

CitiWeekly

Niewielka liczba publikacji w kraju i zagranicą

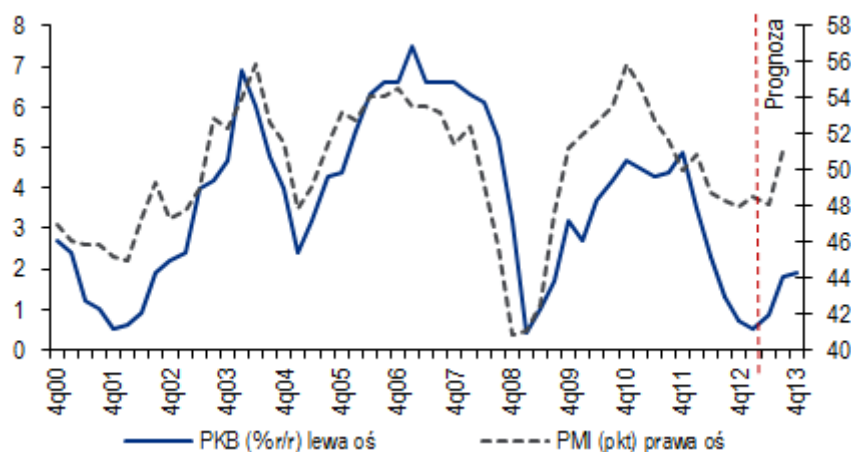
- Na ten tydzień nie zaplanowano istotnych publikacji w kraju, a kalendarz za granicą jest również ubogi. Z krajowych wydarzeń warto zwrócić uwagę jedynie na warunkową aukcję obligacji. Z kolei za granicą istotne będą indeksy o aktywności w usługach oraz tygodniowe dane o liczbie nowych bezrobotnych w USA, które najprawdopodobniej potwierdzą stopniowe ożywienie na rynku pracy. Dla oceny trendów w cenach żywności w regionie ważne mogą okazać się dane o inflacji w Czechach publikowane pod koniec tygodnia.
- W ostatnich dniach na rynek napłynęło sporo danych lepszych od oczekiwań, w tym przede wszystkim wyższych od prognoz indeksów aktywności w przemyśle zarówno w USA jak i w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech, głównego partnera handlowego krajów regionu.
- Znacznie lepszy okazał się także PMI dla Polski, który wzrósł w lipcu do 51,1 pkt, co stwarza ryzyko w górę dla naszej prognozy produkcji w lipcu (4,9% r/r) oraz sygnalizuje przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej w kolejnych miesiącach i wzrostu PKB w II poł. roku.
- Poza tym lepsze od oczekiwań okazały się dane o PKB za II kwartał w USA, ale z drugiej strony rozczarowały trochę dane o zatrudnieniu poza rolnictwem za lipiec. Mimo słabszych danych z rynku pracy analitycy Citi wciąż oczekują rozpoczęcia redukcji skupu aktywów przez Fed począwszy od września, choć jednocześnie oczekują, że stopa bezrobocia, przy której Fed zacznie wychodzić z ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej zostanie obniżona. Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed nie zmienił parametrów polityki pieniężnej a komunikat po posiedzeniu podobnie jak w przypadku EBC był utrzymany w nieco gołęmb tonie. W strefie euro analitycy Citi wciąż oczekują obniżki stóp w IV kw.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
III KW 13	4,31	3,32	4,90	1,30	2,50	0,50	2,75	1,55	2,25
III KW 14	4,22	3,22	4,80	1,31	3,00	0,25	3,40	1,70	3,15

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.07.2013 r.

Wykres 2. Wzrost indeksu PMI sygnalizuje przyspieszenie wzrostu PKB.



Źródło: Reuters, GUS

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

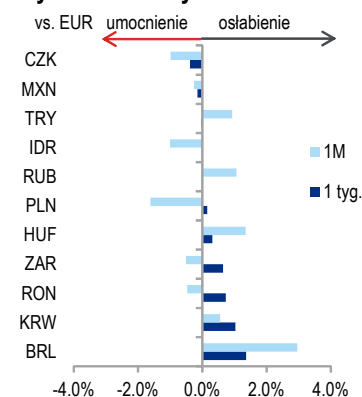
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

przy współudziale

Miłosza Gabrysia

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 2.08.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	2/8/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.23	0.0%	-1.6%	4.0%	-8.8%
USD/PLN	3.19	0.1%	-3.6%	3.4%	-10.3%
EUR/USD	1.33	0.0%	2.1%	0.7%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.70	0	-1	-143	-86
FRA1x4	2.66	0	2	-116	-113
FRA3x6	2.64	0	0	-76	-145
FRA6x9	2.68	4	-3	-36	-168
FRA9x12	2.78	8	-7	-14	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1311.5	-1.6%	4.8%	-21.7%	7.0%
Ropa	110.7	1.9%	4.0%	1.4%	0.9%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2401.9	4.8%	6.1%	-7.0%	20.4%
S&P	1709.7	1.1%	5.8%	19.9%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.69	2	3	38	-52
10Y Treasuries	2.60	3	9	84	-12

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	3
- Tabela z prognozami	7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
5 sie		PONIEDZIAŁEK					
10:00	EMU	Finalny PMI dla usług	pkt	VII	49,6	49,6	48,3
10:30	EMU	Nastroje inwestorów	pkt	VIII		-10,0	-12,6
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VI	-0,2	-0,6	1,0
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	VII	54,0	53,0	52,2
	RO	Decyzja Banku Rumunii	%	VIII	4,75		5,00
6 sie		WTOREK					
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	% r/r	VI			-2,0
14:30	USA	Bilans handlowy	mld	VI	-43,0	-43,8	-45,0
7 sie		ŚRODA					
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	VI			-1,0
16:00	USA	Aukcja 10-letnich obligacji					
12:00	PL	Warunkowa aukcja obligacji					
8 sie		CZWARTEK					
08:00	DE	Bilans handlowy	mld	VI			13,10
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	Tys.	Tyg.	335,0	335,0	326,0
9 sie		PIĄTEK					
9:00	CZ	Decyzja Banku Czech	%	VIII	1,5	1,6	1,6
16:00	USA	Zapasy hurtowe	% m/m	VI		0,4	-0,5

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

Zapowiedź tygodnia

Wydarzenia krajowe

Na ten tydzień nie zaplanowano istotnych publikacji danych w Polsce. Z istotnych wydarzeń w kraju warto zwrócić uwagę na warunkową aukcję obligacji.

Bardzo ubogi jest także kalendarz publikacji za granicą. Na głównych rynkach istotne będą indeksy aktywności w usługach oraz cotygodniowe dane z rynku pracy w USA, które według ekonomistów Citi i rynku będą dosyć dobre i potwierdzą stopniowe ożywienie na rynku pracy.

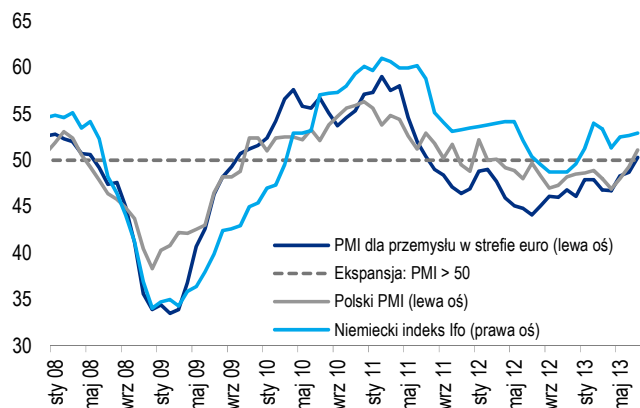
Z kolei w regionie warto zwrócić uwagę na decyzję rumuńskiego banku centralnego, który w poniedziałek prawdopodobnie obniży stopy procentowe o 25 pb (a stopa referencyjna spadnie do 4,75%) oraz dane o inflacji w Czechach, które będą pierwszą w tym miesiącu publikacją w regionie sygnalizującą trendy w cenach żywności w Europie Środkowej w lipcu.

Miniony tydzień

Znaczny wzrost indeksów aktywności

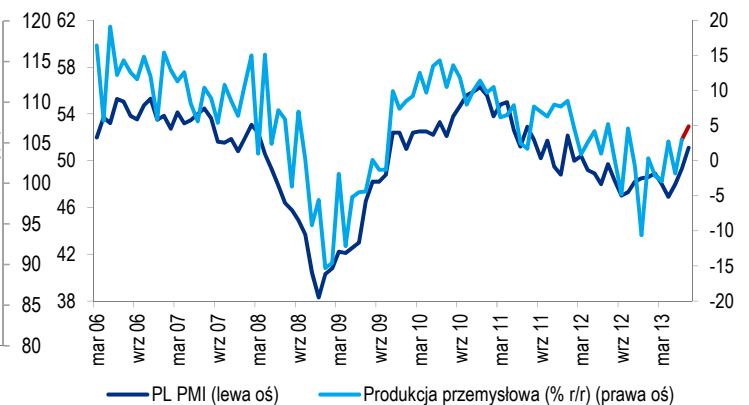
Dane o aktywności w sektorze przemysłowym za lipiec zaskoczyły pozytywnie, co wspiera scenariusz ożywienia gospodarczego w II połowie roku. Indeks PMI wzrósł w lipcu do 51,1 pkt z 49,3 pkt w czerwcu wobec oczekiwań rynku na poziomie 50,1 pkt oraz naszej prognozy na poziomie 50,3 pkt. Na wzrost indeksu aktywności złożył się zarówno wzrost komponentu produkcji (największy miesięczny wzrost od listopada 2009 r.) jak i nowych zamówień (do najwyższego poziomu od sierpnia 2011 r.), a w tym nowych zamówień eksportowych (najwyżej od stycznia 2012 r.). Wzrost indeksu aktywności był zgodny z analogicznym wzrostem indeksów aktywności dla strefy euro, w tym zwłaszcza Niemiec. Dane o PMI wspierają prognozę dalszego przyspieszenia wzrostu produkcji przemysłowej w lipcu, a nawet stwarzają lekkie ryzyko w górę dla naszej prognozy (4,9% r/r wobec rynkowego konsensusu 5%). Jednocześnie dane o aktywności są zgodne ze scenariuszem stopniowego ożywienia gospodarczego. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu PKB do 1,5%-2% w II połowie roku. Jednak, nie oczekujemy, aby poprawa w danych gospodarczych istotnie wpływała na perspektywy polityki pieniężnej. Uważamy, że stopy procentowe pozostaną na niezmienionym poziomie przynajmniej do połowy przyszłego roku biorąc pod uwagę, że luka popytowa jest wciąż ujemna.

Wykres 3. Indeks Ifo dla Niemiec i indeksy PMI dla strefy euro i Polski (pkt)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

Wykres 4. Indeks PMI i produkcja przemysłowa (pkt i % r/r)



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

W regionie lepsze od prognoz dane o PMI (wzrost do 52 pkt z 51 pkt) opublikowano w Czechach natomiast słabsze dane opublikowano na Węgrzech (spadek do 49 pkt z 50,8). Poprawa w danych o aktywności PMI w Czechach wciąż kontrastuje z danymi o zaufaniu w przemyśle, które są lepszym predyktorem trendów w produkcji i bez istotnej poprawy tego drugiego wskaźnika analitycy Citi nie spodziewają się szybkiej poprawy sytuacji w przemyśle. W całym regionie luka popytowa pozostaje ujemna, a szczególnie słaby jest popyt krajowy co pozwala na utrzymywanie łagodnej polityki pieniężnej. Na Węgrzech bank centralny będzie prawdopodobnie obniżał stopy procentowe w mniejszych krokach (po 10 pb) docelowo do 3,5% na koniec tego roku. Z kolei w Czechach po obniżeniu stóp

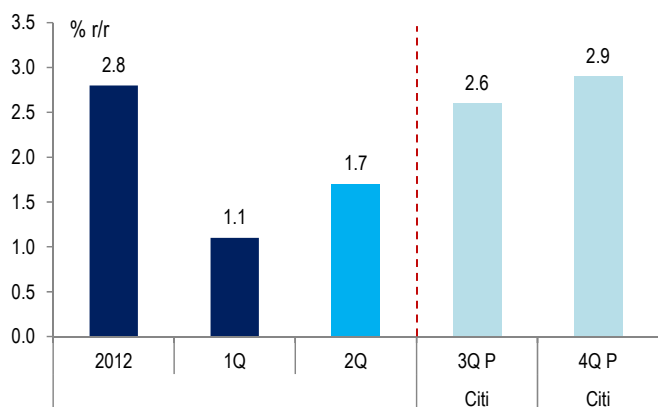
procetnowych niemal do zera wciąż głównym instrumentem dalszego łagodzenia warunków monetarnych są ewentualne interwencje werbalne ukierunkowane na osłabienie korony. Lepsze dane o PMI zmniejszają ryzyko rozpoczęcia rzeczywistych interwencji na rynku, jednak wciąż dostrzegamy pewne szanse na takie działania.

Pozytywnym zaskoczeniem okazały się dane o aktywności także w strefie euro, gdzie finalny odczyt wyniósł 50,3 pkt wobec wstępnego na poziomie 50,1. Co ważne pozytywnie zaskoczyły też dane o aktywności z Niemiec, gdzie PMI wzrósł do 50,7 pkt (vs. wstępny odczyt: 50,3 pkt). Dużą niespodzianką były też dane o aktywności w przemyśle z USA, gdzie indeks ISM wzrósł do XX.

Lepsze dane o PKB i słabsze o zatrudnieniu w USA

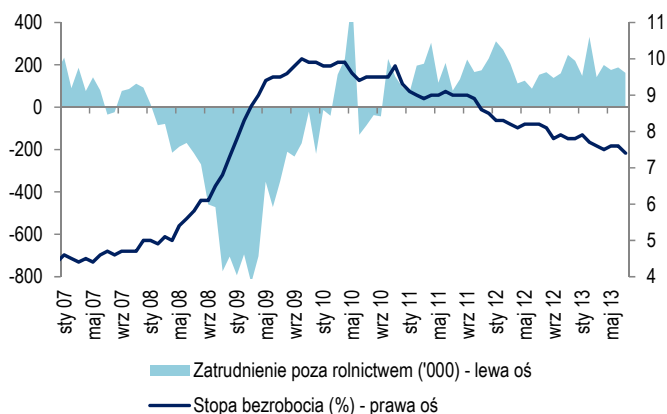
Poza pozytywnymi niespodziankami w indeksach aktywności pozytywnie zaskoczyły także dane o PKB za II kwartał z USA, choć nieco rozczarował przyrost zatrudnienia. Wzrost gospodarczy w II kwartale przyspieszył do 1,7% r/r (wobec oczekiwanego spowolnienia do 1% z 1,8%) z 1,1% r/r w I kw., głównie za sprawą popytu krajowego, a największą niespodzianką był mniejszy od oczekiwań spadek konsumpcji publicznej. Choć po części dobry wynik PKB był wynikiem rewizji w dół wyników za poprzednie kwartały to najnowsze dane miesięczne sugerują stopniową poprawę trendów w gospodarce, co dobrze wróży wynikowi PKB za II połowę roku.

Wykres 5. Wzrost PKB w USA (% r/r)



Źródło: Reuters, prognoza Citi Research.

Wykres 6. Zatrudnienie poza rolnictwem (tys.) i stopa bezrobocia (%)



Źródło: Reuters, prognoza Citi Research

Z kolei zatrudnienie wzrosło w czerwcu o 162 tys., tj. poniżej oczekiwań rynku (ok. 185 tys.), a rozczarowaniem okazała się również rewizja danych za poprzedni miesiąc w dół o 26 tys. Z kolei stopa bezrobocia obniżyła się w czerwcu do 7,4%. Mimo lekkiego rozczarowania dane z USA pokazały średni miesięczny wzrost zatrudnienia od momentu rozpoczęcia QE3 o 197 tys., co jest wciąż bardzo dobrym wynikiem biorąc pod uwagę skalę zacieśnienia fiskalnego.

Łagodny ton komunikatu Fed, ale wkrótce możliwa redukcja QE3

Miniony tydzień obfitował też w posiedzenia głównych banków centralnych.

Fed zgodnie z oczekiwaniami utrzymał status quo w obecnie prowadzonej polityce pieniężnej powtarzając, że stopy procentowe pozostaną niskie przez długi czas. Fed wciąż dostrzega że stopa bezrobocia jest zbyt wysoka, a polityka fiskalna ogranicza wzrost gospodarczy. Jednocześnie członkowie FOMC dostrzegli ryzyko dla ożywienia na rynku nieruchomości płynące ze wzrostu oprocentowania długu hipotecznego, uważają że ożywienie w USA jest „skromne” a nie „umiarkowane” i dostrzegli ryzyka dla wzrostu gospodarczego płynące z niskiej inflacji. Wydźwięk komunikatu Fed był zdaniem rynku relatywnie gołąbi, natomiast analitycy Citi wciąż oczekują rozpoczęcia redukcji programu skupu aktywów we wrześniu.

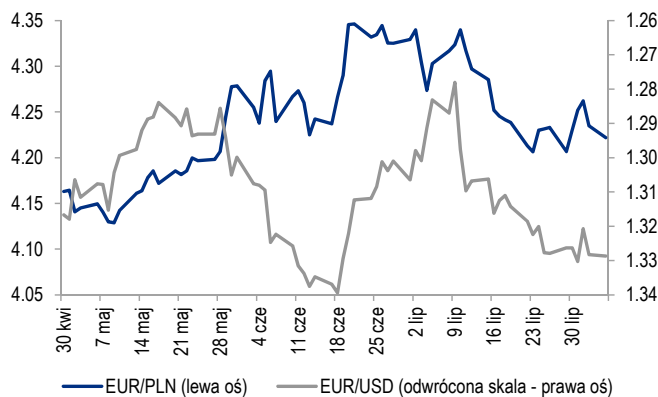
Jednocześnie biorąc pod uwagę fakt, że sytuacja na rynku pracy nie poprawia się tak szybko jak wskazuje na to spadek stopy bezrobocia (poza wzrostem zatrudnienia spadek stopy bezrobocia wynika ze zmiany zasobu siły roboczej) analitycy Citi oczekują, że rozpoczęciu redukcji skupu aktywów będzie towarzyszyć obniżenie poziomu stopy bezrobocia, po osiągnięciu którego Fed zacznie „wychodzić” z operacji ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej.

Brak istotnych zmian w komunikacie EBC

Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie zmienił stopy referencyjnej ani nie wdrożył niestandardowych narzędzi polityki monetarnej. EBC utrzymał „forward guidance” powtarzając sformułowanie, że stopy procentowe zostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres. Jednocześnie Rada Dyrektorów nie rozważała powiązania „forward-guidance” z jakimikolwiek konkretnymi poziomami wskaźników gospodarczych. Z tych powodów polityka „forward-guidance” EBC ma słabszy charakter niż ta w wydaniu Fed, czy ta której wdrożenia oczekuje się przez Banku Anglii.

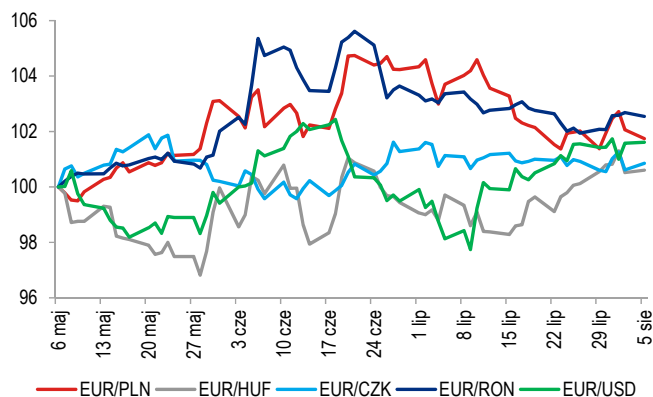
Prezes M. Draghi powiedział, że „oczekiwania podwyżek stóp rynku pieniężnego są nieuzasadnione” i że jedynie znaczna zmiana w danych z gospodarki mogłaby doprowadzić do zmiany obranego kierunku polityki monetarnej. Jednocześnie EBC ciągle dostrzega ryzyka dla wzrostu gospodarczego przy jednoczesnym braku zagrożenia stabilności cen. Wypowiedzi szefa EBC otwierają drzwi do dalszego rozluźnienia polityki monetarnej przy czym rodzaj potencjalnie wykorzystywanych narzędzi pozostaje niesprecyzowany. Analitycy Citi wciąż oczekują obniżki stóp procentowych w IV kwartale.

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



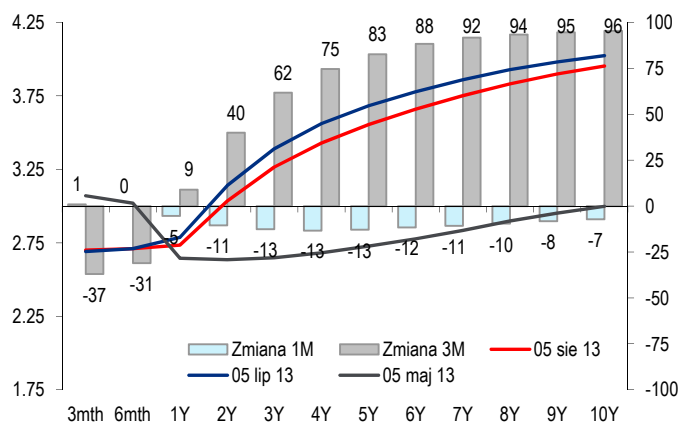
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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



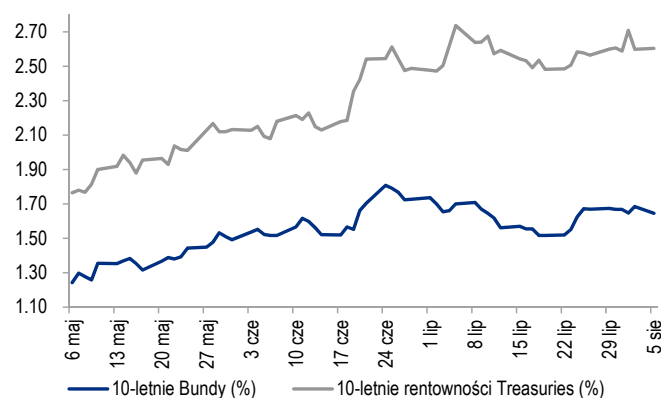
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Krzywa swap



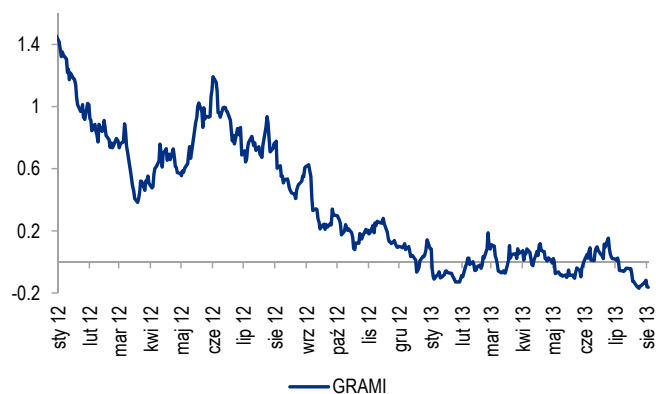
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



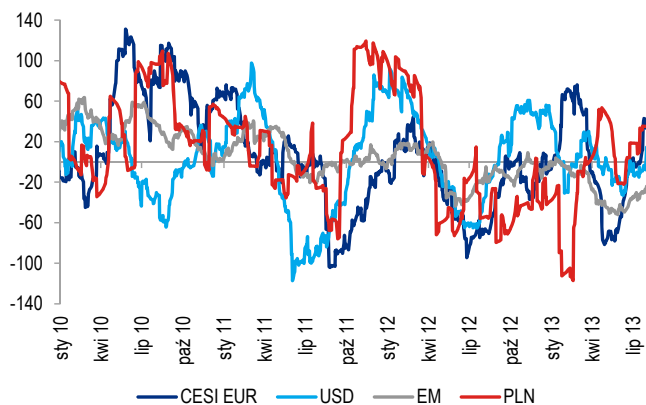
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

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	510	543
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	12,727	13,231	14,102
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	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	0.9	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.8	1.9
Płace 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)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	2.77	3.72
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.09	3.36	3.14
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.25	3.24	3.30
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.08	4.33	4.15
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.18	4.25	4.28
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	-3.5
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	54.6	54.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	36.5	36.9

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.