

CitiWeekly

Po wyższych od prognoz CPI i produkcji lepsza także sprzedaż

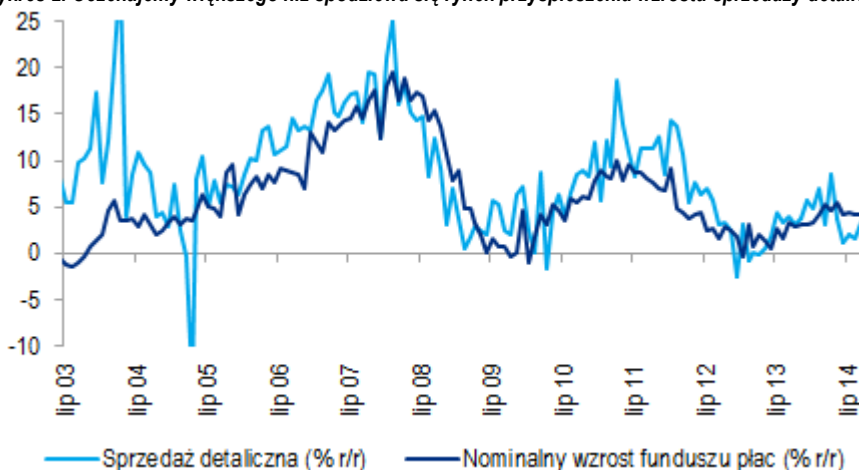
- Opublikowana w minionym tygodniu seria danych z gospodarki nie rozwiała wątpliwości, co do dalszych zmian w polityce pieniężnej. Jednak w związku z tym, że inflacja oraz produkcja okazały się wyższe od oczekiwań, a komentarze członków RPP nie były zbyt gołębne można oczekiwać, że zrealizuje się nasz scenariusz bazowy przewidujący jeszcze tylko jedną obniżkę stóp procentowych o 25 pb w listopadzie.
- Inflacja utrzymała się we wrześniu na poziomie -0,3% r/r. Z kolei produkcja przemysłowa wzrosła o 4,2% r/r po spadku o 1,9% r/r w sierpniu, głównie za sprawą efektu dni roboczych i odreagowania produkcji aut. Produkcja budowlana również odreagowała bardziej niż oczekiwał tego rynek (do +5,6% r/r po spadku o 3,6% r/r w sierpniu). Z kolei dane z rynku pracy były mniej więcej zgodne z tym czego oczekiwał rynek. Wzrost płac minimalnie spowolnił do 3,4% r/r, a wzrost zatrudnienia przyspieszył do 0,8% r/r z 0,7%. Jednocześnie przy niskiej inflacji ustabilizował się realny wzrost funduszu płac na poziomie ok. 4,5%, co wraz zżywieniem w kredytach konsumpcyjnych wspiera nasz scenariusz poprawy konsumpcji po spowolnieniu w II połowie tego roku.
- W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej, które według naszej prognozy pokażą nieco większe niż oczekuje rynek przyspieszenie wzrostu do 3,3% r/r.
- Poza tym za granicą rynki skupią uwagę na wstępnych odczytach PMI, danych o chińskim PKB za III kw. i biorąc pod uwagę obserwowaną ostatnio wrażliwość na perspektywy światowego wzrostu gospodarczego będą wyczulone na negatywne niespodzianki.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 14	4,27	3,53	5,62	1,21	1,75	0,05	1,89	3,55	0,75	2,70
IV KW 15	4,20	3,59	5,68	1,17	1,75	0,05	1,95	4,00	1,50	3,20

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn.26.09.2014 r.

Wykres 2. Oczekujemy większego niż spodziewa się rynek przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

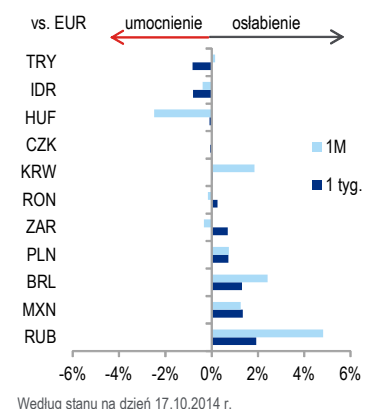
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 17.10.2014 r.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
21 paź WTOREK							
04:00	CN	PKB	% r/r	III kw.		7,2	7,5
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	IX		5,09	5,05
22 paź ŚRODA							
14:30	USA	CPI	% m/m	IX		0,1	-0,2
23 paź CZWARTEK							
03:45	CN	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X			50,2
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X		49,5	49,9
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X	49,9	49,9	50,3
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	X	51,50	52,0	52,4
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IX	3,3	2,4	1,7
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IX	11,6	11,6	11,7
12:00	PL	Aukcja obligacji					
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.			264
16:00	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X		57,0	50,3
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	pkt	X		-12,0	-11,4
16:00	USA	Wskaźnik wyprzedzający	% m/m	IX		0,7	0,2
24 paź PIĄTEK							
10:30	GB	Wzrost PKB	% r/r	III kw.		3,0	3,2
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IX		475,0	504

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

Zapowiedź tygodnia

Sprzedaż detaliczna

Oczekujemy przyspieszenia wzrostu sprzedaży detalicznej we wrześniu do 3,3% r/r z 1,7% r/r w sierpniu. Sprzedaż samochodów prawdopodobnie wciąż będzie miała negatywny wpływ na wynik sprzedaży ogółem, choć spodziewamy się, że spowolnienie sprzedaży zatrzyma się w najbliższym czasie. Naszym zdaniem utrzymująca się stosunkowo dobra sytuacja na rynku pracy w połączeniu z kontynuacją przyspieszenia akcji kredytowej będą napędzać wzrost sprzedaży.

Miniony tydzień

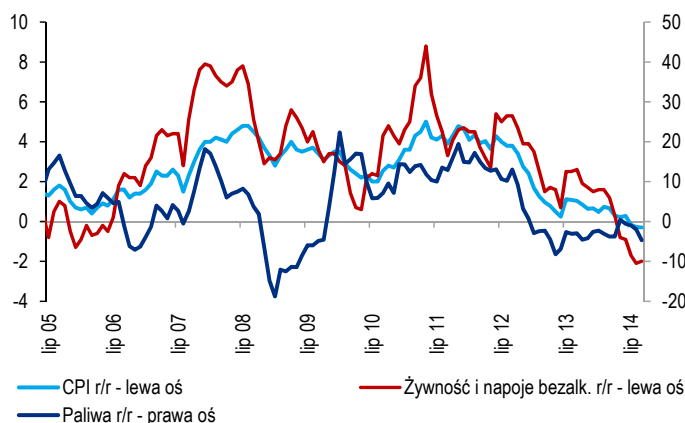
Inflacja

Inflacja nieoczekiwanie utrzymała się we wrześniu na poziomie -0,3% r/r, głównie za sprawą wyższych cen żywności. Taki odczyt inflacji był

wyższy od oczekiwań rynku (na poziomie -0,4%) oraz naszej prognozy (-0,5% r/r). Największym zaskoczeniem w danych była stosunkowo wysoka dynamika cen żywności, które wzrosły o 0,1% m/m wobec naszego założenia -1,2% m/m. To po raz kolejny stało w sprzeczności z danymi Ministerstwa Rolnictwa, które już drugi miesiąc z rzędu pokazały wyraźny spadek cen żywności oraz z tym czego można było oczekiwać po wprowadzeniu przez Rosję embarga na eksport warzyw i owoców. Poza tym w górę zaskoczyły ceny odzieży i obuwia, ale w przypadku takich kategorii jak transport, komunikacja, rekreacja i kultura oraz edukacja dynamika cen była znacznie niższa niż oczekiwano.

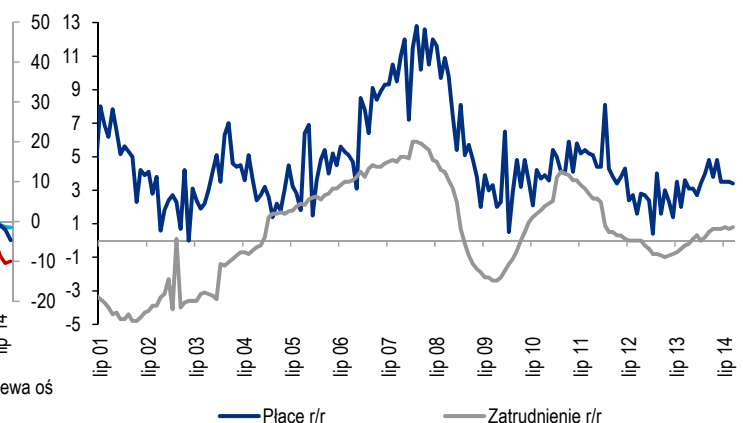
Spodziewamy się bardzo powolnego wzrostu inflacji i jej utrzymania poniżej celu NBP w trakcie 2015 r. Po tym jak wzrost cen żywności okazał się wyższy od naszych założeń po raz drugi z rzędu podwyższyliśmy nieco ścieżkę cen żywności na kolejne miesiące. Jednak biorąc pod uwagę dalsze spadki cen paliw, które nie są w pełni rekompensowane przez osłabienie złotego wobec dolara, spodziewamy się dalszego spadku inflacji i jej utrzymania poniżej zera do końca roku. Spodziewamy się jej powolnego wzrostu do ok. 2% r/r na koniec 2015 r.

Wykres 3. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 4. Płace i zatrudnienie



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Rynek pracy

Wzrost płac minimalnie spowolnił we wrześniu do 3,4% r/r z 3,5% w sierpniu i był poniżej naszej prognozy 4,2%, ale blisko oczekiwań rynku wskazujących na stabilizację wzrostu na poziomie 3,5%. Dane o wzroście wynagrodzeń potwierdziły, że nie ma presji płacowej w gospodarce i biorąc pod uwagę spowolnienie w II połowie tego roku najprawdopodobniej nie pojawi się ona w najbliższych kwartałach, co stwarza korzystne środowisko dla RPP dla ewentualnej kolejnej obniżki stóp. Jednocześnie wzrost zatrudnienia minimalnie przyspieszył do 0,8% r/r z 0,7% w sierpniu. Utrzymanie się ujemnej inflacji na poziomie z sierpnia przełożyło się na stabilizację realnego wzrostu funduszu płac we wrześniu na poziomie 4,6% r/r, a w III kwartale na poziomie 4,5% r/r.

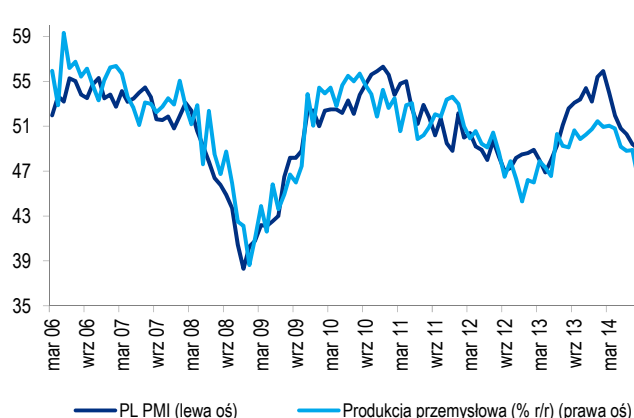
Stabilizacja sytuacji na rynku pracy pomimo pewnego pogorszenia perspektyw odnośnie popytu i produkcji została potwierdzona przez raport NBP na temat sytuacji przedsiębiorstw. Pokazał on, że liczba firm planujących zwiększenie zatrudnienia pozostaje powyżej liczby firm,

które planują jego redukcję już 4-ty kwartał z rzędu po 5 latach przeciwnej tendencji. Jednocześnie przedsiębiorstwa planują podwyżki płac w IV kwartale w podobnej skali jak w III kwartale, i większej niż w 2013. Sądzymy, że stabilizacja sytuacji na rynku pracy obok ożywienia kredytów konsumpcyjnych będzie wspierać konsumpcję po przejściowym spowolnieniu w II połowie tego roku.

Produkcja

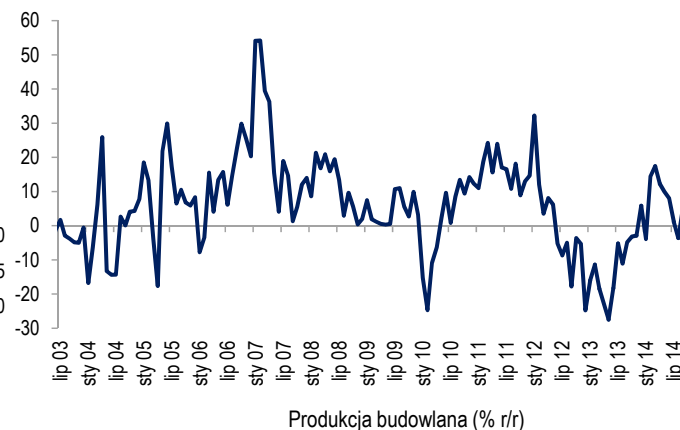
Produkcja przemysłowa wzrosła o 4,2% r/r po spadku o 1,9% r/r w sierpniu, co było powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 3,1% r/r i nieco poniżej naszego szacunku (5%). Poprawa w produkcji była sygnalizowana przez wyższą liczbę dni roboczych, nieoczekiwany wzrost indeksu PMI oraz silne ożywienie w produkcji samochodów. Wzrost produkcji odegrał również po korekcie o różnicę w liczbie dni roboczych do 1,9% r/r z -0,6% r/r w sierpniu. Jednak, wydaje się, że największy wpływ na zmienność w produkcji miały dane o produkcji samochodów, z powodu większego niż zwykle o tej porze roku spadku produkcji w sierpniu w związku z urlopami w branży, który był skorygowany przez wyższy wzrost produkcji aut we wrześniu. Jednocześnie lepszy od oczekiwań rynkowych wynik zanotowała produkcja budowlana, która wzrosła we wrześniu o 5,6% r/r po spadku o 3,6% w sierpniu. Choć dane o produkcji przemysłowej i budowlanej przewyższyły oczekiwania to wzrost w całym III kw. był znacznie niższy niż w II kw. i I kw., co prawdopodobnie przełoży się na spowolnienie wzrostu PKB poniżej 3% r/r w III kw. wobec 3,3% w II kw. i 3,4% w I kw.

Wykres 5. Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Produkcja budowlana



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

Tak jak oczekiwaliśmy, deficyt obrotów bieżących zaskoczył w górę w sierpniu i osiągnął niemal 1 mld €. Deficyt wzrósł ze zrewidowanych w górę 0,7 mld € zanotowanych w lipcu, co było znacznie powyżej rynkowego konsensusu zakładającego wzrost do 0,4 mld € z 0,2 mld € w lipcu przed rewizją. Jednocześnie deficyt był poniżej naszej prognozy (ok. 1,4 mld €), którą zrewidowaliśmy po danych GUS pokazujących słaby eksport. Według danych NBP wzrost eksportu spadł o 1,8% r/r wobec wzrostu o 6,2% r/r w lipcu, ale jednocześnie pokazały znacznie wyższe niż oczekiwaliśmy saldo w handlu zagranicznym za sprawą spadku importu (-1,1% r/r wobec

wzrostu o 4,8% r/r w lipcu). Wzrost deficytu w obrotach bieżących wynikał głównie z gorszych niż zakładaliśmy sald na rachunku dochodów pierwotnych i wtórnych.

W relacji do PKB, deficyt obrotów bieżących wzrósł do 1,4%, ale wciąż jest w pełni pokryty przez napływ kapitału długoterminowego, co powinno ograniczać negatywny wpływ wyższego deficytu na złotego. Deficyt skumulowany za 12 miesięcy w relacji do PKB wzrósł do 1,4% z 1,2% w lipcu wobec 0,8% przed rewizją. Deficyt jest wciąż w pełni pokryty przez napływ kapitału długoterminowego, a suma salda rachunku bieżącego i kapitałowego (wliczającego środki unijne) jest dodatnia i wynosi ok. 1% PKB.

W najbliższych miesiącach oczekujemy stabilizacji deficytu obrotów bieżących w relacji do PKB. Rosyjskie embargo na eksport owoców i warzyw z Polski wciąż będzie miało negatywny wpływ na eksport, podobnie jak słabsze perspektywy wzrostu w strefie euro. Jednak powinno to być równoważone przez oczekiwane osłabienie złotego oraz pewną elastyczność rolników w poszukiwaniu nowych rynków zbytu. Ponadto, osłabienie wzrostu sprzedaży detalicznej w II połowie roku prawdopodobnie przynajmniej krótkookresowo ograniczy import.

RPP

Komentarze członków RPP opublikowane w minionym tygodniu nie wyeliminowały niepewności, co do kolejnych decyzji w sprawie polityki pieniężnej. E. Chojna-Duch, która jest jednym z najbardziej gołębich członków RPP zasugerowała możliwość wstrzymania się z dalszymi obniżkami stóp na jakiś czas, aby zobaczyć efekty październikowego ruchu. Przeciw dalszym obniżkom jest także A. Glapiński i A. Kaźmierczak. Z kolei J. Osiatyński stwierdził, że jest jeszcze przestrzeń do redukcji stóp o 75 pb. A. Bratkowski zasugerował, że stopy mogłyby zostać obniżone o 50-75 pb w najbliższych miesiącach, szczególnie jeśli wzrost PKB w 2015 r. spowolniłby poniżej 3% r/r. Powyższe wypowiedzi pokazują, że między członkami RPP nie ma porozumienia odnośnie tego jak odpowiedzieć na słabszy wzrost i niską inflację. Możliwe, że jednym wspólnym poglądem jaki panuje w Radzie jest taki, że obniżka stóp o 50 pb nie powinna się już powtórzyć. Część członków RPP zasugerowała preferencje mniejszych ruchów po 25 pb. Jednocześnie prezes NBP, M. Belka powiedział, że oczekiwania, że cykl obniżek stóp procentowych może być długi są błędne. Jego zdaniem, możliwa jest jedynie jeszcze jedna obniżka stóp.

Wyższa od prognoz inflacja oraz lepsze od oczekiwań dane o produkcji nie zmieniają naszego scenariusza dotyczącego stóp procentowych, gdyż inflacja jest wciąż znacznie poniżej celu NBP, a perspektywy wzrostu gospodarczego nieco mniej pewne niż kilka miesięcy temu. Jednak biorąc pod uwagę niezbyt gołębie komentarze członków RPP sądzimy, że Rada najprawdopodobniej będzie chciała zakończyć kwestię obniżek stóp stosunkowo szybko i prawdopodobnie obniży stopy jeszcze tylko raz o 25 pb w listopadzie. Rynek wycenia obecnie obniżkę o 25 pb w listopadzie o kolejną w tej samej skali na początku 2015 r.

Sądzimy, że zbliżający się koniec obniżek stóp procentowych i nieco lepsze dane z gospodarki za wrzesień mogą spowolnić spadki rentowności. Jednak krajowe obligacje będą wciąż pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. W perspektywie kilku miesięcy oczekujemy wzrostu rentowności, szczególnie na dłuższym końcu krzywej, o ile nie dojdzie do odłożenia w czasie podwyżek stóp procentowych w USA. Poza bardziej restrykcyjną polityką pieniężną w USA przyczynić się do tego może szybszy wzrost PKB oraz wzrost potrzeb pożyczkowych i podaży obligacji.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	517	490	516	526
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 692
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	13 650
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	12.1
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	2.0	1.6	3.0
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	10.0
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.5
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	3.5
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	5.3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	0.0
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.1
Płace nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	4.1
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50	2.00
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5.52	5.61	3.76	3.66	4.77	4.21	2.61	2.05
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	3.55
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.16
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.07
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.23
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.18
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-4.1
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-0.8
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	4.5
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	222.6
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	218.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	7.0
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-21.5
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.4	5.3	-1.3	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	97.3
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	38.3	47.5	48.7	49.2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	-3.3
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	-1.2
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.6
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	29.7

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

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Materiał nie stanowi także rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.