

26 maja 2014 □ 6 stron

CitiWeekly

Nadzieje na obniżki stóp na horyzoncie?

- Tydzień rozpocznie się od comiesięcznej konferencji prasowej GUS oraz publikacji danych o sprzedaży detalicznej. Oczekujemy, że po zaskakująco słabym marcu, w kwietniu sprzedaż wzrośnie nominalnie o 9,1% r/r. Sprzyjać temu powinna poprawa sytuacji na rynku pracy, przekładająca się na wzrost płac oraz zatrudnienia.
- Dane z minionego tygodnia potwierdzają, że gospodarka rozwija się w relatywnie szybkim tempie. Produkcja przemysłowa wzrosła o 5,4%, podczas gdy produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 12,2% r/r.
- Zaskoczeniem dla nas okazał się optymizm z jakim rynki finansowe dyskontują obniżkę stóp procentowych. Po wypowiedziach prezesa Belki o możliwości wystąpienia deflacji rynek FRA zaczął wyceniać 50%-owe szanse na dodatkową obniżkę na początku przyszłego roku.
- Naszym zdaniem RPP nie zdecyduje się na tę obniżkę i zamiast tego utrzyma stopy na niezmiennym poziomie do II kwartału 2015 włącznie. Z kolei w II kwartale – jeżeli inflacja wzrośnie a wzrost utrzyma się na silnym poziomie – spodziewalibyśmy się pierwszej podwyżki stóp o 25pb.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

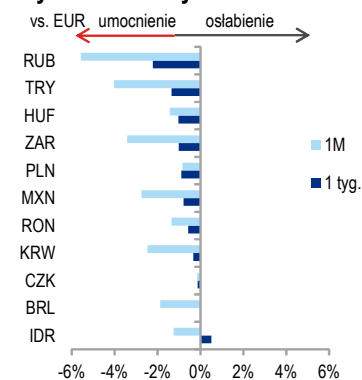
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



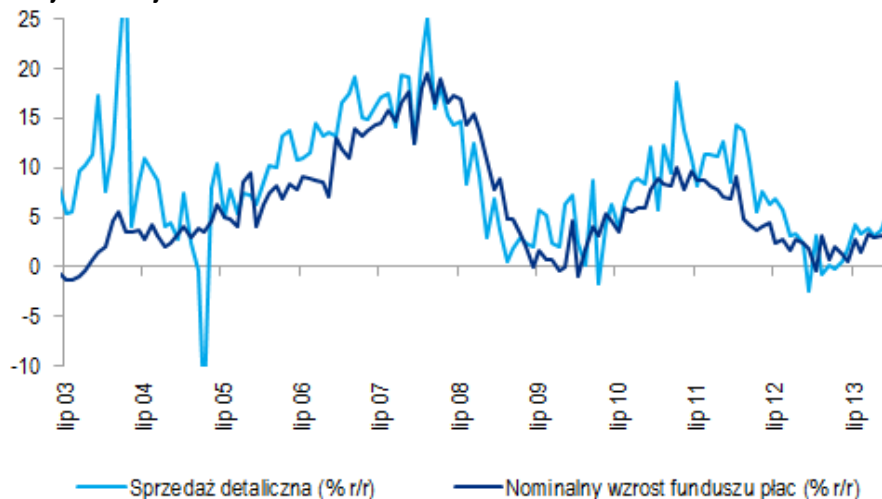
Według stanu na dzień 23.05.2014 r.

Tabela 1. Prognozy rynkowe

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	EBC	WIBOR 3M	10L PL	10L Bund	10L Treasuries
III KW 14	4,24	3,07	5,30	1,38	2,50	0,10	2,72	4,05	1,60	2,95
III KW 15	4,15	3,01	5,19	1,38	3,00	0,10	3,25	4,75	1,80	3,50

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dn. 21.5.2014 r.

Wykres 2. Ożywienie na rynku pracy i poprawa dynamiki funduszu płac powinny napędzać wzrost sprzedaży detalicznej.



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Kalendarz publikacji	2
- Zapowiedź tygodnia	2
- Miniony tydzień	2
- Tabela z prognozami	5

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
26 maj PONIEDZIAŁEK							
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	% r/r	IV	9,1	8,4	3,1
10:00	PL	Stopa bezrobocia	%	IV	13,0	13,0	13,5
	USA UK	Dzień wolny					
27 maj WTOREK							
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IV	-0,9	-0.7	2.6
15:45	USA	PMI Usługi	% m/m	IV		-0.7	2.6
16:00	USA	Nastroje konsumentów	pkt.	V	83,0	83.0	82.3
28 maj ŚRODA							
10:00	EMU	Podaż pieniądza M3	% r/r	IV	1.2		1.1
11:00	EMU	Wskaźnik nastrojów gospodarczych	pkt.		102.6		102
29 maj CZWARTEK							
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	315,0	315.0	326.0
14:30	USA	PKB	% SAAR	I kw	-0,4	-0.5	0.1
14:30	USA	Konsumpcja indywidualna	% r/r	I kw.		3.1	3.0
30 maj PIĄTEK							
08:00	DE	Sprzedaż detaliczna	% m/m	V	0.4		0.1
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IV		0.2	0.2
14:30	USA	Wydatki osobiste	% m/m	IV	0,0	0.2	0.9
14:30	USA	Chicago PMI	pkt.	V	59,0	60.5	63.0
16:00	USA	Indeks nastrojów wg U. Michigan	pkt.	V	84,5	83	82

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

Zapowiedź tygodnia

Kalendarzowe odbicie w sprzedaży

Wyraźne spowolnienie sprzedaży w marcu miało prawdopodobnie tylko charakter przejściowy i było związane z efektami kalendarzowymi, które powinny zostać odwrócone w kwietniu. Biorąc to pod uwagę oczekujemy 9,1% r/r wzrostu nominalnej sprzedaży detalicznej w kwietniu, między innymi dzięki zwiększonemu popytowi na żywność w okolicach świąt wielkanocnych. Przy inflacji oscylującej w pobliżu zera oznacza to bardzo istotny wzrost sprzedaży realnej, zapowiadając dalszy wzrost konsumpcji realnej w II kwartale.

Miniony tydzień

Produkcja w górę ale zgodnie z trendem

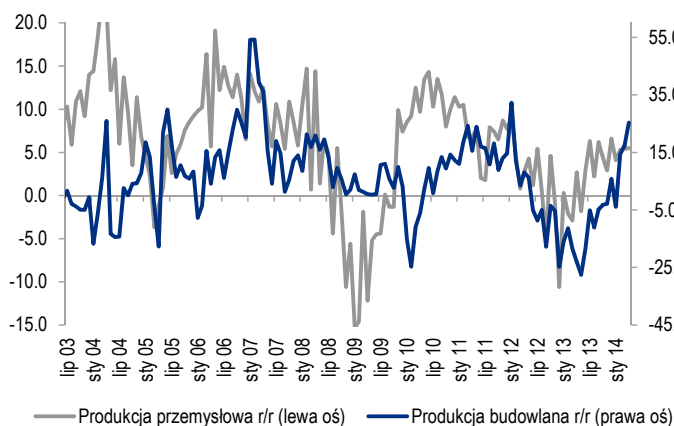
Produkcja przemysłowa w kwietniu wzrosła o 5,4% r/r i była praktycznie zgodna z naszymi prognozami oraz tylko nieznacznie wyższa niż zakładał konsensus rynkowy. Po skorygowaniu danych o różnice w czasie pracy wzrost wyniósł 5,3% r/r.

Jako pozytyw można uznać to, że dane nie potwierdziły zaskakująco głębokiego spadku wskaźnika PM. Słabsza od oczekiwań okazała się jednak aktywność w budownictwie, a produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 12,2% r/r, wobec wzrostu o 17,4% w marcu. W naszym prognozach zakładamy, że wzrost w strefie euro będzie pozytywnie przekładał się na aktywność w polskim sektorze przetwórczym w najbliższych miesiącach. Oczekujemy również dalszego ożywienia w budownictwie, chociaż ograniczeniem tutaj będzie relatywnie niewielka liczba pozwoleń na budowę udzielona w 2013 r.

Rynki liczą na obniżkę

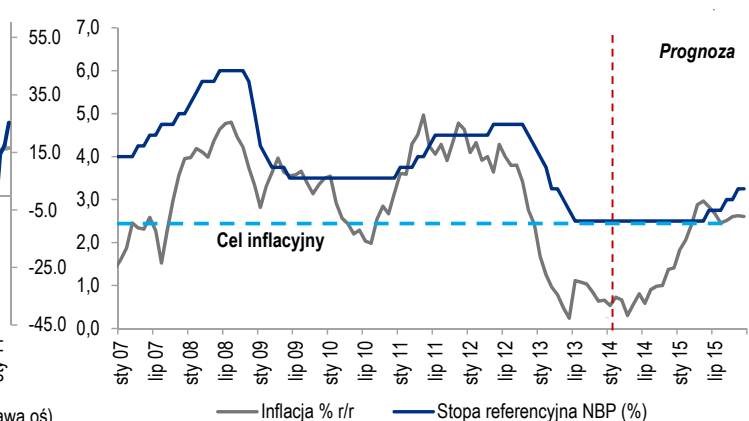
Naszym zdaniem dane o produkcji oraz nieco słabsze od prognoz dane z rynku pracy (wzrost płac o 3,8% r/r oraz wzrost zatrudnienia o 0,7%) nie powinny mieć większego wpływu na perspektywy polityki pieniężnej. RPP na razie wydaje się zdeterminowana utrzymywać stopy procentowe na niezmienionym poziomie i niewielkie zmiany publikowanych wskaźników nie wystarczą aby ten konsensus w RPP zburzyć. Niemniej rynki finansowe ewidentnie nie zgadzają się z tym poglądem.

Wykres 5. Produkcja budowlano-montażowa oraz produkcja przemysłowa



Źródło: GUS, Bloomberg, Citi Handlowy.

Wykres 6. Prognoza inflacji i stóp procentowych



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy.

W minionym tygodniu rentowności obligacji rządowych oraz stawki FRA spadły, a rynki finansowe zaczęły wyceniać około 50% szansy na obniżkę w styczniu. Spadek stóp był reakcją między innymi na komentarze prezesa Belki, który w publicznych wypowiedziach przyznał, że w Polsce może wystąpić deflacja. Skala reakcji rynkowej sugeruje jednak, że inwestorzy zinterpretowali tę wypowiedź jako sygnał, że Polsce grozi długotrwały okres spadających cen w stylu porównywalnym do Japonii lub zagrożeń stojących przed strefą euro. Taka sytuacja wymagałaby z kolei dalszego luzowania polityki pieniężnej.

Naszym zdaniem ta interpretacja jest zapewne przesadzona – z kontekstu wypowiedzi M. Belki wnioskujemy, że prezes Belka starał się

bagatelizować ryzyko inflacyjne i miał na myśli raczej krótkotrwały spadek inflacji poniżej zera wynikający ze spadku cen żywności, a nie „japoński” tym deflacji. Naszym zdaniem jeżeli spadki cen miałyby trwać co najwyżej kilka miesięcy (i nie byłyby efektem spowolnienia gospodarczego w kraju), RPP zapewne nie starałaby się odpowiedzieć na te wyzwania obniżkami stóp.

W naszym podstawowym scenariuszu oczekujemy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do I kwartału 2015 włącznie. Pierwszej podwyżki stóp oczekujemy dopiero w II kwartale, gdy inflacja wyraźnie wzrośnie i zbliży się do celu inflacyjnego.

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	554
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	14 395
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	2.0	1.6	3.4
Inwestycje (% r/r)	17.6	9.6	-1.2	9.3	11.2	-4.0	-4.7	8.3
Spożycie ogółem (% r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.6	1.0	1.2	2.5
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.6	1.3	0.8	2.7
Eksport (% r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	3.9	4.6	5.9
Import (% r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-0.7	1.2	6.7
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.6	0.8	1.4
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	0.9	0.8
Place nominalne (% r/r)	9.1	10.5	4.2	3.6	4.9	3.4	2.6	5.0
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	2.62
Rentowność obligacji 10-letnich	5.93	5.46	6.24	6.07	5.91	3.73	4.34	4.20
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.04	3.15
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.16	3.05
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.15	4.28
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.19	4.21
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.8	-18.1	-6.6	-13.9
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-5.0	-3.7	-1.3	-2.5
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-6.7	3.1	2.1
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	191.0	207.2	233.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	197.7	204.2	231.1
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.0	7.0	6.1
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-23.6	-22.6	-21.7	-27.8
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	12.3	5.2	5.2	4.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	94.0	87.5
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	42.8	44.5	49.3	46.9
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-1.9	-3.7	-7.4	-7.9	-5.1	-3.9	-4.3	5.2
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	0.4	-1.4	-4.6	-5.2	-2.4	-1.1	-1.7	7.3
Dług publiczny (Polska metodologia)	44.9	46.9	49.8	52.8	53.4	52.7	53.9	47.5
Dług krajowy	34.3	34.8	36.8	38.4	36.5	36.1	37.6	30.3

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.