

22 kwietnia 2014 □ 7 stron

CitiWeekly

Oczekujemy dobrych danych o sprzedaży i udanej aukcji obligacji

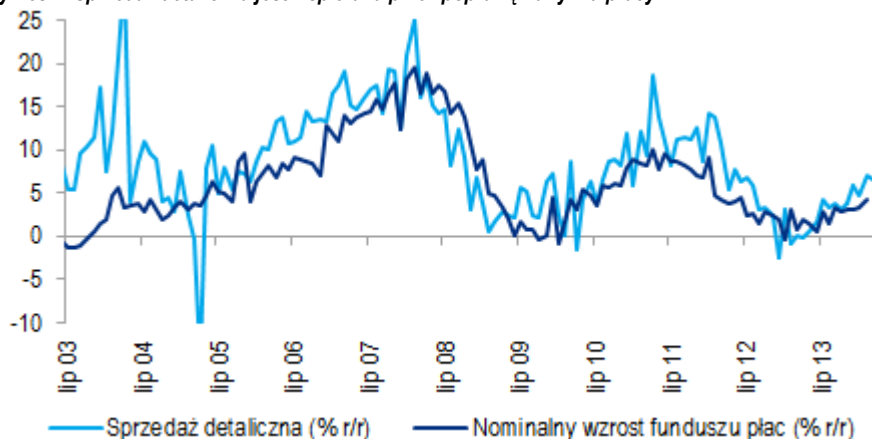
- W tym tygodniu poznamy dane o sprzedaży detalicznej za marzec. Szacujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej nieznacznie spowolnił w marcu do 6,5% z 7% w lutym. Dane o sprzedaży za marzec były pod wpływem dalszego (i większego od oczekiwań) przyspieszenia funduszu płac oraz kontynuacji poprawy w kredytach konsumpcyjnych. Spodziewamy się, że pozytywne tendencje w konsumpcji będą kontynuowane w kolejnych kwartałach.
- W tym tygodniu Ministerstwo Finansów zaoferuje od 6 do 10 mld zł obligacji dwuletnich i pięcioletnich. Naszym zdaniem resort nie będzie miał problemu z ich uplasowaniem na rynku szczególnie biorąc pod uwagę dużą kwotę, która trafi na rynek w związku z zapadającymi obligacjami. Sądzymy, że po tej aukcji resort finansów będzie miał sfinansowane ponad 80% potrzeb pożyczkowych i że zakończy finansowanie do końca I połowy roku.
- Dane opublikowane w ubiegłym tygodniu pokazały nieco słabszy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej za marzec, który jednak został zniwelowany przez wyższy od oczekiwań wzrost produkcji budowlanej. Ponadto dane z rynku pracy okazały się znacznie lepsze od oczekiwań potwierdzając, że ożywienie gospodarcze w coraz większym stopniu przekłada się na poprawę warunków na rynku pracy i wzrost zatrudnienia.
- Opublikowane dane fiskalne potwierdziły, że wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego w ubiegłym roku był niewielki (do 4,3% PKB). Oczekujemy, że w tym roku bilans sektora poprawi się o ok. 8 pkt proc. za sprawą jednorazowego transferu środków z OFE, a po eliminacji efektu OFE deficyt zmniejszy się do ok., 3,7% PKB.
- Geopolityczne napięcie na Ukrainie wciąż utrzymuje się na podwyższonym poziomie mimo porozumienia w Genewie. Jednak na razie wpływ na rynek jest stosunkowo ograniczony.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
II KW 14	4,24	3,05	5,17	1,39	2,50	0,10	2,70	4,40	1,65	2,85
II KW 15	4,20	3,00	5,19	1,40	3,00	0,10	3,33	4,95	1,90	3,60

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 26.3.2014 r.

Wykres 1. Sprzedaż detaliczna jest wspierana przez poprawę na rynku pracy.



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

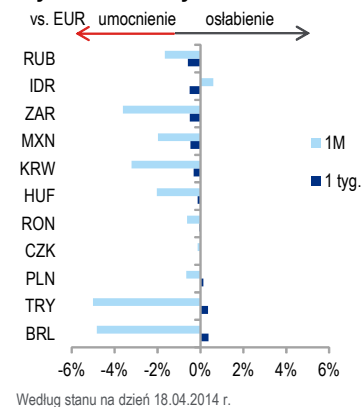
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 18.04.2014 r.

Spis treści

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

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
22 kwi WTOREK							
16:00	EMU	Zaufanie konsumentów	%	IV	-8,5	-9,2	-9,3
16:00	USA	Sprzedaż domów	mln	III		4,55	4,6
23 kwi ŚRODA							
09:30	DE	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV		54	53,7
10:00	EMU	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV	52,7	53	53,0
10:00	EMU	Wstępny PMI dla usług	pkt	IV	52,5	52,4	52,2
12:00	PL	Aukcja obligacji: OK0716, PS1016, PS0718 – 6-10 mld zł					
16:00	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	IV		56	55,5
24 kwi CZWARTEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	III	6,5	5,9	7
10:00	DE	Indeks Ifo	pkt	IV	110,2	110,5	110,7
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	%	III		2,0	2,2
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.		310,0	304
25 kwi PIĄTEK							
15:55	USA	Wstępny indeks Michigan	pkt	IV			55,3

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

Zapowiedź tygodnia

Oczekujemy niewielkiego spowolnienia sprzedaży detalicznej

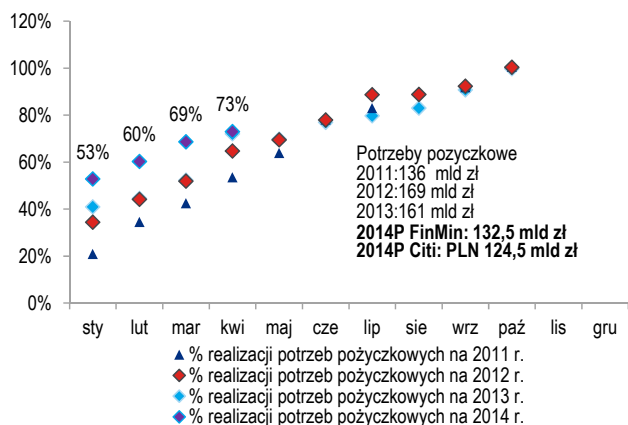
Szacujemy, że wzrost sprzedaży detalicznej w marcu nieznacznie spowolnił do 6,5% z 7% w lutym. Dane o sprzedaży za marzec były pod wpływem dalszego i większego od oczekiwań przyspieszenia wzrostu nominalnego funduszu płac oraz kontynuacji poprawy w kredytach konsumpcyjnych. Jednocześnie dodatkowym czynnikiem wspierającym sprzedaż był przynajmniej przejściowo zwiększony popyt na samochody w związku z korzystnymi zmianami podatkowym, tj. zwiększoną ulgą VAT na tzw. „samochody z kratką” w I kwartale. Ten ostatni czynnik zostanie zniesiony w kolejnych kwartałach, ale naszym zdaniem negatywny wpływ tej sytuacji na sprzedaż detaliczną powinien być zniwelowany przez dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy.

Szybka realizacja potrzeb pożyczkowych

W tym tygodniu Ministerstwo Finansów zaoferuje od 6 do 10 mld zł obligacji OK0716, PS1016 i PS0718. Naszym zdaniem resort finansów nie powinien mieć dużych kłopotów z uplasowaniem takiej woty na rynku tym bardziej, że w dniu rozliczenia aukcji Ministerstwo Finansów ma wypłacić inwestorom ok. 21 mld zł (w tym ok. 16 mld zł w zapadających obligacjach i 5 mld zł z wypłat kuponów). Co więcej, sądzimy, że resort finansów może

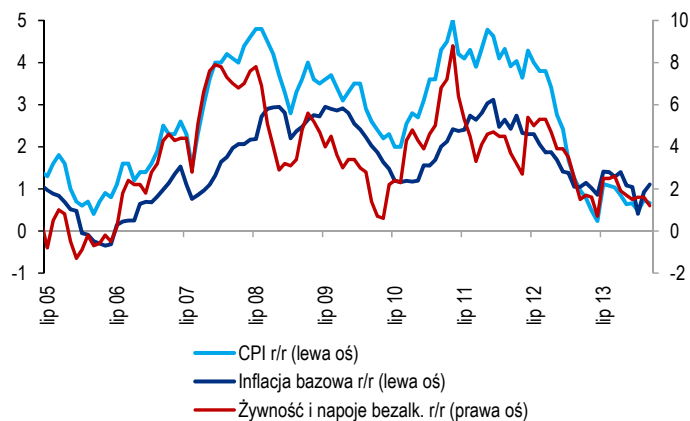
zorganizować aukcję dodatkową a emisja może przekroczyć rekordową wartość ze stycznia na poziomie ok. 12,1 mld zł. Sądzymy, że po aukcji w tym tygodniu stopień realizacji tegorocznych potrzeb pożyczkowych (planowanych przez rząd na poziomie 132,5 mld zł) wzrośnie do ponad 80% z ok. 73% obecnie. Co więcej szacujemy, że faktyczne potrzeby pożyczkowe będą o ok. 8 mld zł mniejsze niż zakłada rząd w związku z większym przyspieszeniem wzrostu gospodarczego i lepszym wynikiem budżetu centralnego. W związku z tym naszym zdaniem tegoroczne potrzeby zostaną w całości sfinansowane do końca czerwca, a w II-iej połowie roku rząd skupi się na prefinansowaniu przyszłorocznego deficytu. Naszym zdaniem duża elastyczność w polityce emisyjnej będzie ważnym argumentem pomagającym stabilizować rynek obligacji w przypadku znacznych odpływów środków zagranicznych z rynku obligacji.

Wykres 2. Realizacja potrzeb pożyczkowych



Źródło: GUS, Citi Handlowy.

Wykres 3. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, Reuters, Bloomberg, Citi Handlowy.

Miniony tydzień

Stabilna inflacja na niskim poziomie

W marcu inflacja pozostała stabilna na poziomie 0,7% r/r, powyżej naszej prognozy 0,5% oraz nieznacznie poniżej mediany prognoz rynkowych według Parkietu (0,8% r/r). Źródłem pozytywnej niespodzianki była nieoczekiwana podwyżka cen w łączności (częściowe zniesienie obniżki cen w tej kategorii z ostatnich miesięcy). Inflacja netto po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 1,1% r/r z 0,9% w lutym.

Nasza prognoza zakłada, że inflacja będzie rosła bardzo powoli w najbliższych miesiącach, przekraczając 1% w czerwcu i osiągając 1,7% na koniec roku. Szacujemy, że zmiany w strukturze koszyka inflacyjnego, które pomogły zredukować inflację na początku 2014 r. przyczynią się do wyższej ścieżki CPI w miesiącach wakacyjnych, ale ten wpływ będzie ograniczony. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że inflacja osiągnie 2,5% w okolicach marca przyszłego roku i może stopniowo rosnąć także w kolejnych miesiącach.

W świetle wciąż bardzo niskiej inflacji Rada Polityki Pieniężnej pozostanie naszym zdaniem przy swojej strategii wyczekiwania, a kolejne kometyarze z RPP zapewne wciąż będą „gołębiami”. W szczególności nie wykluczamy, że większa liczba członków Rady może zwracać uwagę na możliwość

wydłużenia sygnalizowanego okresu braku zmian stóp (tzw. *forward guidance*) poza III kw. tego roku, a nawet poza 2014 r. Uważamy, że obecny gołębi ton będzie uzasadniony przez całkowity brak presji inflacyjnej, ale naszym zdaniem taka sytuacja zacznie się stopniowo zmieniać w dalszej części tego roku. Stopniowo rosnąca inflacja, silny wzrost gospodarczy oraz domykająca się luka popytowa będą prawdopodobnie prowadzić do zmiany poglądu większości członków RPP. Choć obecnie nawet najbardziej jastrzębi członkowie Rady czują się komfortowo z poziomem stóp procentowych 2,5%, prawdopodobnie ulegnie to zmianie, gdy inflacja zacznie przyspieszać powoli zbliżając się do celu. W związku z tym, oczekujemy, że RPP rozpocznie proces stopniowych podwyżek stóp procentowych na początku przyszłego roku, a stopa bazowa wzrośnie o 100 pb w 2015 r.

Wzrost rentowności bardziej prawdopodobny

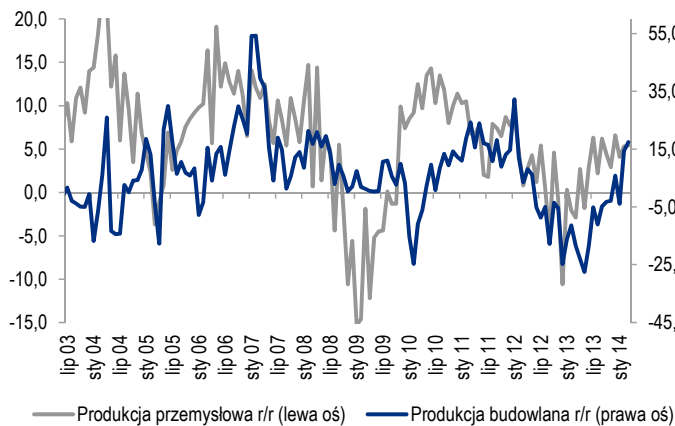
Naszym zdaniem przestrzeń do dalszego umocnienia obligacji i spadku stóp swap jest stosunkowo ograniczona. Inflacja jest niska i sądzimy, że prawdopodobnie osiągnęła już minimum, a w kolejnych miesiącach zacznie stopniowo rosnąć. Jednocześnie obecne poziomy rentowności obligacji sugerują, że rynek wycenia już dosyć optymistyczny scenariusz inflacyjny. W rezultacie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności do końca roku (nasza prognoza 10-letnich obligacji na koniec roku: 4,65%).

Gorsza produkcja w przemyśle, lepsza w budownictwie

Wzrost produkcji przemysłowej minimalnie przyspieszył w marcu do 5,4% r/r z 5,3% r/r w lutym. Taki wynik był jednak niższy od oczekiwań oraz od naszej prognozy na poziomie 6,4% r/r, mimo dobrych danych Samar o produkcji samochodów. Jednak wzrost produkcji dostosowany o dni robocze przyspieszył do 5,7% r/r z 5,5% w lutym. Dodatnie tempo wzrostu zostało zanotowane w 22 z 34 sektorach przemysłu. Choć indeks PMI za marzec wyraźnie spadł to wciąż wskazuje na znaczące odreagowanie analogiczne dożywienia w strefie euro. Dostrzegamy co prawda ryzyko w dół dla skaliżywienia gospodarczego biorąc pod uwagę sytuację gospodarczą na Ukrainie, ale w bazowym scenariuszu wciąż zakładamy, że efekt zawirowań geopolitycznych w regionie będzie miał niewielki wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce.

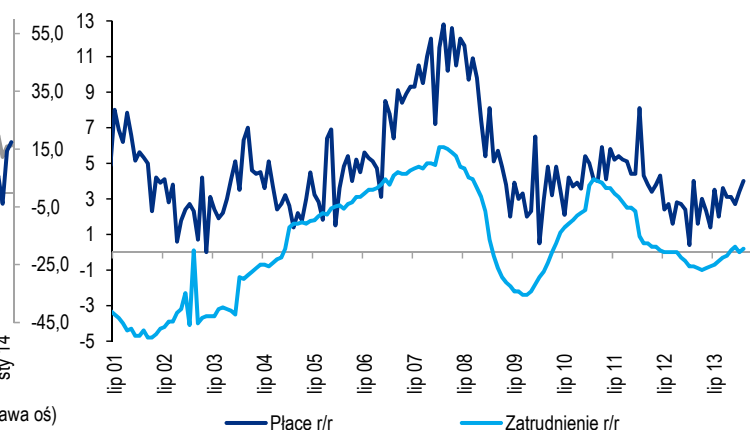
W przeciwieństwie do słabych wyników produkcji przemysłowej wzrost produkcji budowlanej przyspieszył do 17,4% r/r z 14,4% w lutym, co przewyższyło oczekiwania rynkowe (14,4%). Taki rezultat wynikał ze wzmocnienia produkcji w sektorze inżynierii lądowej do niemal 50% r/r, oraz stosunkowo wysokiego wzrostu produkcji w sektorze wznoszenia budynków do ok. 12% r/r, a dobry wynik był związany z poprawą pogody w marcu wobec trudniejszych warunków pogodowych w pierwszych dwóch miesiącach roku.

Wykres 4. Produkcja przemysłowa i budowlana



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 5. Płace i zatrudnienie



Źródło: Reuters, NBP, Citi Handlowy.

Dane z rynku pracy zaskoczyły pozytywnie

Dane z rynku pracy za marzec okazały się lepsze od oczekiwań. Nominalny wzrost funduszu płac wyniósł 4,8% r/r, co oznacza realny wzrost płac o ok. 4,1% r/r. Przeciętny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw wyniósł aż 0,5% r/r wobec 0,2% r/r w lutym. W rezultacie realny wzrost funduszu płac przyspieszył do 4,6% r/r, najszybszego tempa wzrostu od dwóch lat, co dobrze wróży konsumpcji prywatnej w I i II kwartale.

Dane o płacach i zatrudnieniu wspierają nasz pogląd, że ożywienie w polskiej gospodarce jest coraz bardziej trwałe i przekłada się na rynek pracy, gdyż firmy są coraz pewniejsze i chętne do tworzenia miejsc pracy. Oczekujemy, że PKB wzrośnie w tym roku o 3,4% r/r w związku z ożywieniem inwestycji i konsumpcji prywatnej. Choć czynniki krajowe sugerują silniejszy wzrost sądzimy, że ryzyko jest „przechylone” w dół ze względu na konflikt między Ukrainą i Rosją.

Umiarkowany wzrost deficytu fiskalnego w 2013 r.

Dane o realizacji deficytu fiskalnego za 2013 r. nie okazały się dużą niespodzianką. Pokazały one wzrost deficytu sektora rządowego i samorządowego do 4,3% PKB, a więc jedynie nieznacznie powyżej naszej prognozy na poziomie (4,2%) i jednocześnie nieznacznie poniżej prognozy Komisji Europejskiej (4,4%). Dług sektora rządowego i samorządowego (*general government*) obliczony według metodologii ESA95 wzrósł do 57% PKB. Dług liczony na podstawie krajowej definicji wyniósł 53,9%, tj. poniżej progu 55%, którego przekroczenie oznaczałoby uruchomienie automatycznego dostosowania fiskalnego.

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	553
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1 175	1 273	1 344	1 417	1 528	1 595	1 632	1 698
PKB per capita (USD)	11 168	13 982	11 332	12 210	13 404	12 721	13 416	14 353
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	12,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,6	3,4
Inwestycje (% r/r)	17,6	9,6	-1,2	9,3	11,2	-4,2	-4,9	8,3
Spożycie ogółem (% r/r)	4,6	6,1	2,0	3,4	1,6	1,0	1,1	2,5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,2	0,8	2,7
Eksport (% r/r)	9,1	7,1	-6,8	12,1	7,7	2,8	4,3	5,9
Import (% r/r)	13,7	8,0	-12,4	13,9	5,5	-1,8	0,7	6,7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3,9	3,4	3,7	3,2	4,6	2,6	0,8	1,7
Inflacja CPI (% średnia)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	1,0
Płace nominalne (% r/r)	9,1	10,5	4,2	3,6	4,9	3,4	2,6	3,9
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50
WIBOR1M, (% koniec okresu)	5,52	5,61	3,76	3,66	4,77	4,21	2,61	2,80
Rentowność obligacji 10-letnich	5,93	5,46	6,24	6,07	5,91	3,73	4,34	4,65
USD/PLN (Koniec okresu)	2,45	3,00	2,87	2,96	3,44	3,08	3,04	3,10
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	4,34
EUR/PLN (Średnia)	3,78	3,52	4,33	3,99	4,12	4,19	4,19	4,25
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20,3	-25,5	-9,7	-24,1	-25,8	-18,1	-7,8	-13,9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4,7	-4,8	-2,2	-5,1	-5,0	-3,7	-1,5	-2,5
Saldo handlu zagranicznego	-17,1	-26,0	-4,3	-11,8	-14,1	-6,7	2,6	2,1
Eksport	145,3	178,7	142,1	165,9	195,2	191,0	206,0	233,2
Import	162,4	204,7	146,4	177,7	209,3	197,7	203,4	231,1
Saldo usług	4,8	5,0	4,8	3,1	5,7	6,0	6,6	6,1
Saldo dochodów	-16,4	-12,8	-16,6	-19,1	-23,6	-22,6	-22,2	-27,8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18,0	10,3	8,8	6,9	12,3	5,2	0,4	4,0
Rezerwy międzynarodowe	54,6	57,2	69,7	81,4	86,8	96,1	94,0	86,2
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	-4,3	5,7
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0,4	-1,4	-4,6	-5,2	-2,3	-1,1	-1,5	8,2
Dług publiczny (Polska metodologia)	44,9	46,9	49,8	52,8	53,4	52,7	53,9	46,6
Dług krajowy	34,3	34,8	36,8	38,4	36,5	36,1	37,2	28,4

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.