

27 maja 2013 □ 7 stron

CitiWeekly

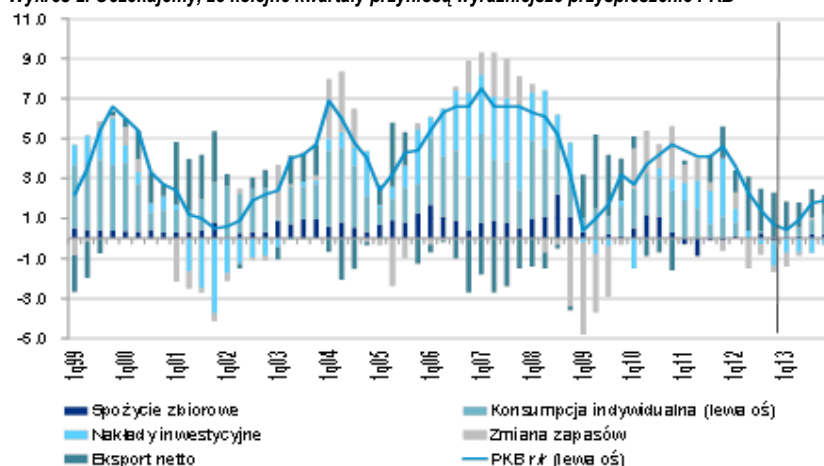
Tym razem uwaga na PKB

- W kraju najważniejszym wydarzeniem rozpoczynającego się tygodnia będzie zapewne śródowa publikacja danych o PKB. Oczekujemy, wzrostu o 0,4% r/r w I kwartale, a więc zgodnie z wstępnym odczytem, choć dostrzegamy ryzyko niewielkiej korekty w górę. Naszym zdaniem na powyższy wynik złożyło się między innymi przyspieszenie dynamiki konsumpcji dzięki poprawie realnych dochodów do dyspozycji. Z kolei nakłady inwestycyjne najprawdopodobniej spadły, częściowo pod wpływem niekorzystnych warunków pogodowych, ograniczających aktywność w budownictwie.
- Większość danych makroekonomicznych publikowanych w minionym tygodniu wskazuje na utrzymywanie się słabej aktywności gospodarczej w II kwartale. Niemniej wzrost PKB powinien okazać się wyższy niż w pierwszych trzech miesiącach roku i zapewne osiągnie 0,6-0,9%. Wyraźniejszego ożywienia spodziewamy się w II połowie roku.
- Wypowiedzi członków RPP z ostatnich dni sugerują, że w czerwcu może dojść do obniżki stóp procentowych o 25pb, po czym możliwa wydaje się jeszcze jedna obniżka w lipcu. Tym samym oczekujemy, że cykl luzowania polityki pieniężnej zakończy się spadkiem stopy referencyjnej do 2,5%.
- W minionym tygodniu opublikowaliśmy nowy raport miesięczny, zawierający nowe prognozy dla strefy euro oraz (nieznaczne) zmiany prognoz dla Polski (raport dostępny na stronie [www](http://www.citi.com)).

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
II KW 13	4,20	3,28	4,88	1,28	2,75	0,50	2,62	1,40	1,93
II KW 14	4,15	3,32	4,77	1,25	2,50	0,25	3,10	1,40	2,80

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 24.05.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą wyraźniejsze przyspieszenie PKB


Źródło: GUS Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

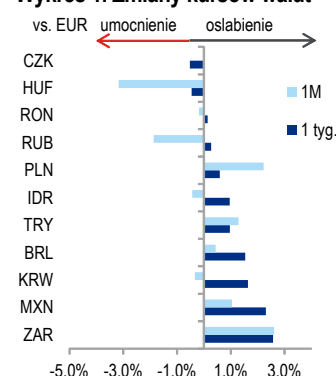
+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut


Według stanu na dzień 17.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	24/5/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.20	0.6%	2.2%	3.1%	-8.8%
USD/PLN	3.25	-0.2%	3.3%	5.2%	-10.3%
EUR/USD	1.29	0.7%	-1.0%	-2.0%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.00	0	-25	-125	-25
WIBOR 3M	2.76	-6	-48	-137	-86
FRA1x4	2.60	-1	-41	-121	-113
FRA3x6	2.41	0	-33	-99	-145
FRA6x9	2.26	-5	-28	-78	-168
FRA9x12	2.25	-3	-28	-67	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1385.6	2.0%	-2.8%	-17.2%	7.0%
Ropa	101.6	-2.6%	1.4%	-6.9%	-6.9%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2384.6	-0.3%	4.7%	-7.7%	20.4%
S&P	1649.6	-1.1%	5.6%	15.7%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.44	13	20	14	-52
10Y Treasuries	2.01	6	32	25	-12

Spis treści

- Podsumowanie
- Kalendarz publikacji
- Zapowiedź tygodnia
- Miniony tydzień
- Tabela z prognozami

Nr str.

- 1
- 2
- 2
- 3
- 6

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
27 maj							
PONIEDZIAŁEK							
-	UK/US	Dzień wolny od pracy	-	-	-	-	-
28 maj							
WTOREK							
16:00	US	Nastroje konsumentów	pkt.	V	72.0	71.0	68.1
29 maj							
ŚRODA							
14:00	DE	Inflacja HICP, odczyt wstępny	% r/r	V	1.6	1.3	1.1
10:00	PL	PKB	% r/r	I kw.	0.4	0.5	0.7
30 maj							
CZWARTEK							
-	PL	Boże Ciało - Dzień wolny od pracy	-	-	-	-	-
11:00	Euro	Koniunktura gospodarcza	pkt.	V	88.7	89.4	88.6
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	325	340	340
31 maj							
PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IV	1.1	1.1	-2.8
11:00	Euro	Inflacja HICP, wstępny szacunek	% r/r	V	1.4	1.4	1.2
14:30	US	Wydatki osobiste	% m/m	IV	-0.3	0.0	0.2
14:30	US	Dochody osobiste	% m/m	IV	0.3	0.1	0.2
15:45	US	Indeks nastrojów Chicago	pkt	V	51.0	50.0	49.0
15:55	US	Indeks nastrojów Reuters/Michigan	pkt	V	83.5	83.7	83.7

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

Zapowiedź tygodnia

W środę 29 maja GUS opublikuje informacje o wzroście gospodarczym w I kwartale. Choć dane dotyczą I kwartału, a więc z punktu widzenia rynków „odległej” przeszłości, mogą one być istotne dla RPP, gdyż pokażą co stało za spowolnieniem w pierwszych miesiącach roku. Na razie poznaliśmy wyłącznie dane wstępne, bez dokładnego rozbicia na poszczególne komponenty. Spodziewamy się, że ostateczne dane potwierdzą wzrost PKB na poziomie 0,4% r/r, choć jednocześnie dostrzegamy szansę na niewielką korektę w górę. Naszym zdaniem taki wynik jest efektem wyraźnego spadku inwestycji w związku z niekorzystnymi warunkami pogodowymi utrudniającymi prace budowlane. Konsumpcja indywidualna prawdopodobnie lekko przyspieszyła w I kwartale i wzrosła o 0,5% r/r dzięki wyższej dynamice realnych dochodów gospodarstw domowych.

Miniony tydzień

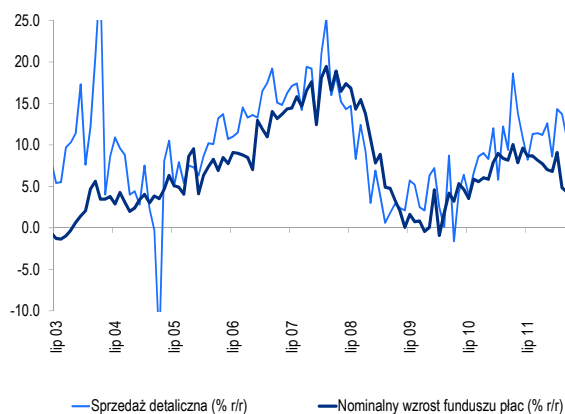
Rozczarowujące dane o sprzedaży, lepsze dane o płacach

Dane publikowane w minionym tygodniu wskazują na nieco słabszą od oczekiwań aktywność gospodarczą w kwietniu. Największą negatywną niespodzianką okazał się spadek sprzedaży detalicznej o 0,1%

r/r (w ujęciu nominalnym), podczas gdy zarówno nasze przewidywania, jak i konsensus rynkowy zakładały wzrost sprzedaży. Za słabym wynikiem w kwietniu stała przede wszystkim rozczarowująca dynamika w kategorii obejmującej żywność, napoje oraz tytoń. Niemniej w ujęciu realnym (a więc po odjęciu wpływu cen) sprzedaż wzrosła o 0,2% r/r, co wskazuje na deflację cen towarów detalicznych. Ponieważ to właśnie realny a nie nominalny wzrost sprzedaży ma kluczowe znaczenie dla dynamiki konsumpcji (a przez to również PKB), podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2Q do około 0,6-0,9% r/r między innymi za sprawą wzrostu spożycia indywidualnego.

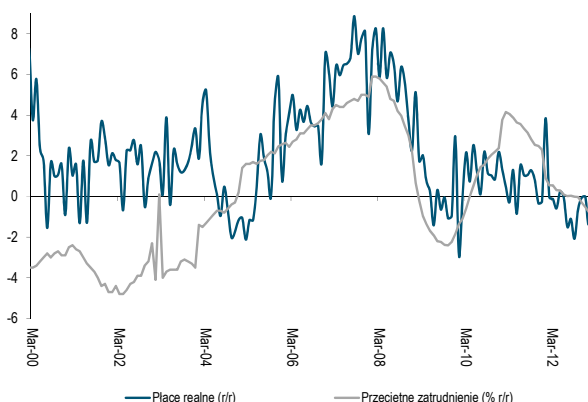
Za silniejszym wzrostem konsumpcji przemawiają również wyższe od prognoz dane o płacach, które wzrosły nominalnie o 3% r/r. Wynik ten był nieco lepszy od naszych prognoz (2,3%), jednak różnica ta jest wciąż umiarkowana, szczególnie jeżeli weźmie się pod uwagę wysoką zmienność danych o wynagrodzeniach. Spodziewamy się, że przekonujące sygnały świadczące o stabilizacji a potem o bardzo powolnym ożywieniu na rynku pracy pojawiają się dopiero w drugiej połowie roku.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna i wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace realne i zatrudnienie



Źródło: GUS, NBP, Citi Handlowy.

Produkcja wzrosła, ale nieznacznie poniżej prognoz

Jeżeli chodzi o pozostałe dane, to o poprawie w porównaniu z poprzednim miesiącem można mówić w przypadku produkcji przemysłowej, choć w tym przypadku wynikało to po prostu z odwrócenia niekorzystnych efektów kalendarzowych. Produkcja przemysłowa wzrosła w kwietniu o 2,7% r/r (wobec spadku o 2,9% w marcu), ale była nieznacznie niższa od naszej oraz rynkowej prognozy. Większą negatywną niespodzianką był dalszy głęboki spadek produkcji budowlanej wskazujący, że poprawa warunków pogodowych w minionym miesiącu miała na razie niewielkie przełożenie na aktywność w budownictwie.

RPP zapewne obniży stopy o 25 pb w czerwcu

Z punktu widzenia polityki pieniężnej na uwagę zasługuje ubiegłotygodniowy wywiad z Andrzejem Bratkowskim (dla agencji Bloomberg) oraz wypowiedzi Anny Zielińskiej-Głębockiej. A. Bratkowski zasygnalizował, że jest gotowy zgłosić wniosek o obniżkę stóp procentowych o 50pb na czerwcowym posiedzeniu, a dodatkowo mógłby zagłosować za obniżkami o 25pb zarówno w lipcu, jak i na posiedzeniu po

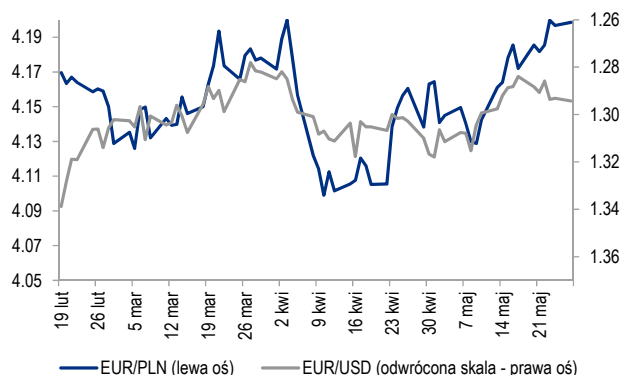
wakacjach. Jego zdaniem optymalnym poziomem stopy referencyjnej dla Polski byłoby 2,00-2,50% (wobec 3% obecnie). Warto jednak podkreślić, że A. Bratkowski jest członkiem RPP, który w przeszłości systematycznie głosował za większymi obniżkami, a większość RPP często nie podzielała jego opinii. Z tego względu przypuszczamy, że większość w Radzie będzie gotowa poprzeć wolniejsze oraz mniejsze obniżki, łącznie jeszcze o 50pb. Przemawiają za tym również komentarze prof. Zielińskiej-Głębockiej, która zasygnalizowała w minionym tygodniu, że przestrzeń do obniżek jest ograniczona i może wynosić około 50pb.

Biorąc pod uwagę dotychczasową skalę obniżek oraz wypowiedzi samych członków RPP oczekujemy, że w czerwcu Rada obniży stopy o 25pb do poziomu 2,75%. Prawdopodobnie po otrzymaniu nowej projekcji inflacyjnej w lipcu Rada może zdecydować się na jeszcze jedną dostrajającą obniżkę stopy referencyjnej do 2,50%. Na tym poziomie cykl łagodzenia monetarnego prawdopodobnie uległby zakończeniu, tym bardziej, że w drugiej połowie roku spodziewamy się ożywienia aktywności gospodarczej w kraju oraz (powolnego) wzrostu inflacji.

Niższe prognozy dla Niemiec

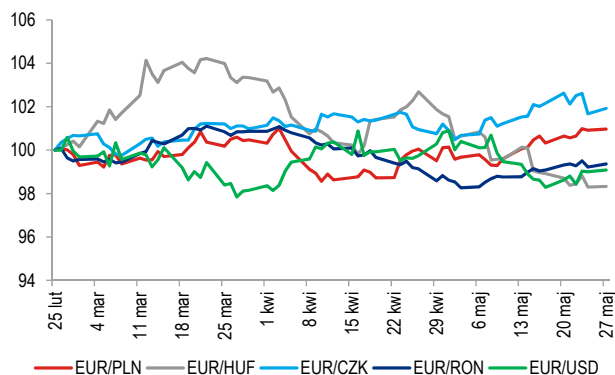
W ostatnim tygodniu dokonaliśmy również zmian prognoz dla krajów strefy euro, w tym Niemiec. Szczegóły dotyczące tych zmian są dostępne w [raporcie miesięcznym](#) z dnia 24 maja.

Wykres 7. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



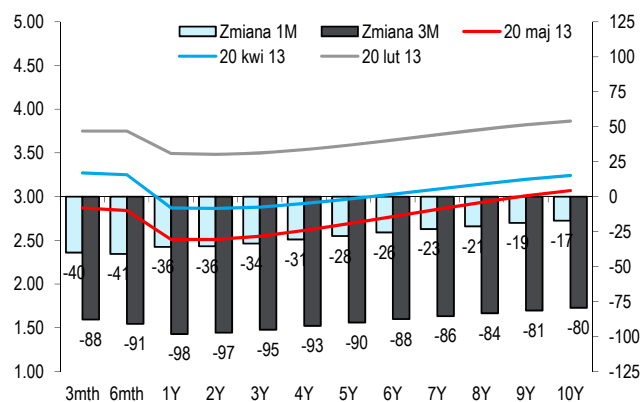
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 8. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



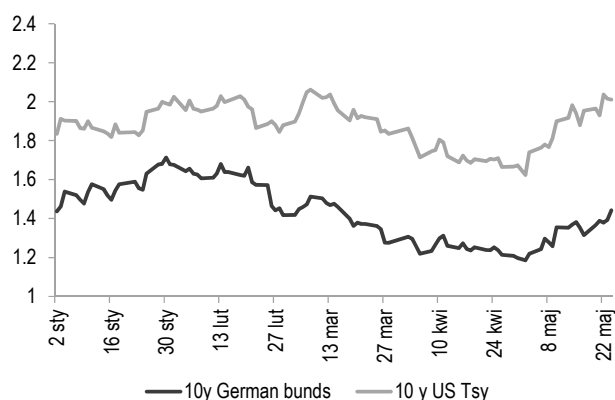
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



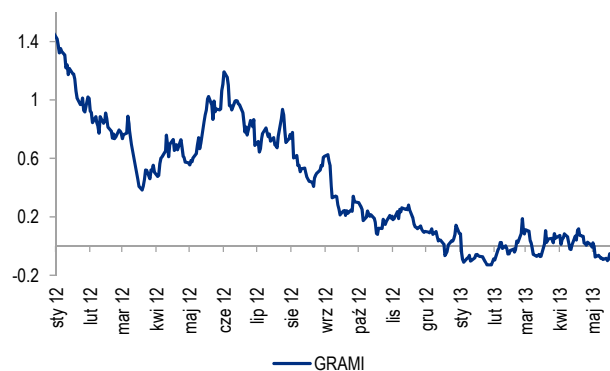
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



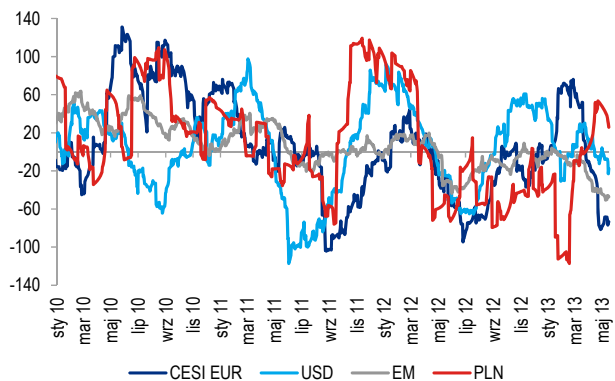
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 12. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	494	523
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,596	1,637	1,719
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,724	12,821	13,576
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	13.3	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	2.8
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	8.5	-0.8	-3.2	2.6
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	2.2
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	1.2	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	2.0
Place nominalne (% r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.8	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	2.68	3.72
USD/PLN (Koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.85	4.50
USD/PLN (Średnia)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.37	3.21
EUR/PLN (Koniec okresu)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.25	3.31
EUR/PLN (Średnia)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.24	4.01
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-13.5	-18.8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.8	-3.5	-2.7	-3.6
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.7	-5.6
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	199.4	216.7
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	203.1	222.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.2	8.2
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-21.9	-25.1
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	37.6	39.6	41.1	44.3
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.0	-3.9	-3.9	-3.5
Saldo pierwotne sektora finansów publicznych	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.2	-0.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.3	54.2
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.8	37.0	37.7

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.