

28 października 2013 □ 7 stron

CitiWeekly

Za granicą Fed, w kraju brak istotnych wydarzeń

- Na ten tydzień nie zaplanowano istotnych publikacji w kraju. Ponadto aktywność w środku tygodnia może być zmniejszona przed długim weekendem w związku z dniem Wszystkich Świętych.
- Za granicą głównym wydarzeniem będzie posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Ekonomiści Citi nie spodziewają się zmian parametrów polityki pieniężnej w USA w październiku. Jednocześnie w bazowym scenariuszu zakładają, że Fed rozpocznie redukcję programu skupu aktywów w marcu.
- Według notyfikacji fiskalnej przesłanej do Komisji Europejskiej Ministerstwo Finansów szacuje, że w 2013 r. deficyt sektora rządowego i samorządowego wzrośnie nawet do 4,8% PKB, co jest wyraźnie powyżej wcześniejszych szacunków rządu oraz powyżej naszej prognozy (4,3% PKB). Naszym zdaniem przyszły rok może przynieść poprawę w salda fiskalnego do ponad 4%, jeśli Eurostat uzna transfer aktywów jako dochód sektora publicznego. Jednocześnie sądzimy, że przestrzeń fiskalna zostanie częściowo wykorzystana przez rząd do wsparcia gospodarki.
- Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane GUS pokazały przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej, choć w nieco mniejszej skali niż oczekiwaliśmy i niż zakładał rynkowy konsensus. Niemniej jednak dane za wrzesień są zgodne ze scenariuszem stopniowego ożywienia w konsumpcji w III kwartale.
- W minionym tygodniu pojawiły się także dosyć gołębnie wypowiedzi ze strony członków RPP. Sądzimy, że w listopadzie lub grudniu RPP zasignalizuje, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca I kw. Według naszej prognozy Rada zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp procentowych w III kwartale.

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	0,50	2,67	1,80	2,56
IV KW 14	4,06	2,90	5,01	1,40	3,25	0,50	3,71	1,90	3,25

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

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

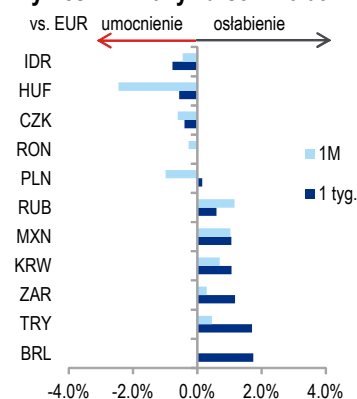
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 25.10.2013

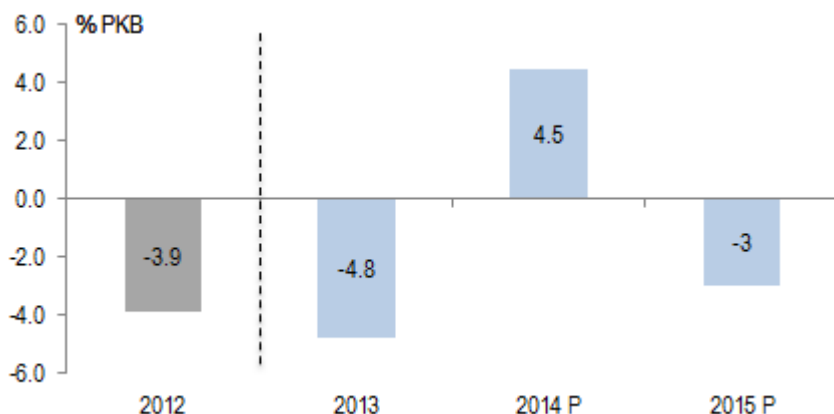
Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	25/10/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.18	0.2%	-0.9%	2.7%	-8.8%
USD/PLN	3.03	-0.6%	-2.9%	-1.8%	-10.3%
EUR/USD	1.38	0.9%	2.1%	4.6%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	2.50	0	0	-175	-25
WIBOR 3M	2.66	-1	-1	-147	-86
FRA1x4	2.67	-1	0	-114	-113
FRA3x6	2.67	-2	-4	-73	-145
FRA6x9	2.71	-1	-9	-33	-168
FRA9x12	2.78	-1	-15	-14	-168
	\$	%	%	%	%
Złoto	1351.7	2.7%	1.4%	-19.3%	7.0%
Ropa	105.9	-3.6%	-4.8%	-3.0%	-3.0%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2537.6	2.1%	5.4%	-1.8%	20.4%
S&P	1759.8	0.9%	4.0%	23.4%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.76	-7	-8	45	-52
10Y Treasuries	2.51	-7	-12	75	-12

Spis treści

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

Wykres 2. Deficyt sektora rządowego i samorządowego – prognoza Ministerstwa Finansów.



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
28 paź							
PONIEDZIAŁEK							
14:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IX	0.5	0.4	0.4
15:00	USA	Nowe umowy sprzedaży domów	% m/m	IX		-0.5	-0.5
WTOREK							
13:30	USA	PPI	% m/m	IX	0.1	0.1	0.0
13:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	IX	-0.1	0.0	0.2
15:00	USA	S&P Case Shiller	% r/r	VIII		12.4	12.4
15:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	% m/m	IX		0.6	0.7
15:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	VIII	73.0	76.5	79.7
30 paź							
ŚRODA							
11:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	X		-14.9	-14.9
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych	pkt	X	97.2	97.4	96.9
13:15	USA	Zatrudnienie - raport ADP	tys.	X		150.0	166.0
13:30	USA	CPI	% m/m	IX	0.2	0.2	0.1
19:00	USA	Decyzja Fed	%	IX	0.25	0.25	0.25
31 paź							
CZWARTEK							
11:00	EUR	HICP	% r/r	X	1.1	1.1	1.1
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	X	350	344.0	350.0
14:45	USA	Chicago PMI	pkt	X	56.0	55.0	55.7
1 lis							
PIĄTEK							
	PL	Wszystkich Świętych					
02:00	CN	Wstępny oficjalny PMI	pkt	X		51.2	51.1
09:58	EUR	Wstępny oficjalny PMI	pkt	X			47.5
15:00	USA	Wstępny oficjalny PMI	pkt	X	56.0	55.5	56.5

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

Zapowiedź tygodnia

USA / strefa euro

Głównym wydarzeniem tego tygodnia będzie spotkanie decyzyjne amerykańskiego banku centralnego. Według analityków Citi Fed nie zmieni parametrów polityki pieniężnej w powodu czynników zwiększających niepewność co do średnioterminowych perspektyw gospodarczych. Ostatnio publikowane dane gospodarki są zgodne z dwuprocentowym tempem wzrostu PKB w IV kwartale. Z kolei dane z rynku pracy rozczarowały i zmniejszyły szanse na trwałe i wyraźne ożywienie. Obecnie ekonomiści Citi oczekują rozpoczęcia redukcji programu skupu aktywów w marcu wraz z wyraźniejszą poprawą danych z rynku pracy, kontynuacją łagodnej polityki Fed oraz zacieśnieniem polityki fiskalnej.

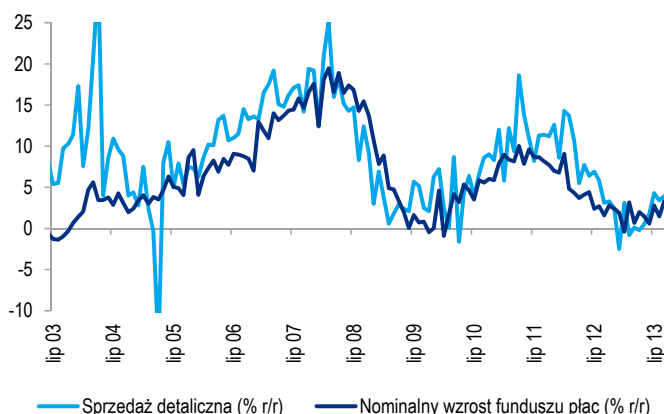
W strefie euro poznamy dane o nastrojach gospodarczych za październik, które prawdopodobnie pokażą lekką poprawę, zbliżając indeks do długoterminowej średniej. Sugeruje to, że w II połowie roku wzrost gospodarczy powinien być dodatni, ale najprawdopodobniej nie przyspieszy wyraźnie powyżej poziomu z III kwartału.

Miniony tydzień

Sprzedaż przyspieszyła, choć nieco mniej niż oczekiwano

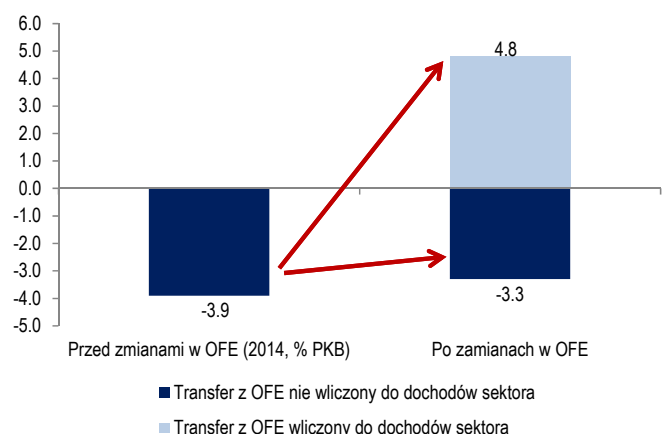
Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył we wrześniu do 3,9% r/r z 3,4% r/r w sierpniu, co było poniżej rynkowego konsensusu oraz poniżej naszej prognozy na poziomie 4,6% r/r. Przyspieszenie w sprzedaży wynikało w dużej mierze z szybszego wzrostu sprzedaży samochodów (16,8% r/r wobec 11,3% w sierpniu), sprzedaży w kategorii RTV, AGD (4,5% r/r) oraz w odzieży i obuwiu (15,2% r/r wobec 10% w sierpniu). Z kolei słaby wzrost sprzedaży został odnotowany w żywności i paliwach. Choć umocnienie sprzedaży dóbr trwałego użytku w pewnej mierze wynikało z niskiej bazy w ubiegłym roku to jednak w części potwierdza także stopniową poprawę nastrojów gospodarstw domowych. Co ciekawe, w ujęciu realnym wzrost sprzedaży przyspieszył do 4,1% r/r z 3,5% w sierpniu, tj. bardziej niż wzrost w ujęciu nominalnym. W sumie, choć dane były nieco słabsze od oczekiwań są w zgodzie z naszym bazowym scenariuszem stopniowej poprawy konsumpcji. Odzwierciedla to stopniowe przyspieszenie sprzedaży w ujęciu realnym do 4% r/r w III kwartale wobec 1,3% r/r w II kwartale oraz 0,4% w I-ym kwartale. Kolejne kwartały pokażą prawdopodobnie dalszą poprawę w konsumpcji wraz z coraz lepszymi warunkami na rynku pracy.

Wykres 3. Sprzedaż detaliczna i nominalny wzrost funduszu płac



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Deficyt sektora rządowego i samorządowego (prognoza Citi)



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Rząd spodziewa się znacznego wzrostu deficytu fiskalnego ...

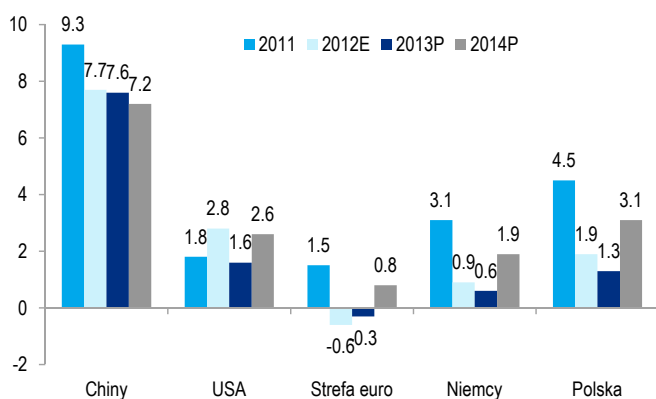
Zgodnie z notyfikacją fiskalną przesłaną przez GUS do Komisji Europejskiej w ubiegłym tygodniu deficyt sektora rządowego i samorządowego jest szacowany przez Ministerstwo Finansów na 4,8% PKB, co jest powyżej rynkowego konsensusu. GUS przesłał do Eurostatu szacunki rządu dotyczące deficytu oraz długu w związku z procedurą nadmiernego deficytu. Zgodnie z finalnymi danymi GUS deficyt i dług sektora rządowego i samorządowego wzrosły w 2012 roku do 3,9%

oraz 55,6% PKB z 5% oraz 53,2% w 2011 r. Ponadto, zgodnie z prognozami Ministerstwa Finansów zawartymi w notyfikacji tegoroczny deficyt jest szacowany na poziomie 4,8% PKB a dług na poziomie 58% PKB. Taki szacunek deficytu jest powyżej 3,5% PKB szacowanych przez rząd jeszcze w kwietniu, ale także powyżej naszego szacunku 4,3%.

... oraz przyspieszenia wzrostu gospodarczego

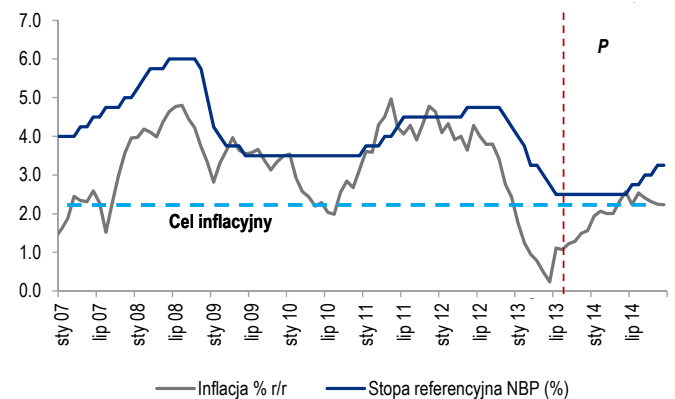
Wciąż oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, co będzie wspierane przez przestrzeń fiskalną stworzoną poprzez zmiany w systemie emerytalnym. Nasze prognozy są dosyć zbieżne z komentarzami głównego ekonomisty Ministerstwa Finansów Ludwika Koteckiego, który powiedział, że gospodarka prawdopodobnie urośnie o ok. 2% r/r w III kwartale (nasza prognoza: 1,8% r/r) oraz o 2-2,5% r/r w IV kwartale (nasza prognoza 1,9% r/r). Ponadto jego zdaniem gospodarka może przyspieszyć w przyszłym roku bardziej niż założone w przyszłorocznym budżecie 2,5% r/r. Podzielamy ten pogląd i sądymy, że przestrzeń fiskalna stworzona przez zmiany w systemie emerytalnym będzie częściowo wykorzystana przez rząd w celu wsparcia gospodarki, szczególnie w ciągu najbliższych dwóch lat. Sądymy, że w przyszłym roku bilans fiskalny może zanotować nadwyżkę na poziomie 4% PKB za sprawą transferu aktywów do sektora publicznego, a jeśli ten transfer nie zostanie uznany przez Eurostat, jako dochód sektora rządowego i samorządowego wówczas deficyt fiskalny wyniósłby nieco ponad 3% PKB, spadając o ok. 1-1,5 pkt proc. PKB w stosunku do tegorocznego poziomu.

Wykres 5. Wzrost PKB i główne składowe (prognoza Citi)



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

NBP sygnalizuje, że stopy mogą pozostać dłużej na niskim poziomie

Członkowie RPP najprawdopodobniej czują się dosyć komfortowo z obecnym poziomem stóp procentowych i nie mają planów, co do ich szybkich podwyżek. W ubiegłym tygodniu prezes NBP Marek Belka powiedział, że dane z gospodarki za wrzesień będą do pewnego stopnia przybliżały RPP do wydłużenia okresu obowiązywania neutralnej polityki pieniężnej. RPP zasignalizowała we wrześniu i październiku, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do końca roku a komentarz prezesa M. Belki prawdopodobnie sugeruje, że tzw. „forward guidance”, czyli sygnalizacja kierunku polityki pieniężnej zostanie

wydłużona do końca I kw. 2014 r., a być może nawet do końca I połowy 2014 r. Podobne komentarze były udzielone także przez Elżbietę Chojną-Duch, choć podkreśliła ona, że stopy procentowe mogą wciąż być zbyt wysokie, sugerując tym samym możliwość powrotu do łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej (Reuters). Z kolei A. Glapiński stwierdził, że pozostawienie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy przyszłego roku graniczy z pewnością, a jego zdaniem utrzymanie stóp na niskim poziomie przez dłuższy czas jest bardzo prawdopodobne.

Najnowsze komentarze członków RPP następują po serii publikacji z krajowej gospodarki, które sugerują ożywienie gospodarki, choć w tempie, które nie niesie za sobą istotnego ryzyka inflacyjnego. Komentarze E. Chojnej-Duch i A. Glapińskiego są stosunkowo „gołębkie”, jednak nie sądzimy, aby w kolejnych miesiącach możliwe były obniżki stóp procentowych. Podtrzymujemy naszą prognozę utrzymania stóp na obecnym poziomie przynajmniej do połowy przyszłego roku. W kolejnych miesiącach oczekujemy podwyżek stóp procentowych wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i wzrostem inflacji w okolice celu inflacyjnego, co wyraźnie zmniejszyłoby stopy realne.

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.