.8	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	2.3	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	205.9	233.4
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.6	231.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	6.7	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-23.6	-27.9
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	3.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	97.5	90.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	47.2	44.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-4.2	5.6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.5	8.1
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.5	46.9
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.3	30.0

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.
