

CitiWeekly

Lepsze dane z gospodarki, a RPP bardziej gołębia

- Głównym wydarzeniem końca roku było zaskakujące dla dużej części rynku rozpoczęcie ograniczania skupu aktywów przez Fed w ubiegłym tygodniu. Komitet FOMC zdecydował ograniczyć skup obligacji skarbowych i hipotecznych po 5 mld \$, jednocześnie wzmacniając sygnalizację „forward guidance”, że stopy procentowe pozostaną niskie dopóki stopa bezrobocia istotnie nie spadnie poniżej 6,5%. Reakcja rynków akcji oraz dolara na decyzję Fed była stosunkowo pozytywna, gdyż towarzyszyły jej bardzo dobre dane z amerykańskiej gospodarki i inwestorzy uwierzyli w trwałość ożywienia gospodarczego w USA.
- Dane z krajowej gospodarki okazały się lepsze od oczekiwań i wpisują się w scenariusz stopniowego ożywienia. Produkcja przemysłowa spowolniła w listopadzie do 2,9% r/r, dane z rynku pracy pokazały pierwszy wzrost zatrudnienia w ujęciu rocznym (o 0,1% r/r) od czerwca 2012 r. Z kolei tempo wzrostu płac utrzymało się na poziomie 3,1%, co przełożyło się na zwiększenie realnego tempa wzrostu funduszu płac i wsparło sprzedaż detaliczną w listopadzie, która przyspieszyła do 3,8% r/r. Oczekujemy kontynuacji dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego do ok. 2,5% w IV kw. i 3,1% r/r w 2014 r.
- Aktywność na rynkach będzie zapewne ograniczona w ostatnich dniach roku w związku z okresem świątecznym. Niewielka będzie także liczba publikacji na zagranicznych rynkach. W nowym roku na kolejnym posiedzeniu RPP najprawdopodobniej nie zmieni istotnie swojego komunikatu i podtrzyma zapowiedź, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca I połowy roku. Wciąż uważamy, że pierwsza podwyżka stóp jest możliwa we wrześniu 2014 r., choć widzimy ryzyko późniejszego rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, szczególnie w kontekście powołania nowego stosunkowo gołębiego członka RPP Jerzego Osiatyńskiego.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

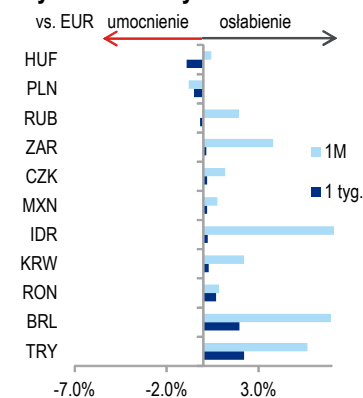
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



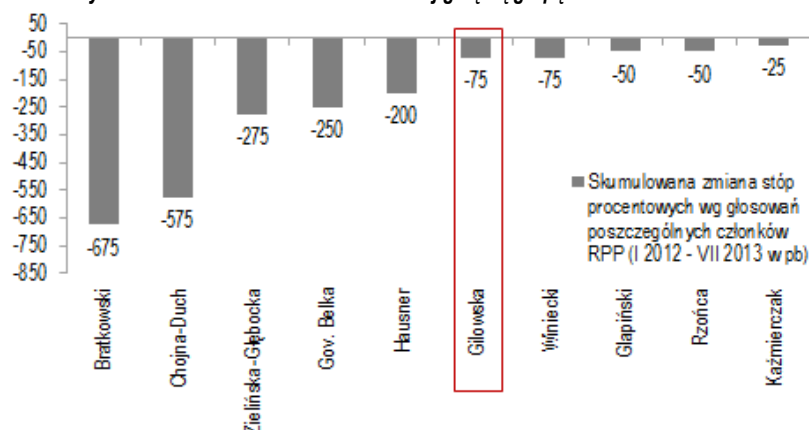
Według stanu na dzień 20.12.2013

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10Y Bund	10Y Treasuries
20.12.13	4,16	3,04	4,97	1,37	2,50	0,25	2,71	1,87	2,89
I KW 13	4,12	3,01	5,09	1,37	2,50	0,25	2,66	1,70	2,80
IV KW 14	4,06	2,90	5,08	1,40	3,00	0	3,52	1,80	3,04

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 2.12.2013 r.

Wykres 2. Nowy członek RPP może wzmocnić bardziej gołębią grupę w RPP.



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
23 gru PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	XI	4.3	3.3	3.2
14:30	USA	Dochody konsumentów	%	XI	0.2	0.4	-0.1
14:30	USA	Wydatki konsumentów	%	XI	0.6	0.5	0.3
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	XII	80.0	83.0	82.5
24 gru WTOREK							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	XII	5.3	1.7	-1.6
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	mln	XII	0.4	0.445	0.444
25 gru ŚRODA							
	INT	Święta Bożego Narodzenia					
26 gru CZWARTEK							
	INT	2-gi dzień Świąt Bożego Narodzenia					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	345	350	379
30 gru PONIEDZIAŁEK							
16:00	USA	Rozpoczęta sprzedaż domów	%	XI		1.0	-0.6
31 gru WTOREK							
15:45	USA	Chicago PMI	%	XII	60.0	62.5	63.0
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	%	XII	78.0	75.0	70.4
1 sty ŚRODA							
	INT	Nowy Rok					
2 sty CZWARTEK							
09:00	PL	PMI dla przemysłu	pkt	XII			54.4
09:58	EMU	PMI dla przemysłu	pkt	XII		52.7	52.7
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			345
16:00	USA	ISM dla przemysłu	pkt	XII	56.0	57.0	57.3
3 sty PIĄTEK							
11:00	EMU	Wstępny HICP	% r/r	XII		0.9	0.9
6 sty PONIEDZIAŁEK							
	PL	Święto Trzech Króli					
7 sty WTOREK							
09:58	EMU	PMI dla usług	pkt	XII		51.0	51.0
16:00	USA	Zamówienia w przemyśle	%	XI		1.2	-0.9
16:00	USA	ISM dla usług	pkt	XII		54.5	53.9
8 sty ŚRODA							
12:00	DE	Zamówienia w przemyśle	%	XI		1.2	-2.2
	PL	Decyzja RPP	%	I			
14:30	USA	Bilans handlowy	mld \$	XI		-39.3	-40.6
14:15	USA	Raport ADP	tys.	XII			215
9 sty CZWARTEK							
11:00	EMU	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	XII		99.0	98.5
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	% r/r	XII		1.6	-1.2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			
10 sty PIĄTEK							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem	tys.	XII		200.0	203.0

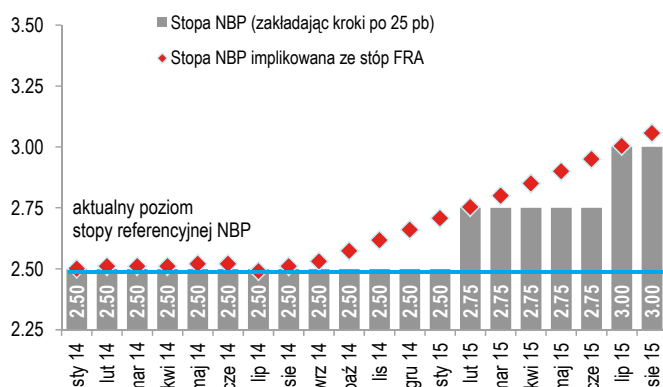
Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

RPP

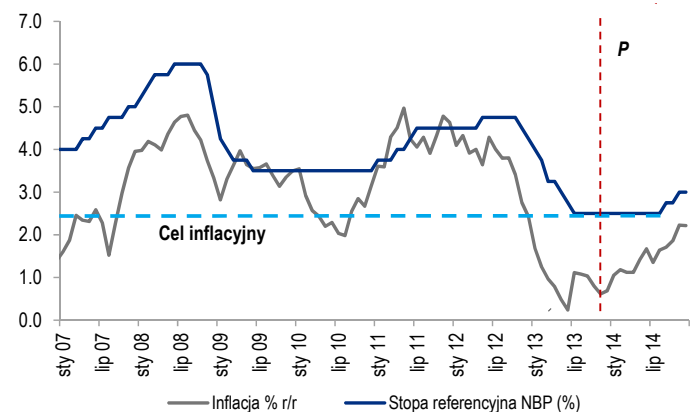
Oczekujemy, że Rada Polityki Pieniężnej pozostawi stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2,5% na styczniowym posiedzeniu. W grudniu RPP powtórzyła sygnalizację o tym, że stopy procentowe nie ulegną zmianie przynajmniej do końca I połowy przyszłego roku, a naszym zdaniem to stawia poprzeczkę dla zacieśnienia polityki pieniężnej na stosunkowo wysokim poziomie. Choć dane z gospodarki sugerują, że wzrost PKB może być mocniejszy niż zakładany w projekcji banku centralnego i wyższy od aktualnego konsensusu rynkowego to RPP prawdopodobnie nawet nie spróbuje podwyższyć stóp procentowych w najbliższym czasie. Biorąc pod uwagę nasze prognozy wzrostu PKB i inflacji sądzimy, że RPP podwyższy stopy procentowe najwcześniej w okolicach września przyszłego roku z ryzykiem, że moment rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej może się oddalić, szczególnie biorąc pod uwagę zmianę członka w RPP. Jednak wydaje się, że rynek prawdopodobnie niedocenia szans na zacieśnienie polityki pieniężnej w 2014 r. (obecnie krzywa FRA wycenia podwyżki w styczniu-lutym 2015 r.).

Wykres 3. Implikowana ze stawek FRA stopa referencyjna NBP



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 4. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Fed nieoczekiwanie dla części rynku rozpoczął ograniczanie QE3

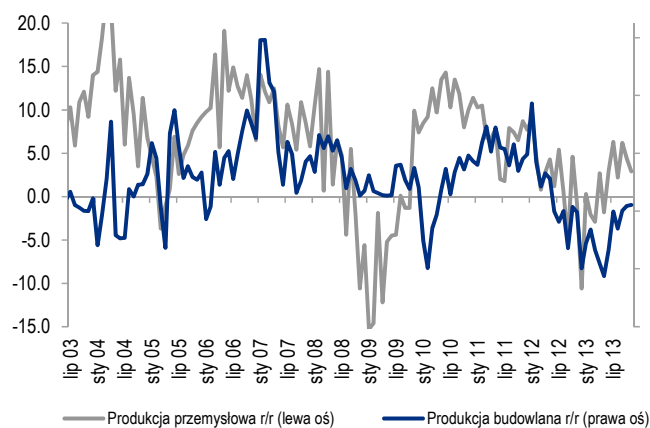
Na grudniowym posiedzeniu Fed zdecydował się ograniczyć skalę programu skupu aktywów o 10 mld \$ do 75 mld \$ miesięcznie. Fed zapowiedział zmniejszenie skupu obligacji skarbowych o 5 mld \$ do 40 mld \$ i hipotecznych o 5 mld \$ do 35 mld \$. Ponadto komitet FOMC wzmocnił łagodny wydźwięk sygnalizacji forward guidance zapowiadając, że stopy procentowe pozostaną na niskim poziomie dopóki stopa bezrobocia nie spadnie wyraźnie poniżej 6,5%. Biorąc pod uwagę ostatnio publikowane dane z USA, które były bardzo dobre oraz porozumienie w amerykańskim Kongresie w kwestii budżetu część inwestorów oczekiwała takiego wyniku, ale równie duża część rynku spodziewała się, że Fed zdecyduje się na taki krok później. W związku z tym decyzja Fed była dla dużej części rynku zaskoczeniem. Według analityków Citi Fed będzie stopniowo zmniejszał skalę skupu aktywów, wraz z publikacją danych potwierdzających trwałość

ożywienia, i zakończy program QE3 pod koniec 2014 r. Prognozy Citi wskazują na spadek stopy bezrobocia poniżej 6,5% w przyszłym roku i w tym okresie członkowie Fed zaczną bardziej uważnie monitorować szeroki zestaw wskaźników rynku pracy, jednak pierwsze podwyżki stóp procentowych będą możliwe dopiero w dalszej części 2015 r.

Lepsze dane o produkcji przemysłowej ...

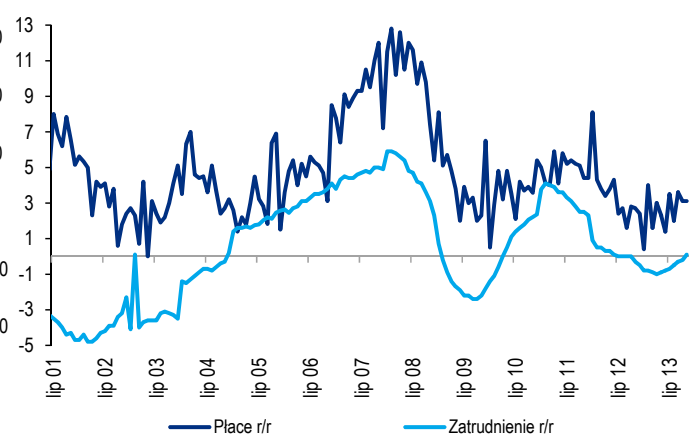
Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 2,9% r/r, przewyższając rynkowy konsensus na poziomie 2,1% (Reuters: 1,6%). Produkcja wzrosła w 24 spośród 34 gałęzi przemysłu, włączając w to samochody, produkty z metalu, sprzęt elektryczny oraz meble. Choć produkcja budowlana dalej spadała w listopadzie (-2,9% r/r), to łączny wynik był lepszy niż powszechnie oczekiwano. Biorąc pod uwagę wysoki poziom indeksu PMI oraz poprawiające się perspektywy gospodarcze dla strefy euro oczekujemy utrzymania korzystnych tendencji w produkcji przemysłowej i budowlanej w kolejnych miesiącach.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 6. Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

... rynku pracy ...

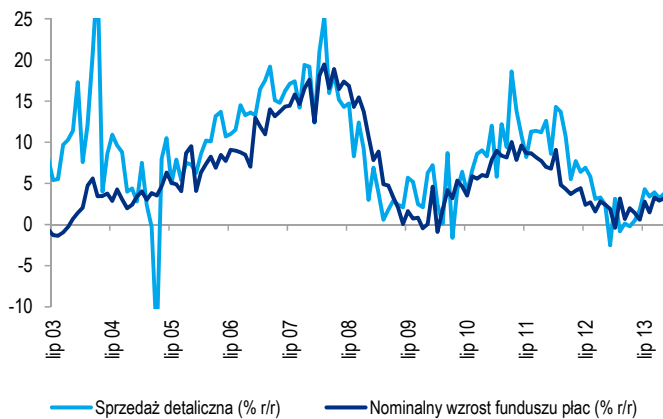
Wzrost płac ustabilizował się w listopadzie na poziomie 3,1% r/r, co było nieco powyżej rynkowych oczekiwań (1,5%) oraz powyżej naszej prognozy nieco powyżej 2%. Jednocześnie wzrost zatrudnienia przyspieszył do 0,1% r/r wobec spadku o 0,2% r/r w październiku, co było zgodne z rynkowymi oczekiwaniami i nieznacznie lepsze od naszej prognozy (0% r/r). Ponadto, biorąc pod uwagę spadek inflacji do 0,6% r/r w listopadzie realny wzrost funduszu płac przyspieszył do 2,6% r/r z 2%. Dane z rynku pracy były lepsze od oczekiwań szczególnie przy uwzględnieniu mniejszej liczby dni roboczych. Spodziewamy się stopniowego ożywienia rynku pracy.

... oraz sprzedaży detalicznej ...

Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej wzrosło w listopadzie do 3,8% r/r z 3,2% r/r. Taki wynik był powyżej rynkowych oczekiwań na poziomie 3,1-3,3% i nieco poniżej naszej prognozy 4,3%. Sprzedaż detaliczna przyspieszyła w dużej mierze ze względu na dobre wyniki sprzedaży w kategorii „odzież i obuwie”, co w dużej mierze wynikało z opóźnienia zakupów sezonowych ze względu na ciepłą pogodę w październiku.

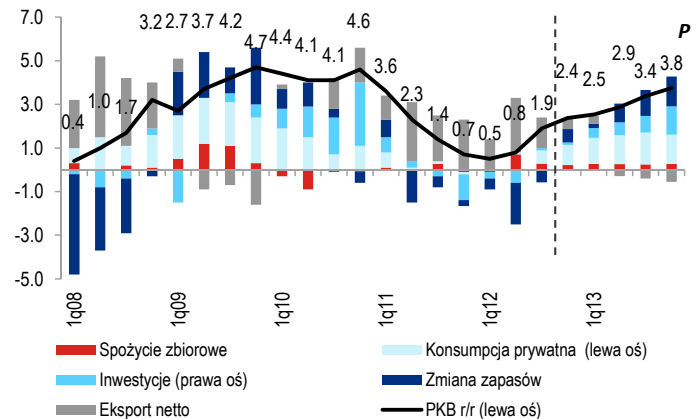
Ponadto wzrosło tempo sprzedaży w pozostałej sprzedaży detalicznej, do której zaliczane są hipermarkety. Oczekujemy, że wraz z dalszą stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy nastąpi kontynuacja ożywienia konsumpcji prywatnej.

Wykres 7. Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 8. Wzrost PKB i główne składowe



Źródło: GUS, prognoza Citi Handlowy.

... wspierają scenariusz dalszego przyspieszenia wzrostu PKB

Biorąc pod uwagę dotychczas opublikowane dane sądzimy, że wzrost PKB w IV kwartale prawdopodobnie osiągnie tempo rządu 2,4% r/r, mniej więcej zbliżne z potencjalnym tempem wzrostu gospodarczego. Z kolei w kolejnych kwartałach gospodarka prawdopodobnie jeszcze przyspieszy. Podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą zwiększenie tempa wzrostu PKB do 3,1% r/r w 2014 r. (konsensus Reutersa: 2,8% r/r), choć dostrzegamy także ryzyka w górę dla naszego scenariusza.

Patrząc na czynniki wzrostu PKB ostatnie dane sugerują, że popyt zewnętrzny jest coraz mocniejszy, podczas gdy sytuacja w inwestycjach powoli zaczyna się poprawiać. Ponadto dane z rynku pracy sygnalizują dalsze odreagowanie popytu konsumpcyjnego. W 2014 r. przyspieszenie wzrostu gospodarczego będzie naszym zdaniem wynikało przede wszystkim z poprawy popytu krajowego, podczas gdy kontrybucja eksportu netto może być ujemna.

Nowy członek RPP może zmienić układ sił w RPP

W minionym piątek prezydent Bronisław Komorowski powołał Jerzego Osiatyńskiego na nowego członka RPP. Zgodnie z wypowiedziami w ostatnio publikowanych wywiadach można stwierdzić, że J. Osiatyński prezentuje zdecydowanie bardziej gołębie nastawienie w polityce pieniężnej niż Z. Gilowska w miejsce której został powołany. J. Osiatyński w swoich wypowiedziach mówi m.in., że utrzymanie aktualnego poziomu stóp procentowych możliwie jak najdłużej jest niezwykle pożądane. Jednocześnie według J. Osiatyńskiego RPP mogła w okresie spowolnienia gospodarczego dużo szybciej decydować się na łagodzenie polityki pieniężnej, a konserwatyzm RPP w tej mierze był nieuzasadniony. Sądzimy, że nowy członek RPP nie będzie się spieszył z podwyżkami stóp procentowych, o ile nie nastąpi wyraźne ożywienie gospodarcze i nie dojdzie do wyraźnego przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	8	533	433	470	517	490	509	568
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,528	1,595	1,628	1,704
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,404	12,722	13,199	14,763
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	13.5	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.4	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	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	0.8	0.9	2.3
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	2.8	3.8	6.1
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-1.8	0.7	6.9
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.1	2.2
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.0	1.9
Plące nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	3.7
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	2.62	3.32
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	3.07	2.90
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	2.96
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	4.20	4.10
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.2	-7.7	-13.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.5	-2.4
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	4.5	1.7
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	190.9	207.6	243.0
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.6	203.1	241.3
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	8.3	9.9
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.7	-24.9	-30.8
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	90.6
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	-4.6	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.3	-1.1	-1.9	7.8
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	54.7	47.4
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.1	30.1

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.